**Анна Солдатова. Факторинг и секьюритизация финансовых активов**

В учебном пособии рассмотрено применение инновационных финансовых инструментов – факторинга и секьюритизации финансовых активов. Это инструменты финансирования под обеспечение активами, в основе которых механизм уступки денежного требования. Особое внимание в книге уделяется анализу правовой природы этих инструментов, их сравнению с другими родственными финансовыми инструментами, выявлению общих с традиционными источниками финансирования закономерностей и принципиальных различий. Раскрываются экономическая сущность, условия, принципы работы и особенности структурирования сделок. Приводится множество примеров из мировой практики, статистических данных и справочных материалов.

Анна Солдатова. Факторинг и секьюритизация финансовых активов. – М.: Издательский дом Высшей школы экономики, 2013. – 608 с.



Купить книгу в [Лабиринте](https://www.labirint.ru/books/505959/?p=13320)

### Глава 1. Инструменты посткризисного управления дебиторской задолженностью предприятия

Дебиторская задолженность предприятия – это финансовый актив. Как любой актив она имеет цену. Не обладая свойствами товара как объекта торговли в общепринятом смысле, дебиторская задолженность может продаваться только в форме права требования (уступка денежного требования).

В зависимости от утвержденной стратегии и выбранного метода взыскания проблема истребования долга для предприятия на практике имеет следующие решения:

1. Вернуть долг самостоятельно, наладив собственную систему взыскания (досудебное истребование долга, обращение в суд).
2. Списать задолженность как безнадежную.
3. Передать долг в управление (на аутсорсинг) сторонней организации (факторинговой компании, коллекторскому агентству), переуступив (продав) денежные требования третьему лицу и выручив за это денежные средства.

Первые два решения представляют собой внутренние способы управления задолженностью. Последнее решение характеризует внешний механизм управления.

Порядок финансирования под уступку денежного требования закреплен в гл. 43 ГК РФ. Согласно ст. 824 ГК РФ, 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 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 данное денежное требование. При этом уступка может быть произведена в обмен на предоставление фактором денежных средств или в качестве обеспечения исполнения клиентом обязательств (п. 1 ст. 824 ГК РФ), существующих между фактором и клиентом (зачастую – кредитный договор).

Секьюритизация активов является одной из наиболее значительных финансовых инноваций XX в. и принадлежит к концепции структурированного финансирования. Под структурированным финансированием подразумевается тип финансирования, при котором кредитное качество выпущенных долговых обязательств оценивается на основе качества активов заемщика или прямой гарантии третьей стороны, а не на основе финансовой устойчивости самого заемщика. Это так называемая двухъярусная, или двухуровневая, схема финансирования: продажа активов и эмиссия ценных бумаг, обеспеченных данными активами. Уникальность секьюритизации заключается в том, что она обеспечивает «вторую жизнь» актива.

При секьюритизации происходит отделение рисков собственника активов от рисков активов как таковых. Подобная «переупаковка риска» позволяет существенно снизить стоимость привлекаемых на фондовом рынке средств, так как эмитируемые обеспеченные ценные бумаги высоконадежны и обладают устойчивым и понятным денежным потоком, генерируемым по базовому финансовому активу.

Секьюритизация появилась в США в конце 1970-х гг. Если изначально секьюритизация использовалась в целях рефинансирования долгосрочных ипотечных кредитов, то сегодня это инструмент стратегического финансирования для многих отраслей экономики.

### Глава 2. Факторинг в мировой практике: экономико-правовой анализ

В российском законодательстве факторинг определен как финансирование под уступку денежного требования (гл. 43 ГК РФ). С правовой точки зрения факторинг представляет собой сделку, означающую уступку прав требования, а в части осуществления денежных расчетов факторинг фактически не отличается от договора уступки требования (цессия).

Изначально факторинг предназначался исключительно поставщикам. Инкассировать выручку в течение трех дней после отгрузки, пусть и с дисконтом, было выгодно поставщику, что позволяло ему быстро наращивать новые объемы продаж. От господства рынка продавца факторинг перешел к равноправному участию покупателя в инициировании сделок. Инструмент стали использовать розничные сети, заинтересованные в увеличении периода отсрочки платежа поставщику.

В целом западный рынок факторинга начинал свое развитие с факторинга без регресса. В предкризисный период (2005–2007) на развитых западноевропейских рынках стала заметнее роль инвойсдискаунтинга, постепенно увеличилась и доля факторинга с регрессом. С середины ХХ в. начал развиваться международный факторинг. Сейчас действуют две факторинговые ассоциации – International Factors Group (IFG) и Factors Chain International (FCI). Члены ассоциации придерживаются разработанных унифицированных стандартов обслуживания и специализированных правил международного факторинга General Rules for International Factoring – GRIF.

В операции факторинга участвуют три стороны:

* фактор (факторинговая компания или банк) – покупатель неоплаченного должником требования;
* первоначальный кредитор (клиент) – поставщик или продавец требования;
* должник (дебитор), получивший от клиента (поставщика) отсрочку платежа.



Рис. 1. Базовая схема факторинга

Кредитный риск может принимать на себя фактор (безрегрессный факторинг) или поставщик (факторинг с регрессом). Для осуществления операций по финансированию под уступку денежных требований в обязательном порядке должны быть заключены два договора: договор клиента и должника на поставку товара, выполнения услуг, и договор на финансирование под уступку денежного требования (договор факторинга), заключенный между клиентом и финансовым агентом.

**Классификация видов факторинга**

Местонахождение сторон:

* Внутренний. Поставщик, его клиент и банк, осуществляющий факторинговые операции, находятся в пределах одной страны.
* Внешний (международный, экспортный, импортный). Поставщик, его клиент и банк, осуществляющий факторинговые операции, находятся в разных странах.

Состав участников в моделях международного факторинга:

* Однофакторный. Предполагает участие в сделке одного фактора.
* Двухфакторный. Наряду с фактором, находящимся в стране клиента, используется дополнительно посредник страны-должника.

Информированность дебитора:

* Открытый. Должник уведомлен об участии в сделке фактора. Уведомление осуществляется путем надписи на счете-фактуре о том, что правопреемником по возникающему долгу является банк и платить следует в его пользу.
* Скрытый. Контрагенты поставщика не осведомляются об уступке права и смене кредитора.

Момент финансирования:

* По факту поставки. Финансирование предоставляется на основе отосланных в банк документов реализации.
* Предпоставочный факторинг. Финансирование предоставляется поставщику до осуществления поставки, на момент получения заказа от покупателя, до фактически возникшей дебиторской задолженности.

Наличие регресса:

* С правом регресса. Фактор имеет право продать поставщику любое неоплаченное долговое требование в случае отказа плательщика от платежа независимо от причин отказа, включая отсутствие у плательщика средств.
* Без права регресса. Фактор берет на себя риск неплатежей дебитора, состав которых он предварительно одобрил. Принимаемый фактором кредитный риск компенсируется увеличением тарифа за факторинговые операции (премия за риск).

Комплекс услуг фактора:

* С полным обслуживанием. Фактор, помимо финансирования, осуществляет административное управление дебиторской задолженностью клиента (поставщика).
* Агентский. Фактор ограничивается предоставлением финансирования поставщику, и не осуществляет административного управления дебиторской задолженностью.
* Инвойс-дискаунтинг. Разновидность скрытого факторинга с регрессом, при котором финансирование выплачивается не на каждую поставку отдельно, а на сальдо (текущую неоплаченную сумму) всех поставок.

Выгодоприобретатель:

* Факторинг для поставщика. Сделку инициирует поставщик, заинтересованный в получении средств.
* Факторинг для дебитора (реверсивный факторинг). Сделку инициирует покупатель. Он выплачивает комиссию фактору. В этом случае цель – не финансирование, а получение товаров с отсрочкой (с большей отсрочкой, чем дает поставщик).

Стоимость услуги факторинга складывается из платы за финансирование (зависит от стоимости денежных ресурсов) и комиссии за обслуживание каждой поставки.

**Преимущества факторинга для поставщика.** Поддержка запаса ликвидности и повышение финансовой устойчивости. Улучшение платежной дисциплины покупателя. Для погашения кредита необходимо изымать деньги из оборота, а при факторинге погашение финансирования осуществляется из платежей дебитора. Лимит по факторингу в б***о***льшей степени зависит не от финансового состояния поставщика, а от объема отгрузок, поэтому больше соответствует реальным потребностям предприятия. Кредит выдается на фиксированный срок, а факторинговое финансирование предоставляется на срок фактической оборачиваемости.

Объем финансирования по факторингу достигает 90 % от стоимости отгрузок, тогда как банковский овердрафт – максимум 40%. Факторинговое финансирование предприятие может получить практически сразу (в течение 2-3 дней) после поставки. Процедура сбора документов на получение банковского кредита является длительной. Кроме того, для работы по факторингу не требуется открытие расчетного счета, а также залоговое обеспечение. Отсутствие залогового обеспечения факторинговых операций позволяет поставщику параллельно использовать кредитование. По мере роста объемов продаж у предприятия растет потребность в дополнительном финансировании. При факторинге это происходит значительно оперативнее, чем при использовании других финансовых инструментов.

**Преимущества факторинга для покупателя (дебитора).** Реверсивный факторинг позволяет:

* получить товарный кредит (отсрочку платежа) большего объема и на значительный срок с оплатой после реализации;
* увеличить объем закупок;
* повысить свою конкурентоспособность за счет расширения ассортимента, льготных цен на товары;
* сохранить ключевых поставщиков (для торговых сетей).

**Недостатки факторинга.** Высокая цена услуги. Трудоемкость документооборота. Краткосрочность финансирования. Избирательный подход в оценке дебитора. Не все покупатели решаются работать с поставщиком на условиях факторинга, поскольку не хотят видеть в качестве кредитора мощный банк вместо постоянного партнера. Возмещение НДС. Существуют определенные сложности с зачетом НДС в операциях факторинга. Дело в том, что финансирование на момент заключения сделки осуществляется в размере 80-90 % от суммы уступаемых требований, тогда как права передаются в полном объеме, равно как и НДС уплачивается поставщиком полностью. Оставшаяся часть, таким образом, «зависает» в ходе сделки, поскольку резерв выплачивается после полного погашения дебитором своих обязательств.

**Риски в операциях факторинга.** Несмотря на рассмотренные выше преимущества, операции факторинга принято относить к высокорисковым. Кредитный риск – риск неоплаты покупателем (дебитором). Риск ликвидности – риск несвоевременности оплаты покупателем.

Для того чтобы понять, эффективен ли факторинг, самый простейший способ – сравнить его стоимость с наценкой на продаваемый товар. Если ставка по факторингу ниже наценки, то факторинг при прочих равных условиях можно считать эффективным решением. Поэтому целесообразно сравнивать сумму комиссии за факторинг, уплаченную за период действия договора факторинга, с суммой дополнительной прибыли, полученной за тот же период.

Опыт отдельных стран свидетельствует о том, что рынок факторинга лучше развивается, когда он наименьшим образом урегулирован на законодательном уровне.

**Международный факторинг и Конвенция УНИДРУА.** В зависимости от местонахождения финансового посредника международный факторинг принято разделять на экспортный и импортный. По числу участников модели международного факторинга делятся, в свою очередь, на прямые (однофакторные) и двусторонние (двухфакторные) сделки. К импортному факторингу чаще всего прибегают клиенты, чьи поставщики не хотят работать с длительной отсрочкой платежа либо вообще требуют предоплату (рис. 2). Данный продукт позволяет иностранным факторинговым компаниям обслуживать экспортные поставки своих клиентов в Россию без риска потерь, что дает российским импортерам возможность получать от иностранных поставщиков отсрочку платежа без необходимости предоставлять банковские гарантии или открывать аккредитивы.



Рис. 2. Модель прямого импортного факторинга

В случае прямого импортного факторинга фактор (фирма страны-импортера) заключает соглашение с экспортером о переуступке ей долговых требований по данной стране, осуществляя страхование кредитного риска, учет и инкассирование требований, являющихся для фактора внутренними.

В большинстве случаев при обслуживании международных поставок используется схема двухфакторного факторинга, при котором наряду с фактором со стороны продавца участвует второй фактор, со стороны покупателя, что позволяет распределить функции и риски между двумя факторинговыми компаниями (рис. 3).



Рис. 3. Модель двухфакторного факторинга

Модель двухфакторного факторинга, реализуется следующим образом:

1. Экспортер поставляет товар импортеру. В счетах-фактурах экспортера содержится надпись, уведомляющая импортера о том, что он должен произвести платеж в пользу импорт-фактора.
2. Копии или один из оригиналов счета-фактуры и транспортного документа направляются экспорт-фактору.
3. Экспорт-фактор оплачивает экспортеру до 90 % от суммы поставки за приобретенную дебиторскую задолженность.
4. Экспорт-фактор переуступает дебиторскую задолженность импорт-фактору.
5. Импорт-фактор как владелец дебиторской задолженности должен взыскать сумму долга и, в случае неплатежа со стороны импортера, принять на себя риск неплатежа и заплатить экспорт-фактору.
6. Импортер производит оплату импорт-фактору.
7. Импорт-фактор переводит платеж импортера в пользу экспорт-фактора или, в случае неплатежа импортера, производит гарантийный платеж.
8. Экспорт-фактор зачисляет экспортеру оставшуюся часть от суммы поставки (10%) за вычетом комиссий за услугу факторинга.

### Глава 3. Факторинг в России: особенности делового оборота

На отношения по договору факторинга распространяются как частные правила, установленные гл. 43 части второй ГК РФ, так и общие положения об уступке требования, определенные в ст. 388-390 части первой ГК РФ. Факторинговая деятельность в России не лицензируется.

Налоговая база по договорам факторинга определяется в том же порядке, что и при реализации товара. Поскольку ст. 149 НК РФ не содержит в списке услуг, освобождаемых от налогообложения (услуги финансирования под уступку денежного требования), то комиссионные выплаты финансовому агенту подлежат обложению НДС. Клиент имеет право принять НДС по договору факторинга к вычету. Вместе с тем обложение комиссионного вознаграждения НДС не соответствует экономической природе данного налога. Целесообразно было бы под объектом налогообложения рассматривать только ту часть факторинговых услуг, которая не связана с финансированием (например, ведение бухгалтерского учета, сбор дебиторской задолженности и т.п.).

На момент написания книги Россия не присоединилась к Конвенции УНИДРУА «О международном факторинге» 1988 г., однако, сделки международного факторинга проводятся с учетом положений данного документа.[[1]](#footnote-1)

### Глава 4. Факторинг в системе других форм кредитных отношений

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). Между тем, согласно ст. 382, 383 ГК РФ, предметом цессии может быть только существующее требование, в противном случае договор является недействительным.

При факторинге уступка денежного требования финансовому агенту является действительной даже если между клиентом и его должником существует соглашение о ее запрете или ограничении (п. 1 ст. 828 ГК РФ), что существенно отличает его от обычной цессии. Уступка требования по обязательству, в котором личность кредитора имеет существенное значение, не допускается без согласия должника (ст. 388 ГК РФ).

Факторинг рассматривает дебиторскую задолженность как достаточное обеспечение, поэтому (в отличие от кредита) не требует дополнительного обеспечения. Это беззалоговый инструмент финансирования, в то время как для получения кредита требуется залог. Если кредит ориентирован на результат успешной деятельности компании в прошлом, в том числе на имущество, имеющееся у компании на текущий период, и те активы, которые были заработаны до настоящего времени, факторинг предполагает будущую успешную деятельность компании, рост продаж, прибыльность.

Банковские кредиты считаются основным конкурирующим с факторингом инструментом, и в странах, где кредиты частному сектору менее доступны, факторинг развивается достаточно высокими темпами. К основным преимуществам факторинга перед кредитом можно отнести следующие.

* Задолженность погашается не клиентом, а его дебиторами, поэтому не возникает необходимости экстренной мобилизации денежных средств на расчетном счете в момент погашения финансирования.
* При установке лимитов оценка факторинговой компании базируется не на финансовом состоянии заемщика и его потенциальных денежных потоках, а на оценке качества дебиторской задолженности и финансовом состоянии дебиторов.
* Финансирование предоставляется на срок фактической отсрочки платежа и погашается в день оплаты дебитором поставленного товара, оказанной услуги, выполненной работы. Таким образом, предприятие платит только за период пользования деньгами, что позволяет минимизировать проценты за пользование денежными средствами.
* Совокупный размер финансирования не ограничен залогом или оборотом по расчетному счету и зависит только от сбытовых возможностей поставщика.
* Затраты по оплате факторингового финансирования полностью относятся на себестоимость клиента. Кредит отражается в пассивах предприятия, что соответствующим образом уменьшает чистую стоимость компании. Факторинг – забалансовый инструмент, что позволяет демонстрировать увеличение выручки и прибыли.

Ввиду большого числа встроенных в сделку комиссий факторинг на практике оказывается зачастую дороже кредита.

Инкассо – банковская операция, при которой банк по поручению и от имени клиента (за его счет ) получает причитающиеся последнему денежные суммы на основании денежно-товарных или расчетных документов либо обязуется произвести акцепт платежа от третьего лица по представленным на инкассо документам. В российском законодательстве расчеты по инкассо предусмотрены ГК РФ (ст. 874-876).

Аккредитив (от лат. accredo – доверяю) представляет собой твердое обязательство банка заплатить при условии предоставления документов, которые четко соответствуют условиям аккредитива. При осуществлении платежа по аккредитиву покупатель имеет определенные гарантии того, что товар отправлен в его адрес, а продавец имеет четкое обязательство банка (а не покупателя) выполнить платеж при условии предоставления правильно оформленных документов.

Отзывным признается аккредитив, который может быть изменен или отменен банком-эмитентом без предварительного уведомления получателя средств. Безотзывным признается аккредитив, который не может быть отменен без согласия получателя средств (п. 1 ст. 869 ГК РФ; рис. 4).



Рис. 4. Схема безотзывного неподтвержденного аккредитива

Преимущество для поставщика – это гарантия платежа, для покупателя – контроль за выполнением условий поставки. К недостаткам аккредитивов следует отнести сложный документооборот и высокие комиссии банков. В целом аккредитив, являясь обязательством, отделенным от коммерческой сделки, на которой он основывается, предоставляет безусловную гарантию обеспечения платежа безотносительно к товарам или услугам, участвующим в сделке. И здесь можно обнаружить определенное сходство с механизмом факторинга. Так, безотзывный подтвержденный аккредитив сродни безрегрессному факторингу. Однако следует иметь в виду, что в отличие от факторинга со встроенной в его механизм кредитной функцией, рассмотренные выше инструменты документарных банковских расчетов ею не наделены.

**Форфейтинг** – это покупка долга, выраженного в оборотном документе, таком как переводной, или простой, вексель у кредитора на безрегрессной основе (от фр. а forfait – «целиком»). Покупка оборотного обязательства производится с определенным дисконтом.

В отличие от кредитных инструментов, факторинг и секьюритизация являются примерами объектно-ориентированного финансирования. Их объединяет основополагающий принцип обособления активов заемщика от остального имущества и, как следствие – встроенный в сделку механизм уступки, или передачи прав требования, от кредитора к третьей стороне. Отделение активов, соответственно, отделяет риски активов от рисков заемщика. Таким образом, финансовые активы, уступаемые третьей стороне при проведении операций факторинга и секьюритизации, выступают одновременно в качестве источника финансирования (генерируют доход) и обеспечения по сделке (залог). Финансирующая сторона определяет цену по качеству уступаемой дебиторской задолженности. При секьюритизации, равно как и в случае скрытого факторинга, передача активов не сопровождается уведомлением должника.

### Глава 5. Экономическая сущность и правовая природа секьюритизации

Секьюритизация (от англ. Securitisation – эмиссия обеспеченных ценных бумаг) принадлежит к концепции структурированного финансирования. Это принципиально новый раздел финансов, зародившийся в конце 1970-х гг. в США на рынке ипотечного кредитования. Основная отличительная особенность сделок со структурированными финансами заключается в выделении активов и генерируемых ими денежных потоков, и использовании их в качестве источника и одновременно обеспечения при их рефинансировании.

В общем случае секьюритизация рассматривается как возможность финансирования под финансовые активы предприятия и относится к концепции структурированного финансирования. Под финансовым активом понимается актив, который порождает периодические денежные платежи (обусловливает поток платежей). Как механизм финансирования секьюритизация, заключается в выделении определенной группы активов (секьюритизируемых активов) из остального имущества предприятия и их передаче специально созданному финансовому посреднику, компании специального назначения или SPV (Special Purpose Vehicle) в целях их последующего рефинансирования на международном рынке капитала посредством эмиссии *обеспеченных ценных бумаг* (Asset-Backed Securities – ABS). Секьюритизация может осуществляться путем размещения как долговых (облигаций), так и долевых ценных бумаг (акции, инвестиционный пай, сертификат участия; рис. 5).



Рис. 5. Базовая схема секьюритизации активов

Чаще всего функцию обслуживания (service agent) активов инициатор секьюритизации сохраняет за собой, что обеспечивает неизменность отношений с клиентами. Юридически это оформляется путем заключения специального договора поручения (servicing agreement) между SPV и инициатором секьюритизации. В добавление к обязанностям по обслуживанию активов инициатор должен регулярно направлять трасти (доверенному лицу, действующему в интересах инвесторов) отчеты с информацией о денежных поступлениях, досрочных возвратах (prepayments), задержках платежей (delinquencies) и случаях неисполнения обязательств (defaults), относящихся к секьюритизированным активам. В качестве оплаты своих услуг инициатор секьюритизации получает определенное вознаграждение за обслуживание (servicing fee).

В результате секьюритизации для инвестора снижаются кредитные риски, поскольку новая компания обладает понятным и определенным набором активов с достаточно пред-сказуемыми поступлениями в виде платежей по базовому активу; инвестиции осуществляются под конкретные, хорошо проверенные сделки, по которым идут платежи. При секьюритизации общий риск, которому подвергаются финансовые средства, распределяется между несколькими траншами. Каждый из них подвержен своему риску и имеет свою доходность. В этом случае инвесторы могут приобрести бумаги определенного транша, точно понимая степень риска и доходность. Снижение кредитного риска означает снижение цены привлечения, а значит, инициатор секьюритизации привлекает дополнительные заемные средства по более низкой процентной ставке.

Классическая секьюритизация активов банков производится путем выпуска так называемых «обеспеченных долговых обязательств» (collateralized debt obligations, CDO).

В отличие от классической секьюритизации в рамках синтетической (synthetic securitisation) модели не происходит истинной продажи актива (true sale). Вместо этого компания передает SPV кредитные риски по активам, используя для этого гарантии и, преимущественно, кредитные деривативы. С точки зрения специалистов Федеральной резервной системы США, кредитные деривативы – забалансовые финансовые инструменты, позволяющие одной стороне (бенефициару) перенести кредитный риск по активу на другую сторону (гаранта), не прибегая к физической продаже актива. При этом указанные активы, как правило, принадлежат бенефициару по праву собственности. К наиболее распространенным из них можно отнести дефолтные свопы (Credit Default Swaps – CDS).

Известный финансист Уоррен Баффет еще в 2003 г. поставил кредитные деривативы в один ряд с бомбами с часовым механизмом, назвав их финансовым оружием массового уничтожения. Это объясняется тем, что деривативы являются привлекательными инструментами для спекулятивных операций, выполняя функцию хеджирования рисков неплатежа по займам, а, следовательно, относятся к высокорисковым инструментам, которые могут привести к коллапсу финансовой системы, как это случилось в 2008 г. Потери крупнейших американских инвестиционных банков связаны именно со спекуляцией CDS. За 2001-2008 гг. страховые компании, хедж-фонды и отдельные инвесторы увеличили общий объем контрактов в 100 раз. В итоге многие страховщики оказались не в состоянии компенсировать потери клиентов. Вслед за крахом крупнейшего банка Lehman Brothers Holdings последовала волна корпоративных банкротств, а затем национализация ведущего американского страховщика American International Group (AIG).

Кредитные деривативы созданы для управления кредитным риском, в то время как традиционные производные инструменты сфокусированы на рыночных факторах риска, таких как курсы валют, цены, индексы или процентные ставки. Таким образом, кредитные деривативы дают возможность участникам рынка торговать риском и активом по отдельности. Кредитный риск, воплощенный в займах и облигациях, либо риск, связанный с поддержанием позиций на рынке, передается третьей стороне. Из огромного семейства кредитных деривативов наиболее известной в России является облигация, абсорбирующая кредитный риск, или, как ее еще называют, – кредитная нота.

Кредитная нота (Credit Linked Note – CLN) – это облигация, эмитированная покупателем гарантии и приобретаемая продавцом гарантии. Облигация подлежит погашению по своей номинальной стоимости по достижении срока платежа. Таким образом, покупатель гарантии выплачивает продавцу гарантии полученные денежные средства и определенный процент. В случае наступления заранее оговоренного неблагоприятного события облигация погашается в течение фиксированного периода времени, но не полностью, а за вычетом компенсации покупателю гарантии. Подобная компенсация может быть определена, например, как разница между номиналом облигации и текущей рыночной стоимостью застрахованного актива после дефолта. Принцип действия здесь сравним с покупкой страхового полиса с франшизой.

Дефолтный своп – договор, согласно которому одна сторона за плату обязуется заменить другую сторону в случае неисполнения определенного обязательства. Этот инструмент похож на банковскую гарантию. Дефолтный своп является кредитным деривативом, т.е. договором, который производен от названного в нем права требования.

В качестве предмета секьюритизации может быть использован практически любой финансовый актив, генерирующий денежный поток. В этих целях используются ипотечные кредиты, платежи по кредитным картам, автокредиты и кредиты на образование, платежи по договорам лизинга, страховые премии и факторинговые платежи. В качестве задолженности могут выступать как текущие обязательства по контрактам, так и права требования на будущие денежные поступления. Секьюритизируемые активы должны удовлетворять следующим требованиям:

* быть однородными, стандартизированными и подлежащими экономической оценке;
* превышать в своем объеме критическую массу предполагаемой сделки;
* отличаться высоким кредитным качеством и невысоким риском платежа.

Активы, служащие обеспечением для эмитируемых ценных бумаг, делятся на ипотеку (Mortgage-Backed Securitisation – MBS) и другие активы (Asset-Backed Securitisation – ABS). Последние принято разделять на коммерческие активы (commercial assets) и потребительские активы (consumer assets). Ипотека включает два сегмента: жилищную (Residential Mortgage-Backed Securitisation – RMBS) и коммерческую (Commercial Mortgage-Backed Securitisation – CMBS).

Обеспеченные ценные бумаги весьма надежны (рис. 6). Ипотечные ценные бумаги в меньшей степени подвержены рыночному риску по сравнению с акциями и долгосрочными облигациями, что и способствовало их сильной популярности на развитых рынках (рис. 7).



Рис. 6. Кривая «риск-доходность» для разных классов бумаг



Рис. 7. Рейтинг европейских эмитированных ценных бумаг, 2009 г.

В соответствии с Гражданским кодексом РФ (ст. 143) к ценным бумагам, допущенным к обращению в Российской Федерации, относятся: государственная облигация, 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 (ст. 142).

В 2002 г. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N° 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» был дополнен ст. 27.2 и 27.3, вводящими понятие облигаций с обеспечением. Согласно ст. 27.2, облигациями с обеспечением признаются облигации, исполнение обязательств по которым обеспечивается залогом (облигации с залоговым обеспечением), поручительством (ст. 27.4), банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией (ст. 27.5). Предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением могут быть только ценные бумаги и недвижимое имущество.

Существуют два основных подхода к оценке секьюритизации с точки зрения бухгалтерского налогового учета. С одной стороны, секьюритизация оценивается как продажа актива, когда продавец списывает имущество с баланса в пользу покупателя – третьего лица. С другой стороны, речь идет о займе как инструменте привлечения заемного капитала. Только в отличие от обеспеченного займа, когда обеспечение используется лишь в случае нарушений условий договора, либо в рамках конкурсного производства заемщика, при секьюритизации активов обеспечение передается инвесторам путем фидуциарной уступки в пользу трасти. От лат. *fiducia* (сделка, основанная на доверни) – договор в гражданско-правовых отношениях, основанный на личном доверительном отношении сторон. Примером такого договора может служить договор поручения (ст. 971 ГК РФ), основные положения которого содержат специальные нормы, подчеркивающие лично-доверительные отношения сторон. Фидуциарная ответственность предполагает, что одно лицо или компания (фидуциар) управляет активами от имени другого лица (принципата) в интересах этого лица.

Развитие российской секьюритизации основано на Федеральном законе от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах». Введенная Законом конструкция ипотечных сертификатов и облигаций с ипотечным покрытием близка к технологиям секьюритизации, подтвердившим свою эффективность на западных финансовых рынках. 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.

Существовавшая ранее норма Гражданского кодекса, разрешающая выступать в роли финансового агента в сделках финансирования под уступку денежного требования только банкам и иным кредитным организациям, делала процесс рефинансирования активов посредством секьюритизации невозможным. С учетом внесенных в ст. 825 ГК РФ поправок сегодня в качестве финансового агента может выступать любая коммерческая организация, что является важным шагом в законодательном обеспечении сделок секьюритизации в России.

### Глава 6. Секьюритизация финансовых активов в мире

Первый в России проект по секьюритизации был апробирован в июле 2004 г. «Газпромом» в части секьюритизации будущей экспортной выручки. В ходе размещения евробондов, обеспеченных будущими поступлениями от продажи газа, «Газпрому» удалось привлечь 1,25 млрд долл. под рекордно низкую процентную ставку – 7,201%. Благодаря устойчивости юридической структуры и применению эффективных мер кредитной поддержки, этому выпуску агентствами Standard & Poor’s и Fitch был присвоен рейтинг инвестиционного уровня ВВВ–.

Поворотным в истории развития российского рынка структурированного финансирования можно считать 2006 г., когда российскими компаниями было проведено 11 сделок секьюритизации на общую сумму 3,5 млрд. долл. Для сравнения – объем ипотечной секьюритизации в 2006 г. превысил 10 трлн долл.

Географически подавляющее большинство размещений проводилось на западных площадках с использованием нерезидента SPV, зарегистрированного в офшорной зоне. Организаторами эмиссии выступали ведущие российские инвестиционные банки, для услуг налогового консультирования привлекались аудиторы международного уровня ведущей мировой «четверки». В большинстве сделок бумагам присваивался рейтинг от ведущих западных рейтинговых агентств. До 60 % бумаг размещалось на европейских рынках, оставшаяся доля выкупалась институциональными инвесторами из США, инвестфондами, страховыми и пенсионными компаниями.

### Глава 7. Структурирование секьюритизации финансовых активов

Сделки секьюритизации сложны по своей структуре и составу участников. Их число зависит напрямую от реализуемой структуры сделки. Субъектов секьюритизации разделяют на прямых и косвенных участников сделки (рис. 8) .

*Прямые участники сделки секьюритизации:*

* Инициатор секьюритизации (продавец активов) – компания, привлекающая финансирование.
* Эмитент обеспеченных бумаг (покупатель активов) – организация специального назначения, которая приобретает секьюритизируемые активы. Покупатель финансирует покупку путем эмиссии ценных бумаг, обеспеченных активами, на рынке капитала.
* Инвестор — покупатель обеспеченных ценных бумаг. Примерами инвесторов на рынке секьюритизации являются пенсионные фонды, банки, инвестиционные фонды открытого типа, хедж-фонды, страховые компании, международные финансовые учреждения и корпорации.



Рис. 8. Взаимодействие участников сделки секьюритизации

*Косвенные участники сделки секьюритизации:*

* Рейтинговое агентство — оценивает активы компании и определяет рейтинг обеспеченных активами ценных бумаг.
* Сервисный агент или обслуживающая компания – обслуживает секьюритизируемые активы: осуществляет сбор, мониторинг и распределение платежей по базовому активу. В тех случаях, когда секьюритизируется дебиторская задолженность, сервисный агент получает, управляет и при необходимости обеспечивает взыскание дебиторской задолженности в судебном порядке. Часто функцию обслуживания сохраняет за собой инициатор эмиссии.
* Резервный сервисный агент – обслуживает активы в случае, если их не может обслуживать сервисный агент или в случае, если покупатель воспользуется своим правом отменить назначение агента (к примеру, в результате его неплатежеспособности).
* Трасти – доверенное лицо SPV, которому передается приоритетное право распоряжения активами и которое выполняет функции платежного агента по выпущенным ценным бумагам (ABS). В широком смысле это организация, представляющая интересы инвесторов. От услуг трасти инвесторы могут отказаться, заменив его на другого. Трасти получает отчеты о ходе сделки и состоянии залога. В случае дефолта по базовым активам, несостоятельности обслуживающей компании или другого участника сделки трасти принимает активные меры по урегулированию возникших проблем.
* Провайдеры кредитной и ликвидной поддержки – компании, предоставляющие «кредитное плечо» и покрывающие кассовые разрывы по сделке. В качестве источника ликвидной защиты может выступать сама компания – инициатор секьюритизации, для оказания SPV поддержки в случае временной нехватки оборотных средств.
* Хедж-провайдеры — осуществляют хеджирование любых валютных или процентных рисков, которые могут возникнуть у эмитента. К этой категории косвенных участников сделки можно отнести контрагентов по деривативным финансовым инструментам. Как правило, хедж-провайдером является инвестиционный банк (зачастую это ведущий организатор выпуска). Хедж-провайдер иногда заключает с инициатором договор, известный как договор «компенсационного» хеджирования, по которому соответствующий риск переносится на оригинатора.
* 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).
* Организатор выпуска (инвестиционный банк, lead arranger) – является основным дистрибьютором обеспеченных активами ценных бумаг в рамках конкретной сделки.
* Андеррайтер — поддерживает цены на ценные бумаги и гарантирует выкуп части эмиссии.
* Клиринговые системы — облегчают торговлю бумагами.
* Юридические фирмы, налоговые, финансовые консультанты, предоставляющие необходимые маркетинговые, юридические и другие консультации по структурированию сделок.
* Аудиторы — при необходимости выполняют аудиторскую проверку пула активов, что может требоваться согласно документации по соответствующей сделке.
* Налоговые консультанты, юридические службы.
* Страховые компании, поручители и другие гаранты.

**Со стр. 423**

Заемщик/должник как сторона по базовому активу не относится к числу прямых участ-ников сделки секьюритизации, однако, именно от его добросовестности и платежеспособ-ности зависит своевременность выплаты по контракту, что, в свою очередь, определяет точность выплаты инвесторам. При подготовке секьюритизации первостепенное значение имеет характер задолженности и структура базовой сделки. Надежность заемщика опреде-ляется компанией – инициатором секьюритизации еще на этапе, предшествующем заклю-чению базового договора в рамках проводимого анализа финансового состояния и оценки уровня риска клиента.

В качестве стороны, обслуживающей активы, может выступать сама компания, поскольку она, как никто, лучше знает своих должников. Вместе с тем привлечение неза-висимой компании для обслуживания потоков входящих платежей может иметь свои пре-имущества: более жесткое регулирование и контроль за своевременностью выплат. Как показывает западная практика, чаще прибегают к услугам внешнего управляющего (обслу-живающей компании или сервисного агента); это требует определенного вознаграждения со стороны инициатора, но является оправданным с точки зрения эффективности расходов.

Исключительно важно обеспечить бесперебойное обслуживание секьюритизированных активов. Поэтому необходимо предусмотреть ситуации, когда у основного сервисного агента возникают финансовые трудности или наступает ситуация банкротства. С этой целью в большинстве стран назначают резервного сервисного агента.

Косвенных участников, на мой взгляд, можно разделить в зависимости от времени вступления в сделку: до эмиссии и после эмиссии ценных бумаг. Во-первых, это стадия кон-струирования ценных бумаг, когда происходит оценка качества активов, служащих обеспе-чением эмитируемых ценных бумаг, и присвоение им определенного рейтинга. Именно от рейтинга ценных бумаг зависит их цена и в конечном итоге спрос инвесторов. Во-вторых, это стадия размещения ценных бумаг после того, как их форма и структура определены. Фигура андеррайтера играет в этот момент первостепенную роль, поскольку от него зависит риск неразмещения ценных бумаг на рынке. Определяемый сторонами минимальный процент обязательного выкупа эмиссии позволяет компании – инициатору секьюритизации заранее оценить риск возможного неразмещения бумаг на рынке, когда ценные бумаги могут оказаться либо неинтересны инвесторам, либо их ценовой диапазон не будет соответствовать ценовым ожиданиям и возможностям предполагаемых покупателей.

Мировые рейтинговые агентства (Moody's, Standard & Poor’s, Fitch IBCA) проводят оценку крупнейших мировых компаний и присваивают им кредитные рейтинги.

Инициатор секьюритизации – продавец активов

Как было установлено ранее, в целях исследования в качестве инициатора секьюри-тизации выступает компания-заемщик. Разработанная в целях анализа многокритериальная классификация инициаторов секьюритизации финансовых активов представлена в табл. 7.1. Среди разработанных автором критериев можно отметить такие, как специализация компа-нии, масштаб проводимых операций, стоимость сделки, категория клиентов, класс и сроч-ность базового актива.

Таблица 7.1

Классификация инициаторов секьюритизации финансовых активов

Классифицирующий

признак Характеристика инициатора секьюритизации

Стоимость сделки • Крупномасштабные сделки, требующие привлечения дополнительных участников по сделке

• Мелкие и средние сделки

• Разовые сделки

Класс базового актива • Банковские продукты {кредиты, кредитные карты)

• Небанковские финансовые продукты (договоры лизинга, страхования, факторинга)

• Нефинансовые продукты (торговые контракты)

Учредители/собствен- ники компании • Банки и банковские синдикаты

• Финансовые институты

• Промышленные предприятия

• Девелоперы

• Государственные структуры

• Инициатор — малое или среднее предприятие с невысоким кредитным рейтингом и ограниченным доступом на рынок внутреннего банковского кредита • Малые/средние предприятия

• Крупные/универсальные компании

• Промышленное оборудование

• Транспортные средства и другие виды движимого имущества

Классифицирующий

признак Характеристика инициатора секьюритизации

• Крупное предприятие — надежный или первоклассный заемщик • Недвижимое имущество

• Диверсифицированный портфель из различных видов активов

Отраслевая специали-зация • Банковский сектор

• Финансовый небанковский сектор

• Реальный сектор экономики

• Государственный сектор

Продолжительность функционирования на рынке • Вновь созданное независимое предприятие (менее 3 лет)

• Вновь созданное предприятие, аффилированное к другой давно существующей на рынке структуре

• Компания, существующая на рынке более 3 лет

Срочность базового актива • От 1 —3 лет

• От 3—5 лет

• Свыше 5 лет

Категория клиентов • Малый и средний бизнес

• Крупные предприятия

Источник финансиро-вания • Собственные средства

• Заемный капитал кредитных учреждений

• Другие внешние источники финансирования

• Финансирование материнской компании

• Смешанные источники финансирования

По степени рискован-ности проектов • Высокорисковые (АПК)

• Низкорисковые (ликвидное оборудование, имеющее устойчивый вторичный рынок — транспорт, торговля)

Регион деятельности • Внутренний (предпочтения по регионам дея-тельности)

• Международный

К примеру, для государственного сектора, в том числе муниципальных администраций, предмет возможной секьюритизации – это бюджетные поступления, налоги и сборы, валютные поступления. Для агентств по недвижимости – это доходы от коммерческой недвижимости, в том числе арендные и лизинговые платежи, тайм-шер. Для девелоперов – это строящиеся объекты недвижимости. Для телекоммуникационных компаний – это доход от трансляций, рента за использование оборудования.

В случае банкротства оригинатора требования, проданные SPV, не включаются в конкурсную массу оригинатора, следовательно, риск банкротства SPV сведен к минимуму. Банкротство оригинатора никак не отразится на возможности инвесторов получать платежи по их ценным бумагам. Поскольку источник платежей защищен от рисков оригинатора, необходимость контролировать финансовое положение оригинатора практически исчезает. Хотя риски, связанные с обслуживанием и сбором задолженности, по-прежнему требуют некоторого контроля.

Обслуживание активов, как правило, продолжает осуществлять инициатор секьюри-тизации, выступая в качестве агента по обслуживанию (service agent): он лучше знает своих клиентов и может обслуживать их более эффективным и менее затратным образом. Для этого между инициатором и SPV заключается специальный договор поручения (servicing agreement), в соответствии с которым инициатор секьюритизации обязуется добросовестно исполнять связанные с обслуживанием активов обязанности, регулярно направляя доверенному лицу (трасти) подробные отчеты о денежных поступлениях, досрочном погашении (prepayments), задержках платежей (delinquencies) и неисполнении обязательств (defaults) по секьюритизированным активам. За услугу обслуживания инициатор секьюритизации получает комиссионное вознаграждение (servicing fee). После завершения сделки ему принадлежит весь остаток средств (profit extraction), не использованный для покрытия расходов, связанных с ее реализацией. В структуре сделки SPV создается как организация с нулевой прибылью. В противном случае это приводило бы к дополнительной налоговой нагрузке на сделку, существенно снижая ее экономическую целесообразность.

Во многих структурах секьюритизации предусматривается участие дополнительного, резервного сервисного агента (back-up servicer), который принимает от инициатора секьюри-тизации функции по обслуживанию активов при наступлении заранее оговоренных в договоре обстоятельств. Однако данный элемент в структуре встречается далеко не всегда: это не является актуальным в случае, если инициатор обладает высоким рейтингом надежности и не требует подобных механизмов страхования.

Эмитент – SPV – покупатель активов

SPV – это структура, создаваемая специально в целях секьюритизации. SPV является покупателем а, следовательно, новым собственником активов и эмитентом обеспеченных ценных бумаг . На разных этапах секьюритизации активов SPV выполняет различные функции: отделение активов (выкуп активов у кредитора), финансирование отделенных активов, секьюритизация активов в форме ценных бумаг SPV, обслуживание секьюритизи-рованных активов, повышение кредитного рейтинга бумаг SPV, отделение и защита активов.

Подобно классификации инициатора секьюритизации, эмитентов можно также клас-сифицировать по ряду признаков. Во-первых, это организационно-правовая форма компании. Во-вторых, принадлежность к той или иной юрисдикции. В-третьих, это вид секьюритизации (настоящая или синтетическая). В-четвертых, это форма эмитируемых ценных бумаг (долговые или долевые бумаги).

Главная особенность SPV заключается в том, что оно не является дочерней структурой инициатора секьюритизации, и поэтому при возникновении финансовых затруднений у последнего обращение взыскания на активы SPV невозможно . Механизм true sale – это индикатор добросовестности сделки: за активы заплачена «справедливая» цена с их после-дующей передачей на баланс SPV.

К SPV как одной из главных сторон секьюритизации предъявляются следующие тре-бования:

• юридическая самостоятельность;

• экономическая независимость;

• целевой характер функционирования (секьюритизация).

В результате уступки активов юридически самостоятельной стороне надежность акти-вов не зависит более от состояния и уровня общего предпринимательского риска инициатора, что обеспечивает возможность забалансового финансирования (off-balance sheet). Эко-номическая независимость SPV позволяет минимизировать риск того, что уступленные активы будут вновь отображаться на балансе инициатора . Передача активов третьей, неза-висимой от инициатора секьюритизации стороне, предполагает и передачу ей риска неис-полнения обязательств, а также риска ликвидности, валютного и процентного риска. SPV, принимающее эти риски на себя, в силу ограниченного характера деятельности и целевой структуры баланса может нести их с меньшими затратами.

В западной практике SPV создается обычно в форме траста, реже – общества с ограни-ченной ответственностью (Limited Liability Company – LLC) или товарищества с ограниченной ответственностью участников (Limited Liability Partnership – LLP), единственной целью которого является покупка активов у их владельца, синхронизация их в пуле, эмиссия и рас-пространение ценных бумаг, обеспеченных этим пулом (Asset-Backed Securities). Часто SPV организовывается в форме компании с одним участником (Sole Member LLC) – благотвори-тельным трастом, которому и принадлежат все доли или акции SPV. Структура SPV может быть создана также и в других юридических формах, допускаемых юрисдикцией страны, где осуществляется секьюритизация.

В сделках трансграничной секьюритизации SPV создается в большинстве случаев в офшорной юрисдикции (в Европе это Ирландия, Люксембург, Нидерланды) с благоприятным налоговым режимом. Обычно SPV создается как бесприбыльная структура: доходы выводятся определенным законным способом, тем самым, отсутствует налогооблагаемая база по налогу на прибыль. Конкретная форма SPV выбирается в соответствии с особенностями сделки, из соображений наиболее оптимального разделения рисков и минимизации расходов на ее содержание, в том числе налоговых.

Промежуточного покупателя активов, формирующего пул активов, который затем про-дается инвесторам, принято называть кондуитом (conduit). Наиболее распространена кон-дуитная схема секьюритизации при продаже ипотечных кредитов . Тогда кондуит носит название ипотечного кредита, а промежуточными покупателями выступают, в этом случае, как частные компании, так и государственные агентства Fannie Mae и Freddie Mac.

В отличие от банков кондуиты не регулируются надзорными органами и не имеют продолжительной истории, поэтому подвержены риску потери источника финансирования. Кондуиты создаются как с целью временного размещения в них активов до их долгосрочного инвестирования, так и с целью арбитража. До кризиса в кондуитных схемах широко применялись ABCP . Кондуит может аккумулировать пул ипотечных активов нескольких инициаторов, используя их активы в качестве обеспечения краткосрочных коммерческих ценных бумаг, организуя для них финансирование на револьверной основе. Стоимость заим-ствований через ABCP ниже доходности активов в кондуитах. Активы кондуитов длинные, тогда как ABCP – краткосрочные бумаги, поэтому кондуиты расплачиваются с покупателями ABCP, выпуская новые бумаги. Таким образом, за счет кондуитов банки могут не держать активы у себя на балансе, а экономить на выполнении требований по резервированию капи-тала.

В анализе структуры секьюритизации по схеме организации Европейский форум секьюритизации выделяет кондуитную схему с одним продавцом (single-seller conduits) и кондуитную схему с многими продавцами (multi-seller conduits), а также инвестиционный фонд SIV (Special Investment Vehicle), на который в США до кризиса приходилась львиная доля инвестиций в обеспеченные бумаги. В Европе его значение не оказывает влияние на рынок. По данным ESF за 2008 г., 70 % в структуре европейской секьюритизации приходилось на схемы с несколькими продавцами (рис. 7.2).

Рис. 7.2. Структура европейской эмиссии коммерческих бумаг (ABCP) за 2008 г.

Источник: Поданным Dealogic, Moody’s Investors Service.

Из налоговых соображений SPV учреждаются, как правило, в зонах с низким налогооб-ложением: на Каймановых, Бермудских, Багамских островах, в Джерси, Делавере, что также позволяет снизить административные барьеры и сэкономить на расходах при учреждении SPV. В офшорных зонах регистрация предприятий осуществляется в оперативном режиме и за небольшую плату. К примеру, акционерный капитал Volkswagen Car Lease No.1 Ltd., SPV, зарегистрированного в Джерси, составил 20 тыс. немецких марок, оплаченными из которых составляли всего 2 немецкие марки. В большинстве офшорных юрисдикций выпуск обес-печенных активами ценных бумаг не требует уплаты налога на выпуск ценных бумаг. В слу-чае если SPV удовлетворяет налоговым условиям, которые предусматривают наличие у пула активов определенных характеристик (qualified assets ), допускается эмиссия нескольких классов сертификатов прямого распределения (multiclass pass through certificates) без воз-никновения налоговых обязательств со стороны SPV

Для того чтобы избежать консолидации SPV с инициатором секьюритизации, в качестве учредителя обычно выступают некоммерческие благотворительные фонды (charitable trust). В литературе такие компании часто называют компаниями-сиротами (orphan entities), или юридическими лицами без учредителей (fatherless entities).

В случае траста речь идет о формировании на основе секьюритизируемых активов имущественного комплекса, обладающего характеристиками самостоятельного юридического лица и управляется доверенным лицом (трасти) в интересах третьих лиц. Если сделка предполагает переводную структуру платежей (pass-through), требования продаются трасту, который является имущественной структурой, освобожденной от налогообложения, и созда-ется на основе трастового соглашения (Trust Agreement). Как лицо, обладающее правосубъ-ектностью, SPV вправе заключать договоры от собственного имени, осуществлять предпри-нимательскую деятельность, а также нести ответственность за неисполнение обязательств.

В США используются также и организации, основанные на партнерстве (partnership structures), однако они не сильно распространены.

Определенные требования предъявляются к SPV с целью достижения состояния «гарантированности от банкротства» (bankruptcy remoteness), поддерживаемое тремя спо-собами:

• гарантией того, что у SPV нет кредиторов, требования которых связаны с ABS;

• структурированием SPVтаким образом, чтобы максимально осложнить возможность возбуждения против него процедуры банкротства;

• структурированием сделок по передаче активов таким образом, чтобы снизить веро-ятность вовлечения SPV в процедуру банкротства владельца активов или аффилированных с ним лиц.

В странах с развитой экономикой широко используется конструкция общих трастов (mutual trust). В мире сложилась определенная практика его организации. Траст может быть различным по своей структуре и функционалу. Наиболее широко используются понятия grantor trust, owner trust, revolving trust и master trust .

Grantor trust. Самый простой по форме вид траста, который характеризуется тем, что выплаты основного долга и процентные платежи по базовому активу имеют сквозную, или транзитную, структуру (passthrough). Платежи в этом случае «пропускаются» или попросту проходят напрямую от эмитента к инвестору. Структурируется grantor trust, как правило, в виде ценных бумаг одного или нескольких классов. При этом ни один из классов бумаг не имеет преимуществ с точки зрения сроков выплат основного долга. Выплата основного долга по всем классам производится по идентичному графику, за исключением тех случаев, когда бумаги субординированного (младшего) класса принимают на себя убытки, связанные с невозвратом кредитов. Средний срок обращения одинаков для всех классов бумаг. Орга-низация эмитента в виде grantor trust чаще всего имеет место при секьюритизации автомо-бильных кредитов.

Owner trust. Это более гибкий тип эмитента, который может выпускать разнообразные классы ценных бумаг, имеющих различные сроки погашения, что позволяет охватить более широкий круг инвесторов. В отличие от grantor trust, срок выплаты основного долга в случае owner trust может меняться. График выплат основного долга может отличаться от временной структуры потока платежей, генерируемых покрытием. Для отдельных классов ценных бумаг выплата основного долга может прицельно ускоряться или, наоборот, замедляться. При наличии ускоренного класса ценных бумаг (с точки зрения сроков выплаты основного долга – это первый платеж) выплаты основной суммы производятся их владельцам до полного погашения, хотя в соответствии с характеристиками покрытия сроки погашения займов могут доходить до 30 лет. Трасты данного вида чаще всего используются при секьюритизации образовательных кредитов, вторичных ипотек (HELs), кредитов на приобретение оборудования, а также автокредитов.

Revolving trust (возобновляемый траст). Специфичным для данного вида траста является возобновляемый характер покрытия, поэтому в качестве базового секьюритизируемого актива чаще всего выступают задолженность по кредитным картам или банковские кредитные линии. Размеры задолженности по каждому кредиту изменяются каждый раз, когда держатель карты вносит очередной платеж в счет уплаты долга, или определенная сумма списывается со счета должника. Для траста в течение срока его существования характерно разделение на два периода: возобновляемого кредита (или револьверный) и амортизации. В течение револьверного периода инвесторы получают только процентные платежи. Любые платежи в счет погашения суммы основного долга, производимые в этот период держателями кредитных карт, реинвестируются. В период амортизации основная сумма выплачивается либо равными долями в установленный промежуток времени, либо единовременно. С учетом возобновляемой природы покрытия данный вид траста используется при секьюритизации кредитов, выданных по кредитным картам, кредитных линий в рамках вторичной ипотеки.

Master trust. Это эмитент, относящийся к одному из «возобновляемых» типов траста, адаптированный под структурирование сделок по секьюритизации долговых обязательств по кредитным картам. Использование данного вида траста позволяет проводить несколько сделок секьюритизации на основе одного пула карточных счетов (покрытия). К примеру, эмитент может выпустить многотраншевые ценные бумаги, обеспеченные поступлениями по карточным счетам на 500 млн долл. Спустя некоторое время, этот же эмитент может провести еще одну секьюритизацию на ту же сумму, дополнительно передав трасту поступления на соответствующую сумму. Все ценные бумаги, выпущенные к этому моменту, будут обеспечиваться денежными поступлениями на общую сумму 1 млрд долл. В то же время основной долг и избыточный спред могут быть распределены между ценными бумагами, выпущенными одним трастом. Структура возобновляемого master trust имеет весомые преимущества, поскольку позволяет избежать издержек на организацию и обслуживание отдельных трастов на каждую сделку секьюритизации. Кроме того, пул финансовых активов может быть более крупным, а значит, и более диверсифицированным.

Еще один вид эмитента, широко используемый при организации секьюритизации, – это ипотечный кондуит. В мировой финансовой практике под этим понимается общепринятая аббревиатура REMIC (Real Estate Mortgage Investment Conduit). Ипотечные кондуиты используются для эмиссии ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой или коммер-ческой недвижимостью, которые, как правило, выпускаются в несколько классов. В западной практике эти структуры освобождены от налогообложения. В США это возможно при условии, что кондуит учрежден в соответствии с требованиями к REMIC, предъявляемыми Законом о налоговой реформе 1986 г. (Tax Reform Act of 1986). На практике кондуит может быть создан в форме корпорации, партнерства, траста, имущественного комплекса. Приори-тетное покрытие для данного эмитента – это различные классы ценных бумаг, обеспеченные ипотекой (MBS) с последовательной структурой погашения.

Следует также отметить и такую форму организации эмитента, как инвестиционные трасты для секьюритизации финансовых активов (Financial Asset Securitisation Investment Trust – FASIT). Исторически этот вид организации возник в ответ на требования участников рынка кредитных карт обеспечить такой же механизм налогообложения при секьюритизации возобновляемых (револьверных) неипотечных активов, что и при организации REMIC. Инвестиционные трасты используются в тех случаях, когда пул долговых инструментов (поступлений по кредитным картам) уже сформирован. Тогда выпускается один класс доле-вых ценных бумаг (ownership interests), находящийся в собственности корпорации-резидента, и один или несколько классов обыкновенных бумаг с регулярной выплатой процентов (regular interests) и принадлежащий налогооблагаемым корпорациям-резидентам. FASIT не является субъектом налогообложения, так как его активы и обязательства рассматрива

ются как активы и обязательства владельца долевых ценных бумаг. С момента введения этой структуры на рынок, в 1996 г., она используется неактивно и применяется нечасто.

В России в Федеральном законе «Об ипотечных ценных бумагах» предложена кон-струкция SPV, носящая название «ипотечный агент», как приблизительный аналог аме-риканского REMIC. Действующего института траста на сегодняшний день в России не существует, однако, российским аналогом траста можно считать закрытые паевые инвести-ционные фонды (ИЗПИФы). Они одними из первых появились на рынке инструментов рефи-нансирования ипотечных кредитов, а их создание осуществлялось в рамках Закона от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах». Закон предусматривает возможность существования в России двух типов инвестиционных фондов: акционерного инвестиционного фонда и паевого инвестиционного фонда.

Закон прописывает три вида паевых фондов: открытые, интервальные и закрытые. Данная классификация основана на срочности инвестирования. При вложении средств в открытый инвестиционный фонд владелец пая вправе в любой момент требовать от управ-ляющей компании погашения этого пая. В случае с интервальными фондами погашение пая строго ограничено заранее определенными промежутками времени. Владельцы паев закрытых ПИФов могут предъявлять свои паи к погашению только в конце срока действия дове-рительного управления. До этого срока допускаются только сделки с самими паями, которые могут быть размещены на бирже.

В отличие от долгового инвестирования (например, в облигации) лица, приобретающие паи паевых фондов, осуществляют долевое финансирование, а управляющая компания обеспечивает механизм такого финансирования, т. е. регистрирует правила паевого инвести-ционного фонда, осуществляет привлечение средств, выпуск, обслуживание и погашение паев. Каждый пай подтверждает три основных права его владельца:

1) право долевой общей собственности на имущество фонда;

2) право на доходы от управления;

3) право контроля над управляющей компанией, включая право требовать замены такой управляющей компании.

Продажа,

обслуживание.

Хранение

и учет

Рис. 7.3. Модель рефинансирования ипотечных активов с помощью закрытого ипотеч-ного паевого фонда

Источник: [Роббе, Али, 2008, с. 363].

Создание и управление ПИФов – бизнес управляющих компаний, которые регистрируют в Федеральной службе по финансовым рынкам правила доверительного управления ПИФом и осуществляют выпуск его паев. По общему правилу, все ПИФы должны быть наделены достаточным капиталом, а выпуск паев может быть размещен на бирже. В зависимости от активов, в которые могут быть проинвестированы средства фонда, ПИФы делятся на паевые инвестиционные фонды акций, облигаций, смешанные, индексные, венчурные, фонды недвижимости и ипотечные фонды. В силу того, что ликвидность разных классов активов значительно отличается, в отдельные виды активов, как правило, инвестируют исключительно закрытые паевые инвестиционные фонды.

Структура организации закрытого ипотечного ПИФа во многом схожа с моделью ипо-течных сертификатов участия, рассмотренных нами ранее . Если покрытие ипотечных сер-тификатов участия формируется из прав требования по ипотечным кредитам (займам и закладным), закрытый ПИФ может быть также сформирован не только денежными сред-ствами, но и другими активами (рис. 7.3).

Инвестор – покупатель ABS

В случае ипотечного инвестиционного фонда применяется общее правило обеспечения фонда деньгами инвесторов. После этого управляющая компания приобретает закладные у одного или нескольких владельцев.

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

Если обратиться к западной терминологии, инвесторами называются держатели сер-тификатов (certificate holders), которыми признаются собственники секьюритизируемого покрытия, приобретающие в форме ABS право на получение генерируемых им платежей пропорционально долям в исходном пуле финансовых активов.

В качестве инвесторов могут выступать институты, включая государство, пенсионные фонды и страховые компании. Инвесторами могут быть фонды взаимного, коллективного инвестирования и паевые инвестиционные фонды, преследующие различные цели.

По общепризнанной в мировой практике классификации в соответствии с целью инве-стирования выделяются три типа инвесторов: спекулянт-арбитражер (trading), инвестор, рассчитывающий на получение процентной маржи (net interest spread), и инвестор, ставящий целью получение совокупного дохода (total return). Каждый из таких типов инвесторов оценивает приоритет временного горизонта по-разному: это краткосрочные сделки купли- продажи спекулянта и игра «вдолгую» для последнего типа инвестора. Очевидно, что степень принятия риска и требуемый уровень доходности у разных категорий инвесторов будут различны. Спекулянт и арбитражер изначально восприимчивы к риску (risk-taker) в отличие от несклонного к риску консервативного инвестора (risk-averse), предпочитающего дол-госрочную перспективу. Однако каждый из инвесторов в той или иной степени обнаруживает для себя интерес к структурированным бумагам. К примеру, ценные бумаги типа CBO (Collateralized Bond Obligations) или CDO (Collateralized Debt Obligations) возникли на рынке как результат деятельности «охотников» за процентной маржой. В целом модель суборди-нированного финансирования, предполагающая создание траншей ценных бумаг, рассчиты-вается на определенную категорию инвесторов.

Активность инвесторов можно оценить, исходя из рыночных предпочтений. Большин-ство инвесторов представлено только на рынке старших (или несубординированных) бумаг, тогда как лишь небольшой процент инвестиционного рынка (10 %) заинтересован в младших, субординированных, инструментах рынка. Около 20 % операторов рынка активны на обоих сегментах рынка. Можно проанализировать инвесторов по рынку обращения бумаг. Практически равный интерес компании проявляют к новым выпускам и уже выпущенным бумагам на вторичном рынке.

В различных государствах имеются отличия в составе эмитентов корпоративных бумаг. Например, во Франции значительную их долю составляют выпуски государственных или контролируемых государством компаний. В Швеции они выпускаются в основном муни-ципальными предприятиями и учреждениями ипотечного кредита, в Германии – почтовой службой. В США и Канаде их эмитентами являются финансовые компании, а основными инвесторами – юридические лица. В Европе это преимущественно банки и инвестиционные институты (финансовые и страховые компании, а также пенсионные фонды). Исключение составляет Испания, где выпускаются низкономинальные коммерческие бумаги от 2 тыс. долл. и более. Поэтому среди их покупателей большую долю составляют физические лица.

Практика показывает, что до 70-80 % всех коммерческих бумаг размещаются через финансовых посредников, в том числе через коммерческие и инвестиционные банки и спе-циализированные инвестиционные институты, которые выкупают их у эмитентов и размещают среди инвесторов по другой, более высокой цене. Данная деятельность достаточно монополизирована. В частности, в США на долю финансовых посредников приходится до 90 % всех выпусков национальных коммерческих бумаг.

Без преувеличения можно сказать, что успех секьюритизации по большей части зависит от того, какой рейтинг будет присвоен эмитированным бумагам . Ведь в конечном итоге рейтинг будут оценивать инвесторы, взвешивая все «за» и «против» покупки бумаг типа ABS.

Рейтинговое агентство

Для успешной реализации схемы секьюритизации необходимо получение достойного рейтинга для новых ценных бумаг. Очевидно, что если высокий рейтинг не будет обеспечен, то на долговые обязательства целевой компании может не найтись покупателей. Классифи-кацией и присвоением рейтинга обеспеченным ценным бумагам занимаются международные рейтинговые агентства: Moody’s, Standard & Poor’s, Fitch IBCA. Наиболее заметен здесь вклад рейтингового агентства Fitch IBCA, которое проводит оценку и присваивает кредитный рейтинг целому ряду сделок с ценными бумагами, обеспеченными жилищной ипотекой, коммерческой недвижимостью, платежами по лизингу и другими активами .

В ходе рейтингового исследования проводится оценка по трем фундаментальным аспектам кредитных рисков: кредитоспособность обеспечения, финансовая структура ценной бумаги и юридическая независимость эмитента. Используемая для присвоения рейтингов методология также предусматривает анализ по количественным и качественным параметрам.

В большей или меньшей степени рейтинги каждого из агентств будут основываться на рассмотрении следующих характеристик:

1. Вероятность неплатежа и готовность должника к выплатам в срок текущих процентов и возврату основной суммы в соответствии с условиями облигации.

2. Природа и обеспечение обязательства.

3. Г арантия исполнения обязательства и положение владельца обязательства среди других кредиторов в случае банкротства, реорганизации или других трансформаций, регулируемых законами о банкротстве и иными законами, защищающими права кредиторов.

В частности, при присвоении ценной бумаге того или иного рейтинга учитывается суверенный рейтинг страны, который означает способность суверенного государства испол-нять свои долговые обязательства. Ключевые категории анализа каждого из рейтинговых агентств включают политическую и социальную стабильность, экономическую систему и уровень жизни, налоговую политику и гибкость бюджета, размер публичного долга и уровень его обслуживания, денежную политику и размер инфляции. Так, присвоение России инвестиционного рейтинга каждым из трех мировых рейтинговых агентств стало очевидным барометром инвестиционной привлекательности страны для иностранных инвесторов.

В общем случае кредитный рейтинг представляет собой текущую оценку кредитоспо-собности 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 получаемой рейтинговым агентством из других источников, рейтинг может быть изменен, приостановлен или отозван в результате изменения или недействительности предоставленной информации или в случае других обстоятельств.

Процесс присвоения рейтинга берет свое начало с изучения финансового состояния и корпоративных характеристик инициатора и сервисной компании с целью выяснения их кре-дитной истории и условий ведения бизнеса. При оценке экономической целесообразности сделки секьюритизации для инициатора 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 при-своение ему так называемого рейтинга сервисного агента (servicer rating). Данный рейтинг дает некоторое представление о предполагаемом качестве исполнения сервисным агентом своих функций по обслуживанию пула, а также используется при определении окончатель-ного уровня субординации.

3. Анализ платежных потоков по сделке, включающий в себя построение финансовой модели платежных потоков, сопряженных с пулом активов, с учетом установленной очеред-ности 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 кре-дитного качества производится для каждого актива, а его методология включает целый ряд параметров, в том числе вероятность дефолта (default probability) и величину потерь (loss severity).

В целом подходы, используемые рейтинговыми агентствами для оценки обеспеченных ценных бумаг, эмитированных в рамках секьюритизации, отличаются от используемых для анализа иных типов облигаций. Принципиальное отличие заключается в том, что обязатель-ства корпораций рейтингуются ex post (оценка уже исполненного обязательства), в то время как ABS рейтингуются ex ante (оценка будущего исполнения). Поэтому для проведения рей-тинговым агентством оценки корпоративного долга аналитик рассматривает возможность лица погашения своего обязательства. В ситуации с рейтингованием при секьюритизации учитывается структура сделки, специально разработанная для удовлетворения требований рейтинговых агентств. Рейтинги обеспечиваются признанными организациями, осуществ-ляющими кредитную оценку по запросам участников рынка – Recognized External Credit Assessment Institutions (ECAI).

7.2. Цели секьюритизации и мотивация инициатора сделки

Определение целей и задач сделки секьюритизации предваряет работу над ее структу-рированием. Для компании-оригинатора мотивацией может служить одна или несколько из приводимых ниже причин:

• снижение издержек по обслуживанию долга, экономия на стоимости привлекаемого финансирования;

• высвобождение капитала (capital relief) в связи с требованиями ЦБ РФ по созданию банковских резервов;

• дополнительный доход от арбитража в результате положительной разницы между доходностью секьюритизируемых активов и стоимостью фондирования;

• репутация, выход на международный рынок капитала, установление связей с ино-странными инвесторами;

• улучшение показателей финансовой устойчивости за счет большей диверсификации финансирования;

• разделение рисков между сторонами сделки.

В общем случае секьюритизация является способом решения различных долгосрочных стратегических задач. К примеру, банк-оригинатор может осуществить секьюритизацию в рамках общей стратегии, направленной на активизацию деятельности по выдаче кредитов, которые без использования секьюритизации не могут быть проданы или сохранены на балансе. Однако далеко не всегда использование секьюритизации приводит к ожидаемым результатам, если масштаб оригинатора не соответствует объему требуемого финансиро-вания. Кто в таком случае является целевым инициатором в программах секьюритизации? Кому это выгодно и кто может себе позволить ее проведение?

Существует дилемма применимости секьюритизации в бизнес-среде, которую можно назвать проблемой двойственности. С одной стороны, секьюритизация – это новый источник финансирования, альтернативный канал банковскому кредитованию, и в этом смысле он привлекателен тем субъектам хозяйственной деятельности, для которых традиционное бан-ковское финансирование оказывается закрыто или затруднено (высокие ставки, требования дополнительных залогов). К таким предприятиям по большей части относятся предприятия малого или среднего бизнеса. С другой стороны, организация секьюритизации – мероприятие весьма дорогостоящее. Постоянные высокие расходы на ее проведение – своего рода входной билет на рынок структурированного финансирования. Предприятиям с небольшим оборотом это может оказаться не под силу.

Для банков с высоким рейтингом секьюритизация может быть менее привлекательна по сравнению с традиционными источниками финансирования в силу меньшего эффекта от арбитража: первоклассный заемщик обладает высоким кредитным рейтингом, что позволяет ему привлекать средства напрямую на рынке капитала на выгодных условиях. Правда, издержки на организацию для таких заемщиков (если речь идет о крупных предприятиях) существенно ниже, что может оправдать ее проведение. Поэтому мотивом использования секьюритизации для первоклассных заемщиков служит другое ценовое преимущество: эко-номия за счет уменьшения расчетной стоимости собственного капитала.

Существует минимально необходимый объем секьюритизации, рассчитываемый экс-пертами на уровне 100 млн долл., ниже которого проведение секьюритизации считается нецелесообразным. Эффективность в случае привлечения средств свыше этого критического уровня достигается за счет возникающей экономии на масштабе, когда доля постоянных затрат нивелируется с увеличением стоимости сделки.

В зависимости от целей и задач инициатора выбираются вид и модель секьюритизации (об этом шла речь в гл. 5). При прочих равных условиях если инициатор располагает дешевыми и стабильными источниками рефинансирования и ставит целью уменьшить кре-дитный риск своего портфеля, то самым эффективным инструментом здесь будет выступать синтетическая секьюритизация, как модель более быстрого и гибкого структурирования сделки.

Так, синтетическая секьюритизация используется в случае, когда инициатор не хочет сталкиваться с правовыми ограничениями, которые имеют место в связи с традиционной секьюритизацией, не имеет права передать свои активы третьей стороне, хочет поддерживать отношения с соответствующими должниками (клиентами) или хеджировать свои кредитные риски, связанные с собственными активами, и не нуждается при прочих равных условиях в дешевом финансировании. В противном случае инициатор секьюритизации скорее всего будет использовать традиционную модель секьюритизации с продажей активов и полной передачей рисков, с ними связанных, третьей стороне.

Во многом выбор между традиционной и синтетической секьюритизациями зависит и от категории инициатора, характера и специализации бизнеса продавца активов. Для банков и других финансовых компаний (лизинговых, факторинговых, страховых) обращение к традиционной модели секьюритизации позволяет высвободить капитал, используемый для покрытия рисков; а для нефинансовых компаний продажа активов улучшает соотношение заемного и собственного капитала. Синтетическая секьюритизация не улучшает соотношение собственного и заемного капитала для компании, зато может использоваться теми компа-ниями, которым не разрешено уступать свои активы в целях финансирования и хеджирования кредитных рисков. В соответствии с Базелем I финансовые институты, в первую очередь банки, чаще всего используют синтетическую секьюритизацию для хеджирования кредитных рисков и выполнения требований достаточности капитала. Базель II при этом позволяет каждому банку использовать внутренние рейтинги определения капитала для покрытия рис- ков .

Не все компании заинтересованы в привлечении новых инвесторов. Так, отдельные юрисдикции запрещают страховым компаниям инвестировать в корпоративные облигации, даже если эмитент имеет высокий кредитный рейтинг [Роббе, 2008]. Кроме того, эта схема может обойтись компании не столь дорого, как традиционная модель секьюритизации. Тра-диционная модель секьюритизации имеет множество правовых ограничений, связанных с передачей активов, поэтому и обходится дороже синтетической секьюритизации. В то же время именно традиционная секьюритизация позволяет инициатору получить более дешевое финансирование путем обособления риска определенного пула активов от рисков ини-циатора.

С точки зрения эмитента, секьюритизация может рассматриваться либо как продажа, либо как заем – источник заемного финансирования. В силу двойственности природы секью-ритизации мотивация эмитента может объединять свойственные обеим формам граждан- ского-правовых отношений аспекты, включая финансовые, нормативные, налоговые, бух-галтерские и стратегические вопросы. Финансовая мотивация обусловлена экономической выгодой от секьюритизации . Экономическая целесообразность проведения сделки под-тверждается, если выгоды от ее реализации (экономия на привлечении средств, приобретение кредитной истории с выходом на международный рынок капитала, репутационный эффект) перекрывают расходы на ее организацию и проведение.

Дилемма, возникающая перед эмитентом: продавать активы напрямую или секьюрити-зировать их. Основным преимуществом прямой продажи активов является передача рисков на покупателя (продавец при этом продолжает отвечать за передачу и надлежащее качество предмета сделки). Кроме того, издержки от прямой продажи при прочих равных условиях ниже расходов на секьюритизацию (весомая составляющая постоянных расходов).

При оценке сделки как продажи необходимо, чтобы входящие потоки по секьюритиза-ции, с учетом рыночной стоимости и кредитного качества сохраняемого эмитентом класса, были больше, чем выручка от прямой продажи активов (прав требования). Этому способ-ствует однородность пула активов, стандартность сделки и ликвидность обеспечения. Про-данные в ходе секьюритизации активы замещаются в балансе инициатора выручкой от их продажи, а компания приобретает дополнительную ликвидность, которую она может напра-вить на один из следующих проектов финансирования.

• Новые кредиты или реинвестирование в материальные активы. Если доход от такого вложения окажется выше, чем доход прошлого периода от проданных активов, это означает увеличение рентабельности собственного капитала и стоимости компании.

• Погашение долга, возврат заемного капитала, привлеченного в прошлые периоды. Мера способствует сокращению валюты баланса и высвобождению собственного капитала.

• Одновременное привлечение новых кредитов с погашением прошлого долга, что, очевидно, приведет к определенным изменениям в балансовых показателях компании.

При интерпретации сделки как формы финансирования эмитент должен определить, является ли эмиссия ABS с учетом связанных с ней издержек более привлекательным спосо-бом привлечения средств по сравнению с выпуском корпоративных долговых обязательств или акций. Необходимо знать, в какой мере в конечном итоге секьюритизация отразится на общем профиле риска. Если ценные бумаги, эмитируемые в результате секьюритизации, обладают более высоким кредитным рейтингом или по иным, сравнимым с обычными дол-говыми обязательствами эмитента, показателям отличаются меньшим уровнем риска, прове-дение секьюритизации оправданно: высокое кредитное качество приведет к снижению сто-имости привлекаемых ресурсов заемщика.

Большинство целей секьюритизации раскрывают присущие ей преимущества. Во-пер-вых, сделка секьюритизации может значительно снизить издержки оригинатора, долговые ценные бумаги которого либо имеют рейтинг ниже инвестиционного уровня, либо вообще не имеют рейтинга. Секьюритизация является особенно прибыльной в том случае, когда сто-имость финансовых активов, отраженная в процентной ставке, необходимой для привлечения инвесторов и приобретения ими ценных бумаг SPV, не превышает стоимость иных, прямых источников финансирования оригинатора. Более низкая стоимость финансовых активов SPV переходит к оригинатору посредством продажи прав требования оригинатора по более высокой цене. Целью секьюритизации, таким образом, является получение дешевых источ-ников финансирования на фондовом рынке путем отделения всех или части прав требования от рисков, связанных с деятельностью оригинатора. Во-вторых, секьюритизация позволяет увеличить объем заимствований, преодолев ограничение отношения заемного капитала к собственному и высвободив собственный капитал для новых инвестиций. Как отмечалось ранее, для банков кредиты, отчужденные с баланса, не учитываются при расчете нормативов достаточности собственного капитала, ликвидности и максимального риска на одного заем-щика. В-третьих, секьюритизация помогает расширить круг инвесторов, готовых вкладывать средства в активы обеспечения. Таким образом, компания может неограниченно увеличивать объемы выдачи кредитов без чрезмерного увеличения своего баланса. Наконец, для оригинатора это передача кредитного риска. Если при традиционном кредитовании компания сохраняет на своем балансе кредитный риск в полном объеме, то секьюритизация активов позволяет его отделить и передать другим сторонам, которые могут лучше согласовать его с характером собственных операций и потому более эффективно им управлять.

Инициатор принимает на себя риск первых потерь (first-loss absorption):

• Провайдер кредитной защиты (credit enhancer) покрывает чрезвычайные риски, свя-занные с наступлением неблагоприятных обстоятельств (second-loss absorption).

• Оставшиеся риски по сделке принимают на себя инвесторы (third-loss absorption).

На мой взгляд, исчерпывающую классификацию секьюритизации по целям участников

дает Ханс Бэр, разделяя ее по следующим функциям:

• секьюритизация активов для собственных нужд (банки как инициаторы секьюрити-зации собственных финансовых активов);

• участие в секьюритизации, организованной третьими лицами (банк в роли провай-дера кредитной поддержки, обеспечителя ликвидности, контрагента по сделкам своп, инве-стора, трасти как доверенного лица инвестора, продавца и андеррайтера ABS);

• секьюритизация активов как одна из форм финансовой услуги (предлагается корпо-ративным клиентам банка; банки выступают в роли консультантов и организаторов, струк-турирующих сделку, спонсоров и администраторов программ с участием нескольких про-давцов);

• сочетание секьюритизации активов с другими финансовыми инструментами (для собственных нужд и в качестве услуги третьим лицам).

Для некоторых классов активов (кредитных портфелей) рынок секьюритизации имеет отработанные механизмы работы, существуют организации, готовые приобретать финансо-вые активы компании для последующей секьюритизации. С точки зрения построения стра-тегии может быть целесообразно продолжение проведения сделок секьюритизации активов даже тогда, когда это приносит незначительные выгоды по сравнению с прямой продажей кредитов.

7.3. Отбор активов в пул, анализ и оценка качества портфеля

Как мы убедились ранее, секьюритизировать можно различные виды активов: ком-мерческие кредиты, задолженность по кредитам, лизинговые платежи и даже будущие поступления от доходов с продаж музыкальных записей известных исполнителей. Модель секьюритизации и структура сделки также могут быть различными в зависимости от целей интересанта финансирования. Несмотря на то, что базовые активы различны, существуют общие требования к портфелю:

• способность генерировать денежные потоки;

• минимальный риск просрочки и дефолта по активам портфеля;

• региональная диверсификация;

• низкий удельный вес отдельного актива в общем портфеле;

• однородность активов;

• возможность уступки прав требования по активам портфеля третьему лицу;

• независимость кредитора от инициатора секьюритизации.

При анализе возможностей секьюритизации портфеля особое внимание обращается на то, чтобы секьюритизируемые активы:

• были хорошо сбалансированы и диверсифицированы по географическому признаку, количеству и виду клиентов, секторам экономики;

• могли достаточно свободно продаваться и передаваться с точки зрения законодатель-ства данной юрисдикции (так, в Италии, Франции, Японии и ряде государств Азии в ряде случаев необходимо получать согласие должника);

• приносили постоянный и стабильный поток денежной наличности, структура кото-рого в основном должна совпадать со структурой выплат по обязательствам;

• обладали достаточно высоким рейтингом.

Наконец, требуется, чтобы сделка была «нейтральной» с налоговой точки зрения. Иными словами, должны, по возможности, отсутствовать регистрационные или иные сборы, а также «двойное» налогообложение по оборотным налогам.

7.3.1. Активы, пригодные для секьюритизации

Считается, что секьюритизируемые активы должны быть пригодными для секьюрити-зации (eligible asset) , а значит, должны удовлетворять заданной системе отбора. Оценка активов для последующей секьюритизации проводится по многокритериальному принципу, а система критериев отбора активов (eligibility criteria) включает элементы как количественного, так и качественного анализа.

Система критериев представляет собой механизм защиты от кредитных рисков созда-ваемой структуры и отражает важнейшие характеристики секьюритизации:

• Прогнозируемость и вычисляемость будущего денежного потока:

° формы платежных потоков (процентные и капитальные платежи);

° срочность актива (синхронизация входящих и исходящих потоков платежей).

• Юридическая уступаемость активов.

• Физическая делимость и распознаваемость активов.

• Минимально необходимый объем сделки.

• Диверсифицированная структура долга.

В соответствии с критериями отбора устанавливается географическое распределение должников, максимальный размер долга на одного заемщика, срок, или возраст, актива (про-должительность существования денежного требования на момент его уступки). Используются понятия «старение» (aging ) или «выдержка» (seasoning) активов, которые отражают как долго существует секьюритизируемый актив и как долго должник осуществлял платежи и выполнял иные обязательства по активу до его секьюритизации.

При оценке кредитного качества секьюритизируемого портфеля важно наличие в сделке ковенанта, револьвера и его условий, прочности структуры сделки, доходности портфеля, правильно оформленной документации как самой сделки, так и секьюритизируемых активов. Все в совокупности будет так или иначе определять цену финансирования.

Вычисляемость и прогнозируемость будущего денежного потока. Денежные потоки должны с известной периодичностью генерировать денежный поток, который должен быть хорошо прогнозируем и поддаваться оценке. Если подобной характеристикой активы в явном виде не обладают, необходимо учитывать особенности денежного потока по обеспечению в структуре сделки. Стабильность денежного потока и структура входящих (cash-in) платежей зависит от вида актива. Одни активы порождают только процентные или капитальные платежи (договоры лизинга, торговые контракты), другие (ипотека, потребительские кредиты, задолженность по кредитным картам) генерируют и процентные и капитальные потоки платежей. Для активов, не производящих процентные платежи, структурирование сделки предполагает создание соответствующего потока платежей для синхронизации исходящих потоков в части процентных и капитальных выплат инвесторам ABS.

Помимо синхронизации входящих и исходящих денежных потоков, необходимо согла-совать срочность структуры, соотнеся платежи по базовому активу с выплатами по ценным бумагам. Так, если обеспечением по сделке выступают 2-3-месячные торговые контракты или даже 6-месячная задолженность по кредитным картам, придется подгонять под этот срок структуру рефинансирования, либо удлинять (усреднять) срочность базового актива. На практике в этом случае эмитированные ABS конвертируют в новые выпуски ценных бумаг или искусственно удлиняют средний срок жизни секьюритизируемых активов посредством возобновляемой (револьверной) покупки новых требований. Для этого необходимо, чтобы вновь приобретаемые активы удовлетворяли жестким критериям отбора, заранее преду-смотренным в договоре, а стандарт качества поддерживался бы в результате постоянного мониторинга рейтингового агентства.

Основу прогноза будущего потока платежей составляет анализ исторического поведе-ния активов. Платежные характеристики актива оцениваются как в части отраслевой специ-фики портфеля, его географической диверсификации и концентрации на заемщике, так и с точки зрения бизнес-деятельности компании-инициатора . На основе полученной инфор-мации определяются факторы влияния, необходимые для идентификации узких мест (bottle neck) обеспечения, оценки степени воздействия определенных событий, обстоятельств и сторон договора по базовому активу (event risk) на поведение актива. Расчет статистических показателей (частоты неплатежей и времени наступления дефолта (frequency and timing of default), а также размера потерь (loss severity) производится путем сценарного моделирования (simulation). Моделируя поведение активов с использованием статистических методов, можно спрогнозировать будущий поток платежей, предполагая, что историческая частота дефолтов и неисполнения по суммам и срокам сохранится в будущем. На практике для расчета будущих значений используются вероятностный анализ, экстраполяция и метод стоха-стической симуляции Монте-Карло.

Прогноз потока платежей необходим рейтинговому агентству для оценки качества секьюритизируемых активов и присвоения достойного рейтинга выпускаемым ABS, соот-ветственно. Эта информация требуется и провайдеру кредитной защиты (credit enhancer) по сделке для определения вида и размера дополнительного обеспечения, и организатору сделки (инвестиционному банку). Имея представление о будущем входящем потоке платежей, можно сконструировать оптимальный механизм структурирования, рассчитать эффективную стоимость ценных бумаг, определив точную рыночную нишу и способ их размещения.

Юридическая уступаемость активов. Передача денежных требований по секьюри-тизируемому активу – основа механизма секьюритизации. Без уступки прав требования про-ведение секьюритизации поставлено под угрозу. Уступка прав требования по секьюритизи-руемым активам допустима, если она не запрещена законом, договором между должником и кредитором или не поставлена в зависимость от согласия должника. На практике уступка требования оказывается не всегда возможной в силу существующего запрета, предусмот-ренного в соглашении между должником и кредитором. Более того, уступка имеет законную силу, если она не обременена обязательствами третьих лиц. Для решения проблемы уступа- емости банки – инициаторы секьюритизации стали включать в кредитные договоры условия о допустимости уступки. Такая практика широко применяется в США и Великобритании. Известны примеры, когда банки письменно информируют своих клиентов о планах по секьюритизации активов.

Физическая делимость и распознаваемость активов. Помимо юридических оснований для передачи активов в рамках секьюритизации не менее важным является вопрос физического отделения финансовых активов от остального портфеля компании-инициатора. Если уступаемые активы не могут быть отделены от других активов, остающихся у иници-атора, возникает так называемый риск смешения активов (commingling risk). Это усложняет выяснение юридической принадлежности денежных средств и затрудняет немедленное изъ-ятие уступленных активов. Как результат – возможна задержка выплат по ценным бумагам.

В целях минимизации риска смешения используются специальные счета, или lock box accounts, на которые инициатор направляет поступающие по активу платежи в течение уста-новленного срока (24 или 48 часов). Подобная практика используется обычно, если рейтинг инициатора секьюритизации ниже рейтинга ABS. В таких случаях рейтинговые агентства исходят из предпосылки, что инициатор может быть признан банкротом после начала сделки. Если же денежные средства перечисляются на специальные счета инициатором не сразу, а в течение определенного (продолжительного) времени, возникает риск невозможности быстрого получения этих средств из конкурсной массы банкрота. Поэтому секьюрити-зируемые активы должны быть распознаваемы в общем портфеле инициатора, для чего они маркируются в используемой компьютерной программе.

Для того чтобы иметь возможность отслеживать, какие именно активы включены в покрытие, обеспечивающие облигации эмитента, эмитент должен вести реестр (залоговый реестр), в котором учитываются все секьюритизируемые активы. Такая регистрация приоб-ретает особое значение в случае банкротства эмитента. В различных юрисдикциях суще-ствуют различные подходы к учету активов, регистрации и управлению залоговым реестром. Типы покрытия квалифицируются по-разному, в зависимости от существующих законода-тельных ограничений в адрес эмитента и гибкости формирования покрытия.

Отделение секьюритизируемых активов от совокупного портфеля компании-инициатора и последующее раздельное управление требованиями требует высокого качества техно-логического обеспечения. К слову, именно развитие компьютерных технологий стало одним из «локомотивов» прорывного роста сделок секьюритизации на современном этапе ее раз-вития: благодаря удобным компьютерным программам разнокалиберные ипотечные ссуды суммировались в пул, после чего делились на стандартизированные ипотечные продукты. Используемая в ходе реализации и мониторинга сделки компьютерная программа должна предоставлять историческую информацию об активах, идентифицировать включенные в пул активы и отделять информацию о них от информацию о других, несекьюритизированных активов, генерировать отчеты о состоянии секьюритизируемых активов, как общего плана, так и по заданному критерию выборки.

Минимально необходимый объем сделки. Секьюритизация активов применяется для весьма существенных объемов финансирования. Средний объем эмиссии коммерческих ценных бумаг в США составляет 100 млн долл. Условие столь значительного объема сделки оправдано высокими трансационными издержками по сделке – это услуги юристов и аудит, налоговая экспертиза и услуги оценщиков, присвоение рейтинга. Это постоянные расходы, которые не зависят от размера сделки, а потому при большем объеме удельный вес расходов будет относительно меньшим за счет экономии на масштабе.

Поэтому существует некий критический объем сделки секьюритизации, минимально необходимый для ее экономической целесообразности. В США этот минимум начинается с 80 млн долл. В сделке секьюритизации с несколькими продавцами активов (multi-seller, multi-originator), расходы будут распределяться между участниками, что позволит снизить минимальную границу «входа» на рынок. На каждого инициатора в этом случае может при-ходиться до 20 млн долл.

Диверсифицированная структура долга. Большое число должников в секьюритизи-руемом пуле активов рассматривается как негативный фактор, который может привести к большей частоте дефолтов. Если вероятность невозврата увеличивается, это, в свою очередь, означает больший риск портфеля. Для снижения риска пул должен состоять из должников, представляющих разные регионы (географическая диверсификация), отрасли экономики (отраслевой поиск) и включать максимально возможное число должников. Диверсификация способствует снижению несистематического или специфического риска, определяющегося надежностью заемщика.

Риски. В процессе присвоения рейтингов сделкам секьюритизации производится анализ четырех основных категорий рисков – кредитных (отражающих качество залоговых активов), структурных (связанных с процессом движения денежных средств от конечных заемщиков к инвесторам), страновых и правовых. Присвоение рейтингов российским сделкам секьюритизации осложняется тем, что секьюритизация – новое правовое явление в России, а также тем, что классы активов, составляющие основу секьюритизации, имеют короткую историю. В результате уступки активов юридически самостоятельной и экономически независимой финансовой структуре (SPV) надежность активов не зависит более от состояния и уровня общего предпринимательского риска инициатора (забалансовое, или внебалансовое, финансирование (off-balance sheet finance)).

7.3.2. Эталонный портфель

Оценка качества финансовых активов чрезвычайно важна для последующей секьюри-тизации и предполагает отбор наилучших из них . Этот процесс получил в мировой прак-тике название cherry picking, что буквально означает «сбор сливок». К примеру, во Франции Закон о секьюритизации от 23 декабря 1988 г. № 88-1201 (Loi Titrisation) прописывает, что в целях секьюритизации могут быть использованы только активы хорошего качества. Не применяется Закон к оригинаторам, которые хотели бы списать с баланса безнадежные или сомнительные долги. Вместе с тем, продавая исключительно активы высокого качества, баланс компании-продавца становится не столь привлекательным для будущего кредитора. С другой стороны, «избавляясь» от плохих активов инициатор не сможет достойно оценить эти активы, получив высокий рейтинг в сделке для привлечения финансирования по выгодной для него низкой ставке. Поэтому на практике инициатор секьюритизации ориентируется на определенный рейтинговыми агентствами стандартный (эталонный) пул (benchmark pool).

7.3.3. Кредитный рейтинг

Рейтинговое агентство проводит оценку общего состояния инициатора (feasibility study), выясняя экономическую целесообразность сделки, и делает экспертизу общей юридической и финансово-экономической деятельности (due diligence). Абсолютному большинству обеспеченных бумаг присваивается инвестиционный рейтинг (Triple-A и Double-A). Так, до кризиса на американском рынке инструментов с фиксированной доходностью из 95 % от общего числа размещенных ABS имело наивысший рейтинг ААА/Aa. Для сравнения всего 50 % от числа обращающихся корпоративных облигаций имело инвестиционный рейтинг уровня А.

Оценка финансовых активов будущей секьюритизации – вопрос принципиальной важ-ности в ходе присвоения рейтинга выпуска. Оценивая характеристики финансовых активов, предназначенных для включения в пул, рейтинговыми агентствами определяется требуемый размер дополнительного обеспечения (credit enhancement) для бумаг эмитируемого уровня надежности. Размер дополнительного обеспечения характеризует уровень риска по секью-ритизируемому пулу и для каждого класса активов он отражает особенности того или иного вида обеспечения. Для любого из базовых активов существуют свои стандарты и методики оценки. Так, в случае ипотечных кредитов рейтинговые агентства проверяют каждый из них с точки зрения географической диверсификации, типа заложенной недвижимости, вида кредита и цели его предоставления, изучается договор страхования собственника, а также род его занятий и образование. Помимо базового актива способы повышения кредитного качества зависят и от структуры сделки. Здесь можно выделить внутренние и внешние механизмы защиты .

В ходе анализа рейтинговые агентства определяют сумму, достаточную для покрытия убытков как произведение частоты обращения взыскания (foreclosure frequency) на расчетную величину потерь (loss severity). Частота обращения взысканий (дефолтов) отражает долю кредитов в пуле, обязательства по которым не будут исполнены в течение срока сделки. Прогнозируемый размер убытков отражает размер ожидаемых потерь, которые могут быть понесены в ходе сделки, при обращении взыскания в случае дефолта или при продаже про-блемных кредитов. Под убытками понимаются все невозвращенные суммы после обращения взыскания или продажи кредита, включая издержки при ликвидации, а также начисленные, но не выплаченные заемщиком проценты.

Выявляются негативные события, которые могут привести к потерям по портфелю (loss/default triggers). Составляется перечень триггеров и определяются временные рамки наступления данных негативных событий. Для этого проводится стресс-тестирование порт-феля.

Помимо общих факторов анализа, применимых ко всем типам покрытия, существуют специфичные параметры оценки, характерные для каждого отдельного обеспечения. Так, для ипотечных бумаг это прежде всего показатели досрочного погашения и условия кредита.

• Досрочные возвраты, или досрочное погашение долга. Особенность, характерная для ценных бумаг, обеспеченных ипотечными, реже – другими, неипотечными кредитами. Воз-никает в случае, если заемщик принимает решение реализовать свое право на досрочное погашение кредита. Такая возможность прописывается в условиях кредитного договора, однако, поддерживается далеко не всеми банками. В ряде случаев в договоре фиксируется запрет на досрочное погашение кредита и предусматриваются соответствующие штрафные санкции.

• Вероятность просрочки и неисполнения обязательств по кредиту/активу (дефолт). Кредиты, по которым имеет место просрочка платежа, считаются просроченными, при этом качество просроченной задолженности оценивается в зависимости от продолжительности задержки и измеряется количеством дней с даты наступления срока платежа. В западной практике просроченная задолженность со сроком более 60 или 90 дней считается сомнительной. По некоторым кредитным продуктам такой срок задержки классифицируется как дефолт заемщика. Дефолт заемщика влечет за собой инициацию процедуры возмещения убытков. Для исполнения обязательств по обеспеченным бумагам сервисная компания (servicer) обращает взыскание на имущество должника (foreclosure). Разница между суммой невозвращенного долга и размером возмещения (за вычетом судебных издержек) характе-ризует размер убытков (severity of the loss) .

В анализ включаются такие параметры, как WAC, WAM, рассмотренные в гл. 5. Кроме того, для оценки денежных потоков, генерируемых покрытием, учитывается средневзвешен-ный возраст кредита (Weighted-Average Loan Age – WALA) и средневзвешенный возраст кредита на момент формирования пула (weighted average long term at origination).

Проиллюстрировать процесс формирования пула можно на процедуре создания пулов от американских государственных ипотечных агентств, на примере Fannie Mae. На первом этапе ипотечные кредиты с фиксированной процентной ставкой собираются в единый пул. Требованием Fannie Mae в этой части является ограничение по разнице в процентных ставках (разброс процентных ставок не должен превышать 250 базисных пунктов). Далее дилеры продают выпущенные агентством MBS инвесторам. Это сертификаты, выпускаемые в бездокументарной форме, которые на момент выпуска удостоверяют право на получение 1 тыс. долл. основного долга по ипотечным кредитам, составляющим ипотечное покрытие. Погашаются MBS также в безналичной форме. Уполномоченный банк (платежный агент по сделке – Federal Reserve Bank of New York) осуществляет ежемесячные электронные переводы сберегательным организациям, действующим по поручению зарегистрированных держателей ценных бумаг.

В классификации международных рейтинговых агентств критерии пригодности активов делятся на обязательные требования, без соблюдения которых осуществление секью-ритизации в принципе невозможно, и желательные, отсутствие которых хотя и не препят-ствуют сделке, но вместе с тем усложняет ее проведение.

В число обязательных условий пригодности активов отдельные эксперты предлагают включать минимальную срочность требований, составляющую не менее одного года, и пол-ную амортизацию кредитных требований до момента погашения ценных бумаг. Вместе с тем справедливости ради следует отметить, несмотря на то что секьюритизация относится к долгосрочным инструментам, краткосрочные требования секьюритизируются, а также тре-бования с истекшим сроком исполнения без амортизации, в том числе требования по кре-дитным картам или дебиторская задолженность по торговым операциям. К примеру, Закон о секьюритизации Казахстана от 2006 г. предъявляет определенные требования к сделкам секьюритизации, устанавливая на законодательном уровне требования к секьюритизируемым активам.

Выставляя рейтинг облигационному выпуску, рейтинговые агентства оценивают степень диверсификации активов. Существуют специальные тесты, позволяющие установить степень подобной диверсификации, получившие название тестов качества (quality tests). Тесты качества могут быть успешно пройдены, если обеспечение имеет минимально необходимую диверсификацию активов, минимально средневзвешенный рейтинг, установленную концентрацию облигации в данных странах или данных географических регионах.

Анализ рынка эмитированных в ходе секьюритизации бумаг проводится по качеству обеспечения, где в качестве proxy кредитного качества используется изменение рейтинга (upgrading/downgrading). В табл. 7.2 представлен пересмотр рейтинга в сторону повышения (upgrades)/понижения (downgrades) по эмиссиям обеспеченных бумаг в европейских странах международными рейтинговыми агентствами за период 2007-2010 гг. Первая цифра в таблице – суммарное число повышений рейтинга, вторая цифра – суммарное число понижения рейтинга. Если до кризиса преобладал пересмотр рейтинга в сторону повышения, то кризис внес свои коррективы с массовым пересмотром рейтинга в сторону понижения. В табл. 7.3 приведен пересмотр рейтинга по классам обеспечения. Пересмотр рейтинга проводят все три международных агентства: Fitch Ratings, Moody’s и Standard & Poor’s. Выборка бумаг и критерий оценки каждого из агентств отличаются друг от друга, что делает данные не всегда сопоставимыми между собой. Однако сравнительный анализ показателя по двум рейтинговым агентствам дает достаточное представление.

Таблица 7.2

Пересмотр рейтинга в сторону повышения (upgrades)/понижения (downgrades) по эмиссиям обеспеченных бумаг в европейских странах международными рейтинговыми агентствами за период 2007-1010 гг.

Страна Fitch Ratings Standard & Poor’s

 2007 2008 2009 2010 2007 2008 2009 2010

Великобрита

ния 278/

188 83/

894 28/

630 31/

161 77/22 65/

496 34/

1025

Германия 34/21 17/36 17/

404 10/

104 34/5 18/63 2/

206 19/81

Испания 31/2 16/41 6/269 7/89 16/0 6/65 15/

192 0/76

Италия 37/1 14/30 14/47 3/17 20/6 27/15 20/26 5/13

Нидерланды 62/0 27/18 2/28 4/11 17/0 6/5 27/32 2/16

Франция 3/1 0/14 0/40 0/3 3/0 2/18 2/28 1/1

Транснацио

нальные 36/1 27/

141 19/

790 10/

108 215/

326 131/

2882 63/

3547 264/

1415

Всего по Европе 481/

214 184/

1174 86/

2208 65/

493 382/

359 255/

3544 163/

5056 344/

1997

Всего по США 1758/

6060 717/

27669 198/

44183 55/

3455 1531/

6537 582/

29687 354/

37939 150/

14325

Источник: Fitch Ratings, Standard & Poor’s.

Таблица 7.3

Пересмотр рейтинга в сторону повышения (upgrades)/понижения (downgrades) по Европе и США по классам обеспечения международным агентством Fitch за период 2007-2010 гг.

Класс

обеспечения 2007 2008 2009 2010

 Регион

 Евро

па США Евро

па США Ев

ропа США Евро

па США

Автокредиты 6/0 95/0 4/6 36/64 7/16 33/33 18/11 65/3

Задолженность по кредитным картам 0/0 14/2 0/9 1/22 0/25 24/12 16/0 29/0

Класс

обеспечения 2007 2008 2009 2010

 Регион

 Евро

па США Евро

па США Ев

ропа США Евро

па США

Другие ABS25 31/17 125/

60 12/41 270/

775 16/61 33/

338 5/51 85/

492

CDO 92/80 218/

1180 12/

697 28/

1705 13/

1143 18/

3103 10/

284 34/

2231

CMBS 66/10 776/

70 19/75 297/

473 9/

575 11/

2232 23/

194 47/

1848

RMBS (prime) 200/6 177/

23 73/67 13/

2096 21/

165 з/

16035 34/

202 V

5424

RMBS (non-conforming) 85/1 — 64/

279 — 20/

231 — 54/

45 —

RMBS-subprime — 267/

3729 — 0/

10861 — 3/

11131 — 0/

3398

Прочие RMBS26 — 86/

252 — 73/

11679 — 73/

11300 — 5/

6623

Всего 480/

214 1758/

6016 184/

1174 718/

27675 86/

2216 198/

44184 160/

787 270/

20019

Источник: Fitch Ratings, Standard & Poor’s.

25

Другие ABS включают студенческие ссуды, договоры лизинга, доли от собственно-сти (Home Equity Loans – HELj.

25 Включает такие виды RMBS, как ALT-A, обратную ипотеку, правительственные RMBS.

Отслеживать кредитное качество эмитированных бумаг можно не только по пересмотру кредитного рейтинга, но и по спредам доходности, динамике цены и общей доходности к погашению.

7.4. Возможные схемы реализации: офшорные зоны и компании специального назначения

Зарубежный опыт свидетельствует о том, что возможны и различные схемы реализации секьюритизации. Во многом это зависит от предмета секьюритизации (секьюритизируемого актива), характера передачи секьюритизируемого актива и состава участников.

Взаимодействие участников секьюритизации может происходить по-разному. Во мно-гом это будет зависеть от того, как организована сделка – как она структурирована и какой схемы придерживаются ее участники:

• во-первых, это структура базовой сделки, в том числе вид сделки и характеристики лежащего в ее основе актива (состав участников, разделение рисков, источники финансиро-вания);

• во-вторых, это выбранный вид секьюритизации (истинная или синтетическая);

• наконец, в-третьих, это параметры собственно секьюритизации (структура платежей и сегментация денежного потока, структура SPV) и практическая схема реализации.

7.4.1. Структура базовой сделки и характеристики финансового актива

В целях секьюритизации целесообразно оценивать структуру базовой сделки, во-пер-вых, в зависимости от участников, вовлеченных в сделку и, во-вторых, от используемых ими инструментов разделения рисков. В разделе 5.3 мы давали характеристики финансового актива, используемого в качестве секьюритизации, а принимая во внимание характерные особенности, рассмотренные в разделе 5.4 («Инструмент секьюритизации: ценные бумаги, обеспеченные активами»), проводится всесторонний анализ обеспечения.

В зависимости от финансового актива различны и реперные точки анализа. Для ипо-течных кредитов оценивается тип собственности, под которую был взят кредит (дом/квар- тира на одну семью, кондоминиум), ставка, заложенная в договоре (фиксированная/пере- менная), тип и срочность кредита (30-летняя ипотека с погашением долями или 5-летняя ипотека «баллонной» структуры), географическое распределение недвижимости, состав-ляющей предмет кредитного договора, размер кредита (кредиты стандартных размеров (conforming loans), или jumbo), общее число кредитов, количество кредитов, близких к дате погашения, цель получения кредита (покупка недвижимости или рефинансирование), размер выплаченного долга, отношение размера займа к стоимости собственности (loan- to-value), социальный статус и кредитное качество (кредитная история) самого заемщика, опцион досрочного погашения долга и наличие в кредитном договоре запретов на досрочное погашение кредита. Последний является критическим для анализа ипотечных кредитов, так как именно размер и частота досрочного погашения лежат в основе большинства ипотечных моделей.

Анализ схемы лизинга, применяемой лизинговой компанией, выявляет имеющиеся в ней зависимости участников. Для этого оцениваются риски каждой из сторон, классифицируя сделки лизинга по ряду признаков, характеризующих: сектор рынка (автолизинг, авиализинг, агролизинг); тип передаваемого в лизинг имущества (движимое имущество: транспорт, дорожно-строительная техника, промышленное оборудование и недвижимое имущество: здания, сооружения, воздушные суда); степень окупаемости имущества (финансовый, опе-ративный лизинг); отношение к арендуемому имуществу; состав участников лизинговой сделки (возвратный, раздельный); тип финансирования лизинговой операции (собственные средства, заемный капитал); отношение к налоговым, таможенным и амортизационным льготам; порядок и форму лизинговых платежей; степень риска для лизингодателя.

Для факторинговых платежей это количество дебиторов, характер уступаемой задолженности (поставки по торговым контрактам, арендные платежи), географическая диверсификация.

Для задолженности по кредитным картам это льготный (беспроцентный) период (grace period), в течение которого не начисляются проценты (составляет максимально 60 дней, хотя на практике не превышает 30 дней). Минимальный платеж – обязательный для внесения ежемесячный платеж, состоящий из установленного процента суммы задолженности по всем овердрафтам .

Для коммерческой недвижимости оценивается степень неоднородности портфеля, анализируется возможность замены недвижимости, изменение планировки и структуры недвижимости, проводимый ремонт.

7.4.2. Вид и схема секьюритизации

Во многом вид секьюритизации предопределяет структуру сделки. Выбор инициатора в пользу классической (традиционной) или синтетической сделки в полной мере отражает цели инициатора сделки . При классической схеме секьюритизации активов основная цель оригинатора сводится к мобилизации капитала, тогда как обращение к синтетической модели способствует более эффективному использованию собственного капитала.

Традиционная схема секьюритизации предполагает реальную продажу активов. Это забалансовый (внебалансовый) механизм финансирования. В альтернативной, синтетической, схеме продажи активов не происходит, и они остаются на балансе компании. В классической секьюритизации всегда создается SPV, что далеко не всегда имеет место в случае синтетической секьюритизации.

Базельский комитет по банковскому надзору определяет синтетическую секьюритиза-цию как структурированные сделки, в которых банки используют кредитные деривативы для того, чтобы передать кредитный риск определенного пула активов третьим лицам, в том числе страховым компаниям, другим банкам и нерегулируемым лицам. При этом синтети-ческая секьюритизация может воспроизводить свойства секьюритизации в части передачи части экономических рисков, но при этом без передачи активов, остающихся на балансе оригинатора.

Синтетическая модель характеризуется гибкостью и доступной быстротой в структу-рировании сделки. Сделки синтетической секьюритизации могут быть реализованы по схе-мам, предусматривающим разную степень передачи кредитного риска. Федеральная резерв-ная система США определяет три наиболее распространенных способа структурирования синтетических сделок:

• полностью профинансированные/фондированные синтетические сделки (fully funded);

• частично профинансированные синтетические сделки/сделки с частичным фондиро-ванием (partially funded);

• непрофинансированные/нефондированные синтетические сделки (unfunded).

Структурировать синтетическую сделку по уровням финансирования можно, используя обеспеченные судные обязательства (Collaterized Loan Obligation – CLO), обеспеченные

долговые обязательства (Collaterized Debt Olbigations – CDO) и их более специфические раз-новидности – обеспеченные облигационные обязательства (Collaterized Bond Obligations – CBO).

Деление синтетической секьюритизации на фондированную и нефондированную зависит от целей, которые ставит перед собой покупатель защиты. Если цель секьюритизации состоит в уменьшении регулятивной цены капитала, максимальный эффект дает фондированная структура. Например, согласно правилам, действующим в Великобритании и США, можно достичь нулевой оценки рисков, если платежные обязательства продавца защиты обеспечены деньгами или аналогичными активами.

SPV \

держит \ портфель )< \_ CLN /

сроком

Обозначения:

1. Оригинатор эмитирует CLN совокупной стоимостью 1,5 млрд долл.

2. SPV эмитириует синтетические ценные бумаги совокупной стоимостью 1,5 млрд

долл.

3. Поступления от продаж (1,5 млрд долл.).

4. Поступления от продаж (1,5 млрд долл.).

Рис. 7.4. Синтетическая секьюритизация: пример профинансированных CLN

В случае полностью профинансированных синтетических сделок SPV принимает на себя все риски пула (bankruptcy remoteness) путем покупки кредитных нот (Credit Linked Notes – CLN), выпускаемых оригинатором. CLN представляет собой комбинацию облигации с плавающей процентной ставкой и дефолтного свопа. Средства на покупку SPV получает путем выпуска облигаций для инвесторов, старшего и младшего классов, обеспеченных CLN (рис. 7.4). Портфель в этом случае полностью хеджирован.

В частично профинансированных синтетических сделках SPV передается только часть кредитного риска пула. При этом зачастую используется комбинация дефолтного свопа и CLN. Портфель активов по таким сделкам хеджирован, но оригинатор держит старшую позицию, равную стоимости потерь по обязательствам данного портфеля, превышающих младшую позицию (рис. 7.5).

В случае ^профинансированных синтетических сделок (рис. 7.6) риски пула не пере-даются SPV, а напрямую переносятся на контрагентов на внебиржевом рынке. Портфель в

данном случае хеджирован, но оригинатор держит субординированную позицию, абсорби-рующую первые потери портфеля.

Обозначения:

1. 5 млрд долл. дефолтных свопов. Годовые платежи

2. Компенсация рисков и залог векселей

3. 400 млн долл. (уплата основного долга и процентов по выпущенным CLN)

4. 400 млн долл. (поступления от продажи CLN)

Рис. 7.5. Пример частичного финансирования CLN

XSPV владеет казна-^\ чейскими обязательствами стоимостью 400 млн долл., У заложенными у оригинатору

Обозначения:

1. Плата за дефолтные свопы

2. Платежи по свопу и залог казначейских обязательств на сумму 400 млн долл. для покрытия рисков свыше 1 %

3. Плата за дефолтный своп

4. Платежи по свопу и залог казначейских обязательств

5. CLN совокупной стоимостью 400 млн долл.

6. Поступления от продаж CLN в размере 400 млн долл.

Рис. 7.6. Схема не профинансированных CLN

В каждой из приведенных схем оригинатор выступает в качестве покупателя защиты, тогда как SPV выполняет функцию ее продавца. Платежное обязательство продавца защиты

исполняется полностью на момент начала сделки в фондированной модели. В случае нефондированной секьюритизации обязательство продавца защиты заранее не покрыто или не обеспечено. И здесь у покупателя защиты возникает возможность заменить рискованный транш соответствующего обязательства на приемлемый риск обязательств продавца защиты. В частично фондированной структуре только некоторые транши кредитного риска в отношении данного портфеля являются обеспеченными. Во многих сделках покупатель защиты получает позицию первых потерь по названному обязательству, обеспеченный дефолтный своп предоставляет защиту по второй позиции и необеспеченный дефолтный своп предоставляет защиту по самому старшему траншу.

7.4.3. Параметры собственно секьюритизации

При структурировании сделок по секьюритизации необходимо учитывать множество факторов, среди которых профиль и структура оригинатора – продавца активов, качество активов, цена и условия продажи активов, валюта сделки, структура денежных потоков, структура покупателя активов (SPV), в том числе его местонахождение и организаци-онно-правовая форма хозяйственной деятельности, налогообложение сделки секьюритизации.

Цена продажи активов — основополагающий вопрос при согласовании сделки секьюритизации. Представляется целесообразным на подготовительной стадии определить валюту сделки и условия продажи. К примеру, 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 практике ипотечной секьюритизации банк-ини-циатор, как правило, открывает кредитную линию в пользу SPV.

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

=> право возврата контракта (требование регресса);

=> все обеспечение по первичному договору переходит SPV;

=> компании единовременно выплачивается не вся сумма, а, скажем, 80 % [Газман, 2008].

Валюта сделки. Для защиты от валютных рисков (в случае если валюта активов не соответствует валюте выпуска ценных бумаг) и процентных (в случае разницы в определении базисной процентной ставки по активам и ценным бумагам) рисков SPV может заключить долгосрочный договор свопа с надежным партнером. Для повышения кредитного качества выпускаемых ценных бумаг может привлекаться сторонняя гарантия от крупной страховой компании.

Структура денежных потоков. Как было установлено ранее, можно выделить два типа структур сегментации денежного потока в процедуре секьюритизации: переводную286 (pass-through) и платежную (paythrough). Каждая из них имеет свои особенности и может применяться к различным типам правоотношений. Проиллюстрируем различия в данных структурах на примерах, приводимых ниже.

В первом случае денежные 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 так называемая система «водопада» (waterfall). Во втором случае целевая компания, 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).

Представим, что компания-оригинатор собирается секьюритизировать свой портфель активов, продав определенную его часть. В переводной структуре экономика эмитируемого долгового инструмента соответствует структуре базового актива или пула активов, а денеж-ные потоки распределяются на пропорциональной основе. Инвесторы получают доход про-порционально их доле в базовом активе (рис. 7.7). Скажем, доля участия между четырьмя участниками (I, II, III, IV) распределяется по следующей шкале: 10; 20; 30; 40 %.

%

IV пропорциональный денежный поток III пропорциональный денежный поток II пропорциональный денежный поток I пропорциональный денежный поток

360 месяцев

Рис. 7.7. Переводная структура секьюритизации: пропорциональная сегментация денежного потока

В западной практике переводные ипотечные ценные бумаги не имеют фиксированной даты погашения в связи с возможностью досрочного погашения заемщиками своих обяза-тельств по ипотечным кредитам. Данное обстоятельство чрезвычайно важно при разработке структуры и определении основных параметров разных траншей ценных бумаг.

В случае платежной структуры денежный поток разделен таким образом, что выпуск ценных бумаг производится траншами с различными сроками погашения (рис. 7.8). Каждый из траншей рассчитан на определенную категорию инвесторов. К примеру, пул структури-рован в четыре транша A, B, C, Z со сроками погашения в 2 года, 5, 7 и 10 лет, соответственно. Как видно из рис. 7.8, участник B получит доход по бумаге в части принципала, только после

351

того, как соответствующая часть от поступлений будет выплачена участнику А. Только после этого инвестор С может рассчитывать на свою долю в доходе и т. д. В то же время выплата процентов по бумагам будет производиться одновременно. Это последовательная сегмента-ция денежного потока (sequential pay).

В рамках данной системы SPV может структурировать эмиссию, разделяя выпуск ценных бумаг по классам младшей, средней и старшей категорий. Выпуская субордини-рованные ценные бумаги (долговые ценные бумаги либо привилегированные акции), SPV так перестраивает финансовые потоки от пула, чтобы все поступающие средства первоначально использовались для погашения основного долга и процентов по первым классам ценных бумаг. 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 стар-шинства» (senior-subordinated structure) предполагает, что менее привилегированные бумаги служат в качестве обеспечения более привилегированных бумаг. Таким образом, менее при-вилегированные бумаги абсорбируют риски досрочного исполнения обязательства и ряд других рисков, влекущих за собой потери по финансовым потокам. Структура косвенного распределения может также применяться в случае выпуска ценных бумаг с различными сроками погашения, позволяя использовать пул, состоящий из долгосрочных требований (например, требований по 30-летним ипотечным кредитам), в качестве обеспечения выпуска краткосрочных и среднесрочных займов.

В теории ипотечного кредитования фактор досрочного погашения играет важнейшую роль, так как именно то, насколько досрочно погашаются кредиты, будет определять срок и купон по бумагам. При анализе рынка облигаций используются такие параметры, как сред-невзвешенный купон (WAC) и средневзвешенный срок ценной бумаги (WAM). При прочих равных условиях эмитенты не будут стремиться реализовывать краткосрочные займы, а ориентироваться на средне- и долгосрочный тип заимствования, поскольку каждый выпуск облигаций будет связан с дополнительными затратами.

Моделирование денежного потока по секьюритизации ипотеки базируется на пред-положении о возможности досрочного погашения по ипотечным кредитам. В литературе известен ряд моделей досрочного погашения ипотечных кредитов. Классическое решение проблемы досрочного погашения дается в рамках модели PSA, в основе которой – индекс досрочного погашения (Public Securities Association – PSA). Разработанный PSA-индекс стандартного предположения об уровне дефолтов (Standard Default Assumption – SDA) характеризует годовой уровень дефолтов для пула ипотечных кредитов как функцию старе-ния кредитов. Модель представляет собой график распределения, однако не дает ответа на вопрос о том, каким образом минимизировать риск досрочного погашения.

Структура денежного потока зависит от выбранной формы ценной бумаги. Облигация является той формой ценной бумаги, которая эмитируется чаще всего в рамках секьюритиза-ции. Связанное с ней понятие «дюрации» обозначает меру «средней зрелости» потока плате-жей, связанных с облигацией. Применительно к портфелю из лизинговых активов дюрацию можно охарактеризовать как средневзвешенный срок до наступления остающихся платежей.

Проиллюстрируем сказанное на примере, представив лизинговую компанию, облада-ющую портфелем, состоящим из m активов, z из которых отчуждается для последующей секьюритизации (табл. 7.4). В целях упрощения предположим следующее:

1. Число отчуждаемых активов Z = 3.

2. Сроки до погашения каждого из активов различны.

3. Ставка дисконтирования r =10 % годовых.

Расчет дюрации по пулу секьюритизируемых активов позволит определить срок пога-шения эмитируемых бумаг.

Таблица 7.4

Расчет дюрации секьюритизируемого портфеля лизинговых активов

№

актива Срок до исте-чения лизинго-вого договора, число месяцев Ожидаемый лизинговый

платеж,

евро Дисконт

фактор Текущий

лизин

говый

платеж,

евро Текущий платеж с учетом срока договора лизинга, евро

1 2 80 0,90909091 72,727273 145,4545

2 3 90 0,82644628 74,380165 223,1405

3 3 100 0,7513148 75,13148 225,3944

Итого 222,23892 593,9895

Представим формулу для вычисления дюрации лизингового портфеля в следующем

виде:

D = 'LPV(Ct)xt / fio,

t-\

где PV (Ct) – приведенная стоимость лизинговых платежей, которые будут получены в момент времени t; а Po – текущий лизинговый платеж. Для данных, приведенных в табл. 7.4, дюрация составит 2,67 года. Это означает, что средний срок к погашению по эмитируемым траншам ценных бумаг должен быть не меньше рассчитанной величины дюрации пула активов.

Секьюритизация активов позволяет добиться иммунизации портфеля, защитив портфель от малых изменений процентной ставки. Иными словами, это эластичность стоимости лизингового 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 гарантирования полного и своевременного обслуживания ценных бумаг в зависи-мости от способа структурирования, вида секьюритизируемых активов, а также правовой системы используются дополнительные элементы: валютные и процентные свопы, инве-стиционные сертификаты, гарантирующие вложения средств под определенный процент (guaranteed investment certificate) или другие деривативы.

Сделки секьюритизации, как правило, содержат в своей структуре систему опционов. Это опцион на покупку базового актива, или колл-опцион (call-option), опцион на продажу базового актива, или опцион-пут (put-option), и степ-ап-опцион (step-up). Колл-опцион при-сутствует в подавляющем большинстве структур, обеспечивает исполнение обязательств по эмитированным бумагам в полном объеме при уменьшении эмиссии в обращении менее чем 10 % от общего количества бумаг. Другая возможность – обязательство оригинатора выку-пить облигации, не отвечающие условиям займа, либо облигации с просроченными выпла-тами или подвергшиеся дефолту. Степ-ап-опцион обеспечивает более высокую доходность облигаций, но включает ряд условий: эмиссия не может быть погашена досрочно, оговари-вается определенный уровень просрочки и т д.

7.4.4. Структура покупателя активов (SPV): юрисдикция и организационно-правовая форма хозяйственной деятельности

Как было установлено ранее, на практике встречаются различные формы организации целевой компании. Это могут быть как общества открытого и закрытого типов, так и това-рищества с ограниченной ответственностью участников. Организационная форма наклады-вает 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. Более подробно организационно-правовые формы SPV были рассмотрены в разделах 5.1 и 7.1 при рассмотрении механизма секьюритизации и клас-сификации участников сделки. Однако наряду с организационно-правовой формой хозяй-ственной деятельности не меньшее значение с точки зрения структурирования сделки имеет местонахождение SPV: его юрисдикция и расположение по отношению к продавцу активов.

В большинстве сделок секьюритизации SPV создается исключительно для конкретного оригинатора и конкретной сделки. Целью такой «единичной» секьюритизации является обеспечение оригинатора необходимой гибкостью для того, чтобы адаптировать секьюри-тизацию в зависимости от структуры сделки и видов выпускаемых ценных бумаг. Однако, поскольку единичные структуры создаются для определенной сделки, их трансакционные издержки могут быть достаточно высокими; они редко достигаются за счет увеличения объ-емов сделки, которую получают кондуиты в схеме с несколькими продавцами (multiseller securitisation conduits). Кроме того, во избежание ответственности оригинатора по обяза-тельствам экономно финансируемого SPV правила налогообложения и бухучета предусмат-ривают минимальный уровень капитала, обычно от 1 до 3 % от количества выпущенных ценных бумаг. В противоположность этому кондуитам необходимо лишь установить номи-нальный капитал, поскольку множественность продавцов снижает риск того, что SPV будет признано связанным с одним из продавцов. С учетом этих различий только сравнение по каждому отдельному пункту издержек и иных показателей позволит определить, какая структура сделки секьюритизации – с одним или несколькими продавцами – предоставляет больше преимуществ каждому конкретному оригинатору. В настоящее время единичные сделки структурируются множеством способов. Во многом структура сделки зависит от видов ценных бумаг, которые выпускает SPV.

На практике часто используется двухуровневая схема SPV, в которой одно SPV продает активы другому SPV-эмитенту, зарегистрированному в офшорной зоне (рис. 7.9). Подобная схема позволяет минимизировать риски реквалификации сделки и признания купли-продажи недействительной.

Рис. 7.9. Двухуровневая структура SPV

В случае банкротства инициатора секьюритизации переквалификация сделки с SPV не повлечет автоматического включения активов проданных третьему лицу (второму SPV) в конкурсную массу. Данная модель широко используется в США, когда продажа активов фактически осуществляется в два этапа. На первом этапе оригинатор уступает активы в свое дочернее подразделение, которое, как и стандартное SPV, сильно ограничено в коммерческой деятельности, имеет независимых директоров и не может объявить добровольное банк-ротство. Чаще всего это сопровождается вливанием капитала в это промежуточное SPV. На втором этапе промежуточное SPV продает активы в неаффилированное с оригинатором SPV. Считается, что данная схема гарантирует истинную продажу (true sale).

Большинство сделок секьюритизации предусматривает в своей структуре участие резервного сервисного агента (back-up servicer), который принимает на себя обязательство по обслуживанию активов оригинатора в случае, если по тем или иным причинам основной сервисный агент (servicer) их не может более обслуживать.

На сегодняшний день российские компании проводят сделки по секьюритизации в офшорных зонах с регистрацией SPV в стране со льготным налогообложением. Это позво-ляет открыть зарубежным инвесторам, обладающим огромными ресурсами, доступ к рос-сийскому рынку долгосрочного инвестирования. В этом случае секьюритизация классифи-цируется как международная, или трансграничная, секьюритизация.

7.4.5. Международная, или трансграничная, секьюритизация. Офшорные зоны

Трансграничная секьюритизация возникает в том случае, когда SPV зарегистрировано за пределами страны-оригинатора, а эмитент ABS ориентирован на внешний рынок заимствований. Ориентация эмитентов на внешний рынок связана в первую очередь с недостаточным уровнем развития внутренней инвестиционной базы и проблемами в зако-нодательстве, что также имеет место в России. Реализация локальной секьюритизации зако-нодательно регламентирована в двух принципиальных схемах – в соответствии с Законом «Об ипотечных ценных бумагах» и с использованием механизма закрытых паевых инвести-ционных фондов, на основе Закона «Об инвестиционных фондах». Последняя, по мнению многих российских экспертов, имеет большой потенциал развития в России. Однако абсо-лютное большинство сделок, реализованных в стране на сегодняшний день – это примеры трансграничной секьюритизации.

Две принципиальные схемы реализации представлены на рис. 7.10 и 7.11. В первом случае SPV – это российское или иностранное юридическое лицо на территории России (рис. 7.10), во втором – SPV – иностранное юридическое лицо или представительство российской компании (офшорная компания) за пределами России (рис. 7.11).

Должники

по дебиторской

задолженности

Рис. 7.10. SPV: российское или иностранное юридическое лицо на территории России

Одним из важнейших вопросов при структуризации международных сделок секьюри-тизации является выбор юрисдикции для регистрации эмитента. Автор рекомендует прини-мать во внимание следующие критерии анализа:

1. Наличие налогового режима с нулевой ставкой налогообложения, или возможность обложения минимальной маржи (прибыли) в целях минимизации налоговых расходов эми-тента.

2. В случае выбора юрисдикции, предполагающей наличие налога на доход/прибыль, – возможность предварительного согласования способа расчета маржи и ее приемлемой вели-чины с местным налоговым органом.

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

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

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

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

7. Возможность использования в сделке так называемых внутренних офшоров (регио-нов России в свободной экономической зоне, предоставляющих региональные льготы).

> Российская Федерация

Ценные бумаги, обеспеченные активами

Российские инвесторы

Ценные бумаги,

по базовому активу

Платежи

по базовому активу

задолженности

Рис. 7.11. SPV: иностранное юридическое лицо или представительство российской компании (офшорная компания) за пределами России

В Приложении 5 представлены сравнительные характеристики используемых при секьюритизации офшорных зон. В зависимости от юрисдикции различны такие параметры, как соглашение об избежании двойного налогообложения с Российской Федерацией, еже-годный правительственный сбор, налог на прибыль, раскрытие имени владельцев, доступ-ность акций на предъявителя, сдача отчетности, личное присутствие при регистрации. К примеру, в большинстве офшорных зон ежегодный правительственный сбор – это фиксиро-ванный взнос от 50 до 400 долл. США. В Венгрии и Швейцарии он рассчитывается в про-центах от уставного капитала (2 и 3 % соответственно), а на Кипре он не взимается.

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

7.4.6. Налогообложение сделок секьюритизации

Автор выделяет следующие элементы налогообложения сделок секьюритизации:

• налогообложение передачи активов, НДС;

• налогообложение целевой компании (SPV);

• налогообложение инвесторов.

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, которые и являются покупной ценой пула, передаются бывшему владельцу активов. 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, намой взгляд, 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. На мой взгляд, стимулирующий эффект могла бы иметь возможность приравнять сделку к экспорту, что позволило бы распространить на нее правило об освобождении от уплаты НДС при экспорте.

7.5. Процесс организации секьюритизации: подготовка, реализация и контроль

Реализацию сделки предваряет длительная процедура подготовки, которая может про-должаться от нескольких месяцев до года. В общем виде процесс секьюритизации финансо-вых активов можно представить как трехфазный механизм, состоящий из подготовительной, реализационной и операционной фаз.

1. Подготовительная фаза. Занимает от двух недель до нескольких месяцев в зави-симости от готовности менеджмента и предварительных обсуждений с потенциальными участниками сделки. На подготовительном этапе, как правило, задействованы лишь основные участники: инициатор, организатор, юридический консультант по сделке и налоговый консультант. Однако от проработанности структуры сделки на предварительной стадии зависит не только возможность проведения секьюритизации, но и время, а также стоимость ее проведения. Прежде чем приступать к написанию и обсуждению договоров по сделке, основные участники проекта разрабатывают достаточно подробную структуру предпола-гаемой секьюритизации, включающую в себя определение основных участников сделки и порядок взаимодействия между ними, порядок продажи и обслуживания активов, способ привлечения финансирования и его основные параметры, движение денежных средств (cash flow) и т. д.

После того как определены цели и задачи секьюритизации проводится финансово-эко-номическое обоснование сделки (feasibility study) в целях выявления целесообразности ее проведения. Для этого создается специальная экспертная группа. Определяющими на данной стадии исследования являются ответы на следующие вопросы:

• возможность использования секьюритизации активов в качестве альтернативной тех-ники финансирования;

• пригодность тех видов активов, которыми располагает инициатор в целях секьюри-тизации;

• соответствие предполагаемой сделки критерию экономической целесообразности (critical mass test);

• возможность инициатора обслуживать активы, технически исполняя свои обязанности перед клиентом, и обеспечивая информационную безопасность перед контрагентами.

Здесь проводятся оценка активов и формирование предварительного пула активов, отобранных из портфеля предприятия. Отбор активов – основная фаза секьюритизации. Необходимо отобрать активы, которые будут генерировать необходимый для обслуживания ценных бумаг поток платежей, для чего используются соответствующие критерии выбора (eligibility criteria). Пул активов подвергается тщательному анализу и моделированию потока платежей (asset pool audit). Проводится анализ активов в историческом прошлом, для чего изучается договорная документация, а также статистические показатели, такие как частота не исполненных должниками обязательств, вероятность досрочного погашения долга (применительно к кредитным договорам), задержки платежей. Анализ данных показателей необходим для определения требуемого размера дополнительного обеспечения (credit enhancement) и последующего присвоения рейтинга сделки.

2. Реализационная фаза. В зависимости от анализируемого портфеля активов, опера-тивности и профессионализма подобранной команды может занимать от 3-4 месяцев до 1 года. На рис. 7.12 организация секьюритизации занимает 5 календарных месяцев.

При структурировании сделки определяется состав контрагентов по сделке, учрежда-ется компания специального назначения (SPV), производится подготовка проектной доку-ментации, которая включает соглашение о продаже активов (asset sale-purchase agreement),

359

предоставление дополнительного обеспечения (credit enhancement agreement), соглашения своп (swap agreements). При подготовке финансово-экономического обоснования сделки (due diligence) тщательно проверяются документы первичного бухгалтерского учета, договоры и документация, относящаяся к активам, кредитная политика инициатора сделки. Оформление сделки проводится по типу одной из известных структур платежей: структуры прямого распределения (pass-through) или структуры с управлением платежами (pay- through). В зависимости от выбранной структуры и юрисдикции сделки привлекаются различные участники, ее составляющие.

3. Операционная фаза, сроки которой зависят от средневзвешенного срока секьюри-тизированного актива. На этом этапе происходит так называемая дифференциация активов. После этого осуществляется непосредственная продажа активов (true sale). После реализации активов они переходят на баланс SPV, которая, в свою очередь, продает их ипотечному (платежному) агенту. По поручению SPV инициатор обслуживает проданные требования и получает вознаграждение за обслуживание. SPV выступает эмитентом выпуска обеспеченных ценных бумаг, наиболее важной характеристикой которых с экономической точки зрения является разделение выпуска на старшие и младшие транши.

Продажа активов имеет большое значение, во-первых, из-за воздействия на баланс ссудодателя (вывод его за баланс), а во-вторых, из-за возможности соблюсти общепринятые требования по ведению бухгалтерского учета (Generally Accepted Accounting Practices – GAAP) и законодательные требования по соблюдению капитала.

При анализе актива необходимо знать сроки и график платежей по договору, так как на основе этого будет строиться схема погашения обязательств перед инвесторами. Целесооб-разно проводить отбор активов таким образом, чтобы в пуле секьюритизируемых активов находились договоры с различными сроками. В этом случае договоры с более долгим сроком служили бы обеспечением по менее долгосрочным для корректного построения траншей из обязательств в будущем. При секьюритизации оригинатор не теряет полностью связь с активом: после продажи активов он выполняет функции сервисной (обслуживающей) орга-низации (servicer). Так как должники оригинатора, как правило, не уведомляются об уступке требований от оригинатора SPV, они продолжают осуществлять платежи на счета оригина-тора, после чего оригинатор, оказывая услуги SPV по обслуживанию платежей (активов), перечисляет средства по проданным требованиям на счета SPV. В связи с этим существует указанный риск смешения активов.

Месяц I Месяц 2 Месяц 3 Месяц 4 Месяц 5

1. Переговоры с рейтинго-выми агентствами, аудито-рами и юристами

2. Обсуждение предвари-тельной структуры и соста-ва участников сделки

3. Назначение структурного менеджера для проведения секьюритизации активов

4. Отбор секьюритизируе-мых активов

5. Организация SPV

6. Аудит отобранного пула

7. Оценка качества активов и получение кредитного рейтинга

8. Поиск провайдера кредитной и ликвидной поддержки

9. Переговоры с андеррай-терами, организаторами размещения и продажи предполагаемых бумаг

10. Утверждение структуры и окончательного состава сделки

11. Согласование условий сделки со всеми участни-ками, в том числе цены продажи активов. Под-готовка соответствующих соглашений

12. Продажа активов SPV и предоставление допол-нительного обеспечения в согласованном размере

Рис. 7.12. Временная шкала реализации проекта

Выпуски ABS разделены на транши: старшие и младшие (субординированные) классы бумаг. Ключевое различие между ними заключается в очередности исполнения по ним обя-зательств: по старшим траншам обязательства исполняются в первую очередь (они менее рискованны и менее доходны), затем – по младшим (они более рискованны и имеют большую доходность). После выпуска ипотечных ценных бумаг они размещаются на фондовом рынке, а денежные средства, вырученные от их реализации, поступают банку-кредитору.

Эмиссия бумаг может проводиться в форме частного или публичного размещения. Выбор между частным и публичным размещением зависит главным образом от объема сделки, потребностей инициатора сделки, а также от состояния рынка и спроса со стороны инвесторов. Публичное размещение предоставляет возможность использовать хорошо нала-женные каналы размещения ценных бумаг (ABS) среди банков и преимущества их более широкого распространения, обеспечивая большую ликвидность вторичного рынка. Публич-ное размещение подчиняется строгим надзорным требованиям, в том числе по подготовке проспекта и условиям листинга, а потому требует больше времени для проведения эмиссии. С учетом надзорных требований к публичному размещению (обязанность по подготовке проспекта эмиссии, условия листинга) требуется больше времени для подготовки эмиссии в отличие от частного размещения.

На практике сложность подготовки и время реализации индивидуальны для каждого проекта. Так, в случае портфельной секьюритизации «Pine Street» 2002 г. период подго-товки сделки от ее начала до закрытия составил три с половиной месяца, а процесс подго-товки состоял из следующих рабочих фаз:

1. Фаза изучения (exploration phase).

2. Фаза структурирования (structuring phase).

3. Фаза реализации (implementation phase).

Три с половиной месяца на подготовку и реализацию сделки – весьма оперативное решение сделки. Это становится понятно, если для сравнения привести пример из российской практики: процесс разработки схемы для синтетической секьюритизации лизинговых активов занял у лизинговой компании «Бизнес Альянс» совместно с организатором, Банком Москвы, 10 месяцев . Сделка была заимствована из торгового финансирования и включала в себя продажу лизинговых контрактов и залог предмета лизинга.

4. мониторинг сделки. На завершающей стадии проводится наблюдение (мониторинг) за ходом сделки. Стороны исполняют предусмотренные договорами обязанности. Так, инициатор секьюритизации выполняет функцию обслуживания платежей. Он транслирует потоки платежей для осуществления выплат по ценным бумагам на счета доверенного лица или трасти, предоставляет отчеты о состоянии активов, которые отражают ситуацию с исполнением требований (возвращенные суммы, дефолты, задержки), предоставляет ему кредиты на покрытие кассового разрыва. Трасти, в свою очередь, осуществляет проверку предоставляемых отчетов, контролируя ход сделки от имени владельцев ценных бумаг (табл. 7.5).

Таблица 7.5

Рабочий план обслуживания секьюритизации

Вид операции Исполни

тель Временной интервал

1. Сбор платежей по базовому активу, подлежащих уплате SPV, и их пере-числение в банк, обслуживающий SPV Платежный, сервисный агент или SPV Ежедневно

2. Расчет баланса по пулу активов, возмещение затрат сервисного, пла-тежного агента, произведенных от имени и в интересах SPV Управля ю- щий SPV Ежемесячно

3. Управление денежными средствами SPV: перечисление процентных выплат инвесторам и остаточной суммы инициатору Управля ю- щий SPV В зависимости от пе-риодичности купонных выплат (раз в квартал, раз в полгода)

В функции доверенного лица входит наблюдение за соблюдением условий договоров, связанных с эмиссией ценных бумаг, контроль за выполнением SPV требований по инфор-мированию и отчетности, предоставление инвесторам регулярных отчетов, составленных на основе информации, полученной от инициатора секьюритизации. Трасти выступает также в роли платежного агента и попечителя, действующего в интересах инвесторов. Так, при банкротстве инициатора секьюритизации он производит оценку активов и всего обеспечения. Постоянное наблюдение за ходом сделки ведут рейтинговые агентства, провайдер кредитного обеспечения. В целом обязанности и функции сторон зависят от формы конкретной сделки, а их распределение между участниками происходит в результате согласования договорных условий.

Резюме

Сделки секьюритизации сложны по своей структуре и составу участников, однако, ни одна сделка не обходится без прямых участников секьюритизации: оригинатора, или продавца активов, SPV, или покупателя активов и инвестора – держателя ABS. В качестве SPV выступает юридически самостоятельное, экономически независимое юридическое лицо, часто создаваемое в форме траста. SPV имеет целевой характер функционирования и создается исключительно для секьюритизации. Инвесторы ABS – институты, включая государство, пенсионные фонды и страховые компании, фонды взаимного, коллективного инвестирования и паевые инвестиционные фонды. Многочисленна группа косвенных участников сделки, каждый из которых играет ответственную роль в структуре. Это и рейтинговое агентство, и обслуживающая компания, и провайдеры кредитной и ликвидной поддержки. Взаимодействие участников в рамках сделки секьюритизации зависит от структуры базовой сделки, вида секьюритизации (истинная или синтетическая) и параметров собственно секьюритизации (структура платежей и сегментация денежного потока, структура SPV). В России на сегодняшний день преимущественно используется трансграничная, или международная, секьюритизация, когда SPV зарегистрирован в офшорной зоне – стране с льготным налогообложением.

Мотивация оригинатора в обращении к секьюритизации заключается в возможности снизить издержки по обслуживанию долга и получить экономию на стоимости привлекаемого финансирования. В не меньшей степени мотивирует оригинатора отложенный репутационный эффект от выхода на международный рынок капитала и установление связей с иностранными инвесторами.

Реализацию сделки предваряет длительная процедура подготовки, которая может про-должаться от нескольких месяцев до года. Активы, подлежащие секьюритизации, должны удовлетворять ряду требований.

Они должны генерировать устойчивый денежный поток, хорошо прогнозируемый и поддающийся оценке, отвечать критерию юридической уступаемости активов. Секьюрити-зируемый портфель активов должен иметь диверсифицированную структуру долга. В при-своении кредитного рейтинга сделке рейтинговое агентство ориентируется в своей оценке на заданный эталонный пул.

Рекомендуемая литература

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

Суворов Г. Н. Об ипотечном агенте замолвите слово... // Рынок ценных бумаг. 2004.

№ 19.

Толстухин М. Использование кондуитов при секьюритизации финансовых активов // Рынок ценных бумаг. 2007. № 2.

Туктаров Ю. Секьюритизация и инвестиционные фонды // Рынок ценных бумаг. 2005.

№ 16.

Энциклопедия российской секьюритизации. Cbonds, Rusipoteka.ru, 2008.

Chapman M. Derivatives Demystified: Using Structured Financial Products. N.Y.: John Wiley and Sons, Inc., 1997.

Kothari V Securitisation: Asset Reconstruction and Enforcement of Security Interests. Calcutta: Academy of Financial Services, 2003.

Контрольные вопросы

1. В чем заключаются различия переводной и платежной моделей денежного потока секьюритизации?

2. Какие активы считаются пригодными для секьюритизации? Какие используются параметры оценки, существуют ли ограничения?

3. Какие количественные показатели пула рассчитывает рейтинговое агентство для оценки качества пула активов?

4. Каковы характерные структурные черты основных классов базовых активов?

5. Какие факторы анализа необходимо учитывать на подготовительной стадии сделки международной (трансграничной) секьюритизации?

6. Какова структура транзакционных издержек при секьюритизации?

7. В чем состоит основное отличие кондуитной модели секьюритизации от простейшей схемы ее реализации?

8. Для чего используется вторая компания специального назначения (SPV)? Какую функцию она выполняет в сделке?

9. Какую роль играет резервная обслуживающая компания (backup servicer)? Возможна ли реализации сделки без ее участия?

10. В чем заключается двойственность проблемы секьюритизации с точки зрения целе-сообразности ее проведения?

Глава 8. Экономические выгоды и риски в сделках секьюритизации

8.1. Преимущества секьюритизации для участников

Процедура секьюритизации взаимовыгодна для всех участвующих сторон, в противном случае ее проведение не имело бы смысла. Как было установлено ранее, прямыми участниками секьюритизации являются инициатор секьюритизации (оригинатор), компания специального назначения (SPV) и инвестор. Оценку преимуществ секьюритизации целесо-образно проводить применительно к каждой из групп участников. Косвенные участники сделки: гаранты, андеррайтеры, а также провайдеры ликвидной и кредитной защиты получают соответствующий процент комиссии за предоставляемую услугу. SPV выступает в роли посредника и действует по поручению собственника активов, поэтому мотивом ее участия в сделке является возможность получения дополнительного дохода. Выгоды оригина- тора носят более сложный характер, сочетая в себе денежную экономию и отложенный репу-тационный эффект. Для инвесторов вложение в обеспеченные ценные бумаги – это разумная комбинация доходности и риска.

8.1.1. Преимущества секьюритизации для инициатора сделки

Оригинатор секьюритизации – сторона, привлекающая финансирование, а значит, заемщик. Поэтому оценивать преимущества секьюритизации для оригинатора необходимо с точки зрения стоимости привлеченных средств. С другой стороны, оригинатор – это одно-временно и продавец активов в целях обеспечения эмиссии. С этой позиции необходим анализ структуры портфеля в результате списания активов с баланса. От этого во многом зависит оценка будущей кредитоспособности оригинатора, его надежность как заемщика в лице новых кредиторов. Принимая во внимание вышесказанное, выгоды секьюритизации для оригинатора можно классифицировать по ценовым и неценовым преимуществам .

Инициируя секьюритизацию, заемщик ставит задачу снизить стоимость привлечения средств по сравнению с традиционными методами заимствования от собственного имени заемщика (получение кредита, или эмиссия обыкновенных долговых обязательств). Обособ-ление активов заемщика в рамках секьюритизации позволяет отделить риски активов от рисков самого оригинатора. Таким образом, финансирование привлекается под диверси-фицированный пул активов, риски которого легко поддаются оценке, и не зависит от кре-дитоспособности компании-заемщика. В итоге компании, не имеющие самостоятельного доступа на международные рынки капитала из-за недостаточной платежной репутации или низкого рейтинга страны, могут привлекать средства, основанные на высокой платежеспо-собности своих должников, по ставке, установленной на основе оценки качества покры- тия . В этом отношении инструмент секьюритизации особенно интересен тем банкам или финансовым организациям, платежеспособность которых является не вполне удовлетвори-тельной . Известны примеры, когда для инициаторов из бедных латиноамериканских и ази-атских стран экономия в привлечении заемных средства превышала 300 базисных пунктов.

Ценовые преимущества компании, инициирующей секьюритизацию, можно разложить на два компонента: получение более высокого рейтинга (upgrading) и уменьшение резервирования собственного капитала. Получение более высокого кредитного рейтинга достигается за счет применения кредитного арбитража, основанного на различии рисков компании как прямого заемщика и как инициатора секьюритизации . Рейтинг секьюрити-зированных активов в этом случае превышает рейтинг самого инициатора зачастую на 2-3 уровня. Примером может служить компания, выкупающая контрольный пакет своих акций за счет кредитных средств (Leveraged Buy-Out – LBO), после чего секьюритизирующая часть активов. В среднем до кризиса экономия на рефинансировании ипотечных кредитов посред-ством секьюритизации активов составляла для американских банков до 100 базисных пунктов. В качестве примера можно привести Bank of America, имевший в 1986 г. рейтинг BBB и разместивший в этому же году эмиссию ценных бумаг, обеспеченных поступлениями по кредитным картам, которой был присвоен рейтинг AAA, что позволило банку получить эко-номию в 150 базисных пунктов по сравнению с выпуском долговых обязательств от соб-ственного имени .

Уменьшение резервирования собственного капитала означает, что при секьюритизации требуется меньший капитал для поддержания активов, что увеличивает способность и возможность новых заимствований. Согласно Базельскому соглашению, финансовые орга-низации обязаны поддерживать определенный объем капитала против рисковых активов. В целях бухгалтерского учета секьюритизация может рассматриваться как продажа активов, а не как заем. Поэтому секьюритизация позволяет не показывать долг на балансе, как это было бы при ином источнике финансирования, и устраняет необходимость поддержания доста-точности капитала.

1. Снижение стоимости привлеченных ресурсов. Как показывает мировой опыт, секьюритизация активов как способ привлечения инвестиций связана для компаний с мень-шими издержками, чем традиционная практика банковского кредитования. Привлекательная стоимость финансовых ресурсов является основным конкурентным преимуществом данного источника финансирования. Ценные бумаги, обеспеченные активами, могут иметь более высокий инвестиционный рейтинг и, соответственно, меньшую процентную ставку, нежели необеспеченные активами корпоративные ценные бумаги. Подготовкой к эмиссии и размещением ценных бумаг занимается SPV, поэтому у компании также снижаются и тран-закционные издержки, что приводит к общему снижению расходов в сравнении с прямым выходом компании на фондовый рынок. За счет ликвидации риска банкротства для инве-сторов многие компании получают возможность оптимального использования своих наиболее ценных активов, дебиторской задолженности, получая доступ к относительно дешевому финансированию. Определенные виды секьюритизации могут также привести к снижению средневзвешенной стоимости капитала оригинатора (Weighted Average Cost of Capital – WACC) путем использования структуры ценных бумаг со старшими/субординированными траншами (senior/subordinated securities) на уровне SPV.

2. Дополнительный источник финансирования. Если крупные компании с высоким рейтингом могут рассчитывать на институциональных инвесторов, то небольшим компаниям, занимающим нижние строчки в таблицах рейтинга, на это рассчитывать не приходится. В результате секьюритизации финансирование могут получить небольшие или имеющие рисковые активы фирмы, которые иначе не имели бы доступа к широкому кругу инвесторов. Для первоклассных заемщиков, компаний с высоким рейтингом кредитоспособности, секьюритизация может выступать в качестве комплементарного источника финансирования.

3. Гибкость в управлении корпоративными финансами. Некоторые компании про-должают использовать программы секьюритизации даже во времена снижения их кредито-способности. Это может происходить в том числе на спаде экономики, когда банки и другие кредитные организации осторожно относятся к выдаче кредитов и пролонгации ранее открытых кредитных линий своим клиентам. Поэтому в определенной степени секьюрити-зация может использоваться как инструмент антикризисного управления. При этом секью-ритизация в силу сложности и длительности ее организации не может использоваться как инструмент оперативной помощи, а должна рассматриваться как стратегический выбор ком-пании-заемщика.

4. Диверсификация портфеля. С помощью секьюритизации компания может реструктурировать часть своего портфеля, инвестируя в различные активы для снижения региональных или отраслевых рисков. Диверсификация имеет важное значение, поскольку колебания во времени, происходящие на рынке любого источника заимствования, могут ограничить возможность компании в долгосрочном финансировании. Использование мно-жественных источников финансирования позволит секьюритизировать портфель, захеджи- ровав его от изменений в процентной ставке. Потребность в надежном и разнообразном финансировании наблюдается прежде всего у небольших не обеспеченных финансовой под-держкой материнской компании предприятий. Диверсификация источников финансирования снижает зависимость (подчас монопольную) от одного/нескольких крупных кредиторов (вкладчиков), что снижает как риски, так и цену привлечения .

5. Повышение ликвидности. В своей классификации финансовых инноваций Банк международных расчетов (Bank for International Settlements – BIS) отмечает, что, наряду с передачей кредитных рисков, именно улучшение показателей ликвидности является главной инновационной характеристикой секьюритизации активов как техники финансирования. Секьюритизация, в процессе которой банки фактически трансформируют средне- и долгосрочные активы в ликвидные денежные средства, повышают показатели мгновенной и текущей ликвидности. Секьюритизация позволяет компании варьировать размер и состав портфеля в зависимости от изменения индикаторов экономики, таких как рыночная процент-ная ставка, условия предоставления кредита и доступность средств. Ликвидность – одно из важнейших преимуществ секьюритизации по сравнению с другими источниками финанси-рования. Допустим, компания решает привлечь заемное финансирование в период кризиса. Очевидно, что полученный в банке кредит будет не столь обращаемым на рынке, как дол-говое обязательство. Программа секьюритизации также позволяет создать ликвидность на рынке, что является важным достижением с точки зрения макроэкономической политики. Секьюритизация увеличивает объем свободных средств на рынке среднесрочного финан-сирования, поскольку предполагает непосредственный выход на рынок инвесторов, минуя кредитные банки-посредники.

6. Оптимизация управления балансом предприятия. Повышение согласованности активов и пассивов. Согласно Базельскому соглашению, финансовые организации обязаны поддерживать определенный объем капитала против рисковых активов . Для целей бухгалтерского учета секьюритизация рассматривается как продажа активов, а не как заем, что позволяет не показывать долг на балансе (забалансовое финансирование), как это было бы при ином источнике финансирования. Преодолевая ограничения, порождаемые банковскими нормативами (снижается нагрузка на капитал), заемщик (инициатор) фактически приобретает большую свободу действий. Секьюритизация части портфеля предприятия позволяет снизить рисковую концентрацию портфеля, а продажа непрофильных активов позволяет предприятию сфокусироваться на основных направлениях деятельности. Это и гибкость в управлении активами и пассивами за счет изменения структуры баланса. Секьюритизация позволяет наиболее эффективным способом согласовать потоки платежей по активам и пассивам и тем самым снизить процентный риск и риск досрочного погашения (критичный для ипотечных кредитов). Секьюритизация активов позволяет изменять ряд важных с точки зрения управления структурой баланса показателей, в том числе срочность обязательств, ликвидность и структуру рисков.

7. Эффективное разделение рисков: управление и контроль. Секьюритизация активов позволяет распределить риски между собственником активов, инвесторами, провайдерами кредитной и ликвидной поддержки. Оригинатор освобождается от кредитного риска по активам, используемым в качестве обеспечения, перенося его на других участников сделки. Считается, что риски расщепляются в ходе секьюритизации (unbundling) Риск можно рас-пределить во времени, путем создания траншей с различными сроками погашения. SPV будет структурировать эмиссию, разделяя выпуск ценных бумаг по классам младшей, средней и старшей категорий. Субординация ценных бумаг может рассматриваться как один из способов хеджирования рисков. Для инициатора секьюритизации это возможность контроля за кредитным риском путем его передачи третьей стороне/сторонам. Во-первых, риск невозврата можно передать стороне, которая в силу своей специфики готова за определенную плату принять его на себя (страховая компания, предоставляющая страховое покрытие, провайдер кредитной защиты, наконец, склонный к риску инвестор (risk-taker), своим предпочтением младших субординированных классов «вступающий в долю»). Во-вторых, возможно целенаправленное воздействие на структуру кредитных рисков путем реинве-стирования денежных средств, вырученных от сделки, в кредитные требования с меньшим уровнем риска. Наконец, при секьюритизации той части активов, для которой характерен риск концентрации, достигается эффект диверсификации остального портфеля активов. Кроме того, снижается и концентрация рисков, связанных с проведением пассивных операций при переходе от работы с мелкими вкладчиками к привлечению средств крупных инсти-туциональных инвесторов.

8. Долгосрочное финансирование. В отличие от факторинга (краткосрочное финан-сирование, сроком до 180 дней) секьюритизация – преимущественно долгосрочное финан-сирование, средним сроком 5 лет, что особенно актуально в условиях априорного для рос-сийских компаний дефицита «длинных денег».

9. Забалансовый механизм финансирования. Секьюритизация, проводимая в целях улучшения показателей финансовой отчетности, обычно рассматривается как сделка купли- продажи активов, но не как финансирование, оригинатор не записывает такую сделку в каче-стве обязательства на своем балансе. Такое внебалансовое финансирование позволяет при-влекать денежные средства без повышения соотношения между заемным и собственным капиталом оригинатора (leverage) или коэффициента задолженности в финансовой отчетности оригинатора. Это имеет особое значение для банков-оригинаторов. Секьюритизированные активы перестают учитываться на балансе оригинатора (в случае true sale), а значит, не учитываются при расчете нормативов достаточности собственного капитала.

10. Беззалоговое финансирование. Не требуется дополнительного обеспечения. Наи-более важным результатом программы секьюритизации является снижение риска для инве-сторов, поскольку новое юридическое лицо обладает понятным и определенным набором активов с достаточно предсказуемыми поступлениями (платежи по активу). В итоге риск для инвестора оказывается ниже по сравнению с прямыми инвестициями или предоставлением заемных средств компании – инициатора секьюритизации. Снижение уровня рисков позволяет кредитору получить средства для новых сделок при затратах, меньших по сравнению с банковскими кредитными ставками. Согласно гипотезе ухода от конкурсного производства (bankruptcy opt-out hypothesis), предложенной Кристофером Фростом, секьюритизацию активов можно рассматривать как разумный ответ на несовершенство конкурсного производства. Законодательство предоставляет необеспеченным кредиторам возможность требовать от обеспеченных кредиторов многочисленных уступок. Таким образом, приоритет, имеющийся у обычных обеспеченных кредиторов, не в полной мере защищает их права. Секьюритизация же позволяет кредиторам SPV без потерь избежать конкурсного производ-ства оригинатора и связанных с ним проблем.

11. Улучшение финансовых показателей. Еще одно преимущество секьюритизации – это улучшение ряда финансовых показателей. Секьюритизация обеспечивает своего рода «тонкую настройку» отдельных балансовых показателей.

• Рост доходности активов (коэффициента ROA). При неизменной величине дохода (выручки) сокращение объема активов на балансе предприятия приводит к увеличению доходности активов, тем самым делая финансовый «портрет» предприятия более привлека-тельным для будущих кредиторов.

• Рост доходности собственного капитала (коэффициента ROC). Не требуемый для поддержания секьюритизируемых активов капитал будет способствовать росту доходности капитала при неизменности величины получаемого дохода.

Подготовка к секьюритизации дает возможность заглянуть «внутрь» самой компании и оценить качество проводимого ей ремонта и технического обслуживания имущества. При этом проверяется информационный менеджмент компании. Информация требуется андер-райтеру 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 позво-ляет подробно отслеживать ежедневные операции компании и делать вывод о том, насколько она успешна.

Для банков кредиты, отчужденные с баланса, не учитываются при расчете нормативов достаточности собственного капитала, ликвидности и максимального риска на одного заемщика. В связи с этим можно утверждать, что секьюритизация играет важную роль в составлении финансового профиля компании, в частности в присвоении ей определенного кредитного рейтинга. В качестве примера можно привести деятельность Fitch IBCA, исполь-зующего показатель секьюритизации, как один из критериев оценки компаний. В частности, в своем анализе агентство использует модель капитала, скорректированного на уровень риска.

Секьюритизация обычно не рассматривается в качестве схемы, обеспечивающей опти-мизацию налогообложения. Обычно стороны стремятся добиться нейтральности секьюри-тизации для налоговой позиции участников (в том числе, в отношении налога на прибыль и налога на добавленную стоимость).

12. Рост капитализации. Помимо роста прибыли, улучшения показателей рентабель-ности собственного капитала можно говорить о росте стоимости компании. Пример повы-шения рыночной капитализации путем секьюритизации – сделка National Westminster Bank Plc (NatWest), который в 1996 г. продал кредиты с низкой доходностью на сумму 3 млрд ф. ст. спецюрлицу Repeat Offering Securitisation No.1 Ltd. (ROSE Funding). Секьюритизированные активы составили примерно 4 % от общего портфеля корпоративных кредитов банка или одну треть всех кредитов, выданных крупным промышленным корпорациям. Благодаря продаже кредитов нагрузка на собственный капитал уменьшилась на сумму 249 млн ф. ст. Помимо этого банк выдал новые кредиты на сумму почти 3 млрд ф. ст. Состав заемщиков отличался по географии и условиям кредитования от прежнего состава, что также способствовало большей диверсификации рисков портфеля. Повысилась и рентабельность капитала. Это связано с тем, что после списания активов с баланса в результате секьюритизации требовался меньший объем собственного капитала, чем при традиционном финансировании. Доходы банка сразу после секьюритизации снизились, чему способствовали расходы на организацию, снизившие банковскую маржу. Данная сделка считается первой в Европе по секьюритизации первоклассных корпоративных кредитов банком, имеющим устойчивое финансовое пополнение. До этого подобные сделки проводились с проблемными кредитами, выданными корпоративным заемщикам, в частности, французским банком Bank Credit Lyonnais.

13. Обеспечение финансовой независимости оригинатора. Наряду с повышением ликвидности, рентабельности компании-оригинатора, нельзя не отметить ряд качественных моментов, оказывающих позитивное воздействие на финансовое положение оригина- тора. Наличие необходимого объема ликвидных средств предоставляет оригинатору свободу финансового маневрирования, а улучшение показателей ликвидности гарантирует его пла-тежеспособность. Ограниченность собственных средств и возможностей финансирования уходят в прошлое, когда оригинатор получает доступ к каналу секьюритизации. Это означает оперативное реагирование на изменяющиеся макроэкономические условия и в долгосрочном плане – финансовую независимость оригинатора.

14. Расширение бизнеса и числа инвесторов. Средства, получаемые компанией по имеющимся обязательствам, могут быть размещены в иные активы, способствуя заключению новых контрактов и получению дополнительных доходов. Ускорение оборотного капитала будет способствовать оптимизации денежных потоков компании. Доступ к разнообразным источникам финансирования позволяет компаниям пользоваться благоприятными условиями рынка. 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.

15. Снижение расходов на управление активами (reduction of agency costs). Менеджмент компании в силу разных причин далеко не всегда действует эффективно и в интересах компании, поэтому приходится его контролировать, что чревато дополнительными расхо-дами. Такие расходы существенно сокращаются, если отслеживать не многочисленные мел-кие денежные поступления по дебиторской задолженности в течение значительного проме-жутка времени, а единовременное поступление крупной денежной суммы от SPV. Чтобы и в дальнейшем избавить денежные поступления от возможных манипуляций со стороны менеджмента, оригинаторы приобретают на них новую дебиторскую задолженность (напри-мер, выдают или покупают новые ипотечные кредиты) или сразу же распределяют прибыль между акционерами.

16. Репутационный эффект. Это улучшение имиджа компании, повышение ее при-влекательности для клиентов, с одной стороны, и кредиторов – с другой. Размещение компа-нии на фондовом рынке – это первый шаг на международный рынок капитала, приобретение публичной истории, а значит, повышение надежности предприятия в глазах иностранных кредиторов и залог будущего выгодного кредитования. Создание кредитной истории позволит упростить для компании получение кредита в будущем.

17. Будущая кредитная поддержка. В результате секьюритизации расширяется круг субъектов, которые могут предоставить поддержку кредита. Дело в том, что лицо, предо-ставляющее поддержку кредита в форме гарантии, обычно обязано иметь не меньший кре-дитный рейтинг, чем ценные бумаги, исполнение обязательств по которым оно гарантирует. Количество таких высокорейтинговых гарантов, включая банки, относительно невелико, а стоимость предоставления гарантии может быть достаточно высокой.

Критически оценивая приписываемые секьюритизации преимущества, хотелось бы отметить, что гибкость инструмента можно рассматривать исключительно как возможность диверсификации источников финансирования. С точки зрения организации привлечения финансирования инструмент абсолютно не гибкий, что и представляет собой один из недо-статков секьюритизации, речь о которых пойдет в следующем разделе.

8.1.2. Преимущества секьюритизации для инвестора

Для инвестора результат секьюритизации – инвестиционный продукт с определенным набором активов и достаточно предсказуемыми поступлениями: инвестиции осуществляются под конкретные, хорошо проверенные сделки, а риски, связанные с секьюритизированными активами, инвесторам оценить легче, нежели риски, связанные с совокупностью всех материальных и нематериальных активов фирмы. В результате риски инвестора снижаются, а информационная асимметрия несет в себе меньший искажающий эффект.

Принимая решение в пользу вложений в обеспеченные ценные бумаги, инвестор будет исходить из характеристик ликвидности, доходности и рискованности, проводя сравнитель-ную оценку с другими инструментами рынка:

1. Надежность. Выпуск обеспеченных долговых обязательств сопровождается при-своением кредитного рейтинга. Как правило, это высокий кредитный рейтинг, свидетель-ствующий о надежности обеспечения эмитента. Выпуск обеспеченных долговых обязательств гарантирует более низкую процентную ставку при финансировании по сравнению с долговым обязательством, не покрытым обеспечением. Это говорит о сравнительно низком уровне риска (риски активов отделены от рисков инициатора секьюритизации), что привлекательно для консервативных инвесторов. Надежность принято оценивать с двух сторон: при обращении (с момента размещения до полного погашения) и в случае банкротства эмитента (bankruptcy remoteness). Надежность при обращении оценивается на основе качества актива обеспечения: в покрытие изначально включаются активы высокого качества, а совокупная стоимость активов не должна быть ниже совокупной задолженности эмитента по обеспеченным бумагам. Надежность в случае банкротства – это выполнение принципа защищенности от банкротства эмитента , когда в отношении актива обеспечения в случае банкротства необходимо точно знать, кто примет покрытие в управление, кто будет получать финансовые потоки покрытия с момента возбуждения процедуры банкротства эмитента, а также как законодательно регулируется вопрос.

2. Доходность. Ставка ABS превышает ставку безрисковых государственных казна-чейских бумаг, при этом уровень риска немногим отличается. Большая часть бумаг имеет рейтинг triple-A (AAA). Доход отличается от транша к траншу. Большая часть рисков перено-сится на младшие, поэтому и процентная ставка по младшим ценным бумагам SPV больше, чем по старшим. Вместе с тем средняя ставка процента по ценным бумагам старшего и млад-шего выпусков оказывается ниже ставки, которую имели бы неструктурированные ценные бумаги SPV.

3. Ликвидность. Активы, служащие обеспечением, могут быть реализованы на вторич-ном рынке, что предполагает ликвидность данного инструмента.

4. Прозрачность. Ценные бумаги имеют понятную структуру, предсказуемый поток платежей. Риски, связанные с обычными секьюритизированными активами – дебиторской задолженностью, инвесторам оценить легче, нежели риски, связанные с совокупностью всех материальных и нематериальных активов фирмы. Дебиторская задолженность, как правило, в наименьшей степени отражает специфику фирмы. Она представляет собой совокупность прав требования к третьим лицам и с момента возникновения практически не подвергается какому-либо внешнему воздействию. Инвесторам одинаково легко оценить дебиторскую задолженность как известных фирм, так и менее известных и надежных компаний. Прозрач-ность включает две составляющие: регулярный контроль инвесторов за стоимостью покрытия и свободный доступ инвесторов к информации.

Поэтому, принимая во внимание рассмотренные выше показатели риск-доходности, инвесторы, приобретающие ценные бумаги, обеспеченные активами, получают следующие преимущества:

• возможность осуществлять инвестиции в разные виды активов заемщика, выбирая транши, несущие различную степень риска и доходность, что дает инвесторам возможность оптимизировать структуру своих портфелей и выходить на новые рынки инвестиций;

• ценные бумаги, обеспеченные активами, меньше подвержены ценовым колебаниям по сравнению с корпоративными облигациями;

• по ценным бумагам, обеспеченным активами, предлагается более высокий доход, чем по государственным облигациям, имеющим сопоставимый рейтинг;

• ценные бумаги, обеспеченные активами, обычно не подвержены событийному риску (event risk) или риску снижения рейтинга у единого заемщика, а также не подвержены част-ным политическим и экономическим рискам;

• снижение информационных издержек (если при приобретении обычных ценных бумаг инвестору необходимо найти и проанализировать информацию о менеджменте компании, перспективах бизнеса и истории, то при покупке ценных бумаг секьюритизации инвестор может ограничиться анализом информации о структуре сделки, о пуле кредитов и об обслуживающих данную сделку лицах);

• распыление рисков при объединении небольших по размеру активов в огромный пул.

Вышеназванные преимущества приводят к снижению ставки процента, которую ори-

гинатор платит за привлекаемый капитал.

В целом механизмы секьюритизации оказывают позитивное влияние на экономику страны, способствуя стимулированию экономического роста, более эффективному распре-делению рисков финансового сектора, удешевлению и увеличению продолжительности кре-дитов для конечных потребителей банковских продуктов.

8.2. Недостатки секьюритизации, взгляды на проблему и методы оценки

Основными недостатками секьюритизации как способа рефинансирования кредитов для банка являются сложность организации сделки и высокие издержки ее проведения и, как следствие, ее высокая стоимость. Поэтому к механизму секьюритизации, как правило, при-бегают крупные компании, которые могут позволить себе бремя организационных затрат. Это, как правило, крупные компании, но не обладающие высоким кредитным рейтингом, вследствие чего не имеющие возможности заимствования на международном рынка капитала от своего имени. Компании, имеющие высокий кредитный рейтинг, проверенную кредитную историю и налаженные контакты с банками, в меньшей степени будут заинтересованы в секьюритизации.

Помимо высокой стоимости секьюритизации сделки отличают сложность организации и длительность подготовительной работы. Это правовое регулирование сделок, четко определяющее структурные аспекты сделки только в ряде европейских стран. Подробнее рассмотрим каждую из возможных проблем секьюритизации.

Высокая стоимость секьюритизации активов. Мировой опыт свидетельствует, что организация любой секьюритизации – мероприятие весьма дорогостоящее, а выпуск струк-турированных инструментов сопряжен с существенными фиксированными расходами, не зависящими от объема сделки. Это объясняется высокими операционными издержками (start-up/transaction costs) и расходами на текущее управление и контроль. Это и расходы на получение кредитного рейтинга, аудиторского заключения, консультации юристов, прове-дение налоговой экспертизы. Дополнительные издержки компания-оригинатор несет вслед-ствие необходимости юридического оформления сделки, проведения презентаций, выплаты комиссий участникам сделки и др.

Длительность подготовки. Длительность процесса подготовки и необходимость стратегического подхода – важное отличие секьюритизации активов от традиционных инструментов финансирования. Так, разработка схемы финансирования часто занимает от нескольких месяцев до года. Длительным в большинстве случаев является также и перего-ворный процесс со всеми сторонами сделки.

Новизна и правовая неопределенность. Как любой новый инструмент на рынке секьюритизации несет в себе риск новизны. С тем, чтобы максимально сократить новизну продукта, адаптировав его к рынку, проводятся встречи с инвесторами: хедж-фондами и инвестиционными группами. Как правило, этим занимается организатор сделки (банк), который проводит road show, представляя инвестиционный продукт потенциальным поку-пателям. Это дает инвесторам возможность ознакомиться с инструментом и понять, как он работает. Наряду со сложностью и новизной инструмента, существенно усложняет процесс привлечения инвесторов правовая неопределенность. В настоящее время лишь отдельные европейские страны имеют законодательство, подробно регулирующее отношения, возника-ющие при секьюритизации, в том числе порядок передачи активов SPV, а также налоговые и надзорные последствия секьюритизации активов. В Европе каждый проспект эмиссии ABS содержит соответствующее предупреждение. Однако понятия отдельных элементов струк-туры различны для той или иной страны, что зачастую и вызывает недопонимание сторон.

Юридическая сложность сделок. документарная нагрузка. Проведение сделок секьюритизации сопряжено с большим объемом документации. Требуются глубокое пони-мание структуры сделки, тщательная проработка всех контрактных документов: это состав-ление договоров купли-продажи, в ряде случаев – договора залога, подготовка проспекта эмиссии. Не менее сложным является процесс согласования позиций со всеми сторонами

373

сделки. Кроме того, из объективной сложности сделки вытекает ее зависимость от законо-дательства страны, в которой она осуществляется, что приводит к так называемой конку-ренции юрисдикций. В странах с континентальной системой права проведение секьюрити-зации, как правило, невозможно без принятия соответствующих законодательных актов.

Минимальный объем сделки. Следует отметить, что в мировой практике секьюри-тизация используется при больших объемах финансирования. Более того, существует некий минимально необходимый объем сделки, при котором проведение секьюритизации является экономически целесообразным. Считается, что окупаются сделки от 100 млн долл. и сроком от 4-5 лет, что понятно, так как с увеличением объема сделки снижается удельный вес постоянных расходов на ее организацию. Подобное ограничение обусловливает недоступ-ность секьюритизации для небольших оригинаторов и вместе с тем порождает необходи-мость формирования крупного пула активов, совместно с другими оригинаторами. На прак-тике расходы могут распределяться между участниками сделки, если речь идет о нескольких продавцах активов в проекте. Тогда минимально необходимый объем, приходящийся на каж-дого из оригинаторов проекта, может сократиться в разы, составив менее 50 млн долл. По этой схеме возможность использования секьюритизации могут иметь и небольшие, средние предприятия, объединившись в единый пул оригинаторов.

Двойственность секьюритизации. Как было установлено выше, к секьюритизации чаще всего обращаются крупные компании. Это заемщики, по той или иной причине не имеющие возможности самостоятельно выйти на международный рынок капитала (отсутствует кредитный рейтинг). Менее крупные компании не могут себе позволить этот источник финансирования вследствие высокой стоимости сделки.

Возникает парадокс. С одной стороны, компании, заинтересованные в секьюритизации (малый, средний бизнес), не могут себе позволить инструмент секьюритизации. С другой стороны, компании, для которых бремя организационных затрат секьюритизации по силам, предпочитают выход на рынок заимствований от своего имени (при наличии достаточного кредитного рейтинга). Подобное несовпадение интересов и реальных возможностей потен-циальных оригинаторов раскрывает двойственность секьюритизации. Решением проблемы на практике может стать модель с несколькими продавцами активов в проекте (multi-seller vehicle). В этом случае расходы по сделке могут распределяться между несколькими орги- наторами.

Негибкость механизма. Любая сложно организованная система лишена маневренности. В случае изменения экономических условий на рынке сложно без потерь отказаться от идеи структурированного финансирования. Конечно, отказ возможен, но обойдется он дороже размещения по условиям неблагоприятного рынка. Таким образом, имеет место эффект храповика , когда процесс секьюритизации принимает необратимый характер, будучи запущенным его уже невозможно остановить без потерь для инициатора и организатора секьюритизации.

Избирательный подход к активам. Неблагоприятный отбор (cherry picking vs lemon selling). Как утверждалось ранее, основополагающим в секьюритизации является качество обеспечения. Вопрос качества активов, остающихся в портфеле оригинатора после секьюри-тизации, имеет первостепенное значение говоря о методике отбора активов. Существует два пограничных подхода к оценке активов. Согласно первому подходу (cherry picking), секью-ритизации подлежат активы наилучшего качества (premium class assets). Согласно второму подходу (lemon selling), с баланса целесообразно списывать не первоклассные активы, а напротив, активы худшего качества. Возникает дилемма, которая в англоязычной литературе получила название cherry picking vs lemon selling (сбор сливок или продажа лимонов). С одной стороны, если оригинатор продает активы, качество которых выше среднего качества портфеля, это неизбежно должно приводить к снижению качества активов, остающихся на балансе оригинатора, что, в свою очередь, может привести к ухудшению финансовых показателей и ущемлению интересов остальных групп инвесторов и клиентов оригинатора (банка). Следуя логике оппонентов, избавляясь от активов плохого качества, оригинатор сохраняет качество портфеля на прежнем высоком уровне и не теряет надежности в оценке кредиторов. Однако здесь возникает проблема неблагоприятного отбора (известного в лите-ратуре как adverse selection), ставшая классической в рамках экономической теории . В качестве альтернативы предлагается выбирать активы для секьюритизации случайным обра-зом, по принципу случайной выборки (random choice), что также не выдерживает критики. Ведь в любом портфеле будут найдены активы, не отвечающие строгим требованиям при-годности (eligibilty criteria), что недопустимо с точки зрения формирования эталонного пула секьюритизации . На практике не используется ни один из рассмотренных выше марги-нальных подходов отбора – применяется компромиссный вариант. При этом эмпирические исследования доказывают, что секьюритизация активов не приводит к ухудшению качества портфеля.

Ужесточение контроля платежной дисциплины. Данная особенность характерна в первую очередь для банков-оригинаторов, которые продолжают обслуживать уступленные банковские активы после их продажи SPV. У банка-оригинатора возникает меньше свободы проявить гибкость и снисхождение к клиентам, допустившим просрочку платежа или выплату не в полном объеме по секьюритизированному кредиту. Оригинатор уже не вправе по собственному усмотрению предоставить клиенту отсрочку платежа, согласовав новый график погашения кредита с учетом пожеланий клиента, внести изменения в условия действующего кредитного договора, реструктуризировать долг. Отношение банка к клиенту становится более требовательным и официальным. Подобная практика ужесточения платежной дисциплины наблюдается в случае банковских активов, а также при секьюритизации платежей по договорам лизинга, факторинга, страхования.

Возможное ухудшение качества обслуживания клиентов. Риск оппортунизма ори-гинатора. В большинстве сделок истинной продажи актива инициатор секьюритизации при-нимает на себя функцию обслуживания секьюритизированных активов после их продажи. Означает ли это, что оригинатор будет обслуживать проданные в результате секьюритизации активы с той же степенью добросовестности, что и собственные активы оригинатора, остающиеся на балансе? На этот счет высказываются сомнения. При секьюритизации ори- гинатор уже получил доход от продажи активов, а за услугу обслуживания оригинатор полу-чает комиссионное вознаграждение. С этой точки зрения, оригинатор казалось бы не моти-вирован прилагать равные усилия к обслуживанию портфеля, что и до секьюритизации, а значит возникает риск оппортунистического поведения оригинатора. Вместе с тем оригина- тор в первую очередь заинтересован в своевременном исполнении должниками своих обя-зательств, чтобы не допустить дефолта по бумагам. Срыв дисциплины негативно отразится на его репутации. Поэтому оригинатор не должен допустить дефолта по секьюритизированным активам. В соглашении, устанавливающем обязанности оригинатора, оговаривается, что обслуживание секьюритизированных активов будет проводится в соответствии с теми же принципами осторожности и осмотрительности, что и активов, остающихся на балансе оригинатора. Часто в текст договора включается условие о том, что оригинатор обязуется действовать добросовестно и принимать все необходимые меры для недопущения ухудшения качества обслуживания кредитов [Бэр, 2006, с. 381].

Моральная ответственность (moral recourse). Как было установлено ранее, в боль-шинстве сделок оригинатор продолжает обслуживать активы, выступая в качестве сервисного агента. Можно предположить, что в ситуации, когда должник перестанет выполнять свои обязательства по базовому договору, у оригинатора может появиться моральное давление покрыть убытки по сделке в размере, превышающем оговоренный. Вместе с тем он не связан для этого какими-либо юридическими обязательствами.

Репутационный риск. Если при оценке преимуществ секьюритизации мы говорили о репутационном эффекте при успешном проведении и мониторинге сделки, равный по силе репутационный риск принимает на себя оригинатор в случае неисполнения взятых на себя обязательств по сделке. Негативные отзывы о сделке могут неблагоприятно отразиться на текущих и будущих отношениях оригинатора с клиентами и кредиторами.

Ограничения мониторинга. Риск смешения активов. При мониторинге портфеля активов на практике оригинатор может столкнуться с ограничениями технического характера. Программное обеспечение, используемое для мониторинга портфеля активов (чаще всего – кредитного портфеля), как правило, не позволяет идентифицировать, какие из активов секьюритизированы (проданы), что порождает риск смешения активов (commingling risk). Вместе с тем подобная закрытость позволяет гарантировать, что сделка секьюритизации не изменит отношение оригинатора к клиентам.

Узкая применимость. При финансировании сделок по слиянию и поглощению (M&A) и проектном финансировании, когда особое значение приобретает размер кредита, оперативность проведения сделки и гибкость при определении ее условий, синдицированные кредиты имеют преимущества в сравнении с секьюритизацией. Более того, не во всех отраслях экономики данный инструмент финансирования оказывается востребованным в равной степени. Спрос на данный инструмент формируют в первую очередь финансовые компании (банки, инвестиционные компании), обладающие долгосрочными активами в портфеле, заинтересованные в их рефинансировании.

Раскрытие информации. Компании, инициирующие секьюритизацию как заемщики, не хотят обнародовать информацию стратегического характера. Поэтому оригинатор не информирует должников о продаже активов.

Ограничение свободы приоритета. В случае ликвидации портфеля, когда выручка от продажи активов является единственным источником средств для погашения кредита, рейтинговые агентства ограничивают права заемщика на приоритетное получение дохода. После погашения кредита оставшиеся средства направляются на погашение нот.

Требуемая высокая подготовка инвестора. С точки зрения всей документации по сделке ABS рассчитаны на выносливого и вдумчивого инвестора. Помимо проспекта эмиссии требуется изучение отчетов, выпускаемыми рейтинговыми агентствами. Необходимость изучения материалов в таком объеме останавливает многих инвесторов. Однако именно грамотный инвестор оценит преимущества обеспеченных ценных бумаг, выпускаемых под понятное покрытие с регулярно генерируемым денежным потоком.

В дополнение к недостаткам общего характера, с точки зрения банка-оригинатора, можно отметить ряд характерных для банковской отрасли нюансов. Это проблемы в области банковского надзора, банковская тайна и защита информации. В большинстве европейских стран секьюритизация активов получила широкое распространение только после того, как появились документы, разъясняющие позицию надзорных ведомств. Как отмечалось ранее, секьюритизированные активы не учитываются при расчете норматива достаточности соб-ственного капитала, а это вызывает вопросы надзорных органов: на каких условиях секью-ритизированные активы не подпадают под действие требований о резервировании собствен-ного капитала.

Подводя итог сказанному, следует отметить, что инициатор секьюритизации должен иметь весомые экономические причины, чтобы пойти на временные и материальные затраты, связанные с ее организацией. Экономия в стоимости привлеченных средств должна перекрыть расходы на организацию финансирования. Только в этом случае секьюритизация докажет свою эффективность, а риски, принимаемые на себя оригинатором, будут экономически оправданы.

8.3. Анализ и управление рисками секьюритизации

Как и любой финансовый инструмент, секьюритизация несет в себе определенные риски, а задача компании – инициатора секьюритизации сводится к эффективному управлению ими. Адекватная идентификация рисков секьюритизации позволяет не только своевременно оценить их количественно, но главное – выстроить комплексную защиту в рамках заданной транзакции.

В целом модель секьюритизации включает три источника риска: секьюритизируемые активы, участники сделки и ценные бумаги, обеспеченные активами. Вид и степень риска во многом зависят от категории актива. Для ипотечных активов определяющими являются стоимость обеспечения, вид передаваемого в залог объекта недвижимости, размер кредита, демографическая и географическая концентрация кредитов в пуле, а также график выплат основной суммы долга. Для автомобильных кредитов риск неплатежей в значительной мере определяют вид и возраст транспортного средства, условия предоставления кредита и его форма, концентрация кредитов в пуле. Качество активов является основополагающим фак-тором в оценке рисков секьюритизируемых активов.

8.3.1. Классификация рисков секьюритизации

Проведенный автором комплексный анализ рисков, сопряженных с секьюритизацией финансовых активов, позволяет систематизировать их на следующие блоки: риск активов, или риск обеспечения (asset/ collateral risk), риск структуры, или риск денежного потока (structural/ cash flow risk), в том числе правовой риск (legal/regulatory risk), риск эмитируемых бумаг (asset-backed securities risk), риск третьей стороны (third party risk). Аналогично рассмотренным в разделе 8.1 преимуществам секьюритизации, с точки зрения каждой из сторон сделки, структура рисков для каждого из участников секьюритизации различна. Для кредитора как инициатора секьюритизации – это кредитный риск, связанный с возможностью непогашения или несвоевременного погашения долга заемщиком, для эмитента и SPV – это риск активов и качества обеспечения, соответственно, для инвесторов – это риск неис-полнения обязательств по обеспеченным ценным бумагам.

^Инстициональные j —

Рис. 8.1. Классификация рисков секьюритизации финансовых активов

В стандартной схеме секьюритизации распределение кредитных рисков между сторо-нами сделки происходит следующим образом. Оригинатор принимает на себя стандартный риск или риск первых потерь (first-loss absorption) . Провайдер кредитного обеспечения (credit enhancer) покрывает чрезвычайные риски, связанные с наступлением неблагоприятных обстоятельств (second-loss absorption). Оставшиеся риски принимают на себя инвесторы (third-loss absorption).

Риск активов (asset/collateral risk)

Оценка данного класса рисков необходима, поскольку при определенных обстоятель-ствах они могут привести к сокращению объема или задержке выплат, изменив соответ-ственно доходность ценных бумаг.

К рискам активов (покрытия или обеспечения) относят риск неисполнения обязатель-ства, или дефолта, риск неплатежа, или кредитный риск, риск досрочного погашения (при-менимый для кредитных активов), или задержки платежа, связанные с ними риски реинве-стирования и ликвидности, а также риск изменения процентных ставок и обменных курсов валют.

Риск неисполнения обязательства или дефолта заемщика (default risk). Это риск, возникающий вследствие несостоятельности должника. Дефолт принято определять как неисполнение или ненадлежащее исполнение заемщиком своих обязательств, в силу которого кредитор вправе в одностороннем порядке расторгнуть договор, потребовав досрочного погашения долга. Риск дефолта можно считать частным случаем кредитного риска, преимущественно относящийся к договорам займа и кредита. В более привычном смысле дефолт рассматривается как банкротство заемщика, а риск дефолта в этом случае означает вероятность его полной неплатежеспособности.

Риск досрочного погашения. Риск получения кредитором полного или частичного исполнения по кредитному договору ранее оговоренного в договоре срока. Это приводит к сокращению срока базового финансового актива, что влечет за собой неполучение кредито-ром части прибыли от уплаты процентов. Данный вид риска характерен для любых кредит-ных продуктов и его можно считать сопряженным процентному риску, поскольку кредитор в случае досрочного возврата заемщиком долга несет потери от недополученной суммы про-центов. В законодательстве ряда стран предусмотрена защита кредитора от риска досрочного погашения долга . Оценка вероятности досрочного погашения кредита составляет основу моделирования ипотечной секьюритизации .

Риск структуры или риск денежного

потока (structural/cash flow risk)

Структурные риски – широкая категория рисков секьюритизации, которую по-другому можно было бы охарактеризовать как риски секьюритизации, поскольку они зависят от выбранного метода и качества структурирования сделки. Возникают они как следствие комбинирования большого числа элементов и множества участвующих в сделке сторон. Поэтому разделить структурные риски можно на группы из рисков отдельных элементов структуры, рисков, сопряженных с участниками сделки или институциональных рисков (риск банкротства эмитента, дефолт инициатора секьюритизации) и транзакционных рисков, или рисков сделок (риск несовпадения позиций, правовые и налоговые риски). В отличие от рисков покрытия, которые могут быть достаточно точно оценены и количественно рассчитаны, структурные риски по большей части предполагают качественный анализ сделки, что далеко не всегда дает точную оценку возможных потерь.

Институциональные риски

Риск несостоятельности/банкротства эмитента (insolvency/bankruptcy risk). Секью-ритизация позволяет эмитенту переносить риск дефолта на инвестора, однако не обеспечи-вает полную передачу риска, поскольку секьюритизированные активы сохраняют за собой значительный кредитный и финансовый риски. Как было установлено ранее, эмитент созда-ется таким образом, чтобы отвечать принципу защищенности от банкротства (bankruptcy remoteness), что достигается за счет специального назначения компании и его ограниченной правоспособности. В качестве независимой от инициатора организации SPV не несет риск компании – продавца активов, а только риск по купленным у инициатора активам.

Первостепенная задача инициатора секьюритизации – передача активов SPV. Поэтому если данная задача не выполняется в срок и в полном объеме, секьюритизация попросту не состоится. Банкротство же SPV влечет за собой досрочное погашение всех ценных бумаг, обеспеченных активами. При банкротстве эмитента в отношении активов обеспечения воз-никают следующие вопросы. Во-первых, что говорит законодательство и правопримени-тельная практика страны эмитента в этом случае. Во-вторых, кто примет покрытие в управ-ление. В-третьих, кто будет получать финансовые потоки покрытия с момента возбуждения процедуры банкротства эмитента. Важнейшее условие – это возможность выделения покрытия из конкурсной массы. При банкротстве эмитента назначается администратор покрытия. Эту функцию может выполнять конкурсный управляющий или специально назначенный администратор , не имеющий в отличие от конкурсного управляющего конфликта интересов с кредиторами эмитента.

Риск банкротства компании-инициатора. В случае признания компании-инициатора банкротом платежи по базовому договору могут быть заморожены (таким образом, прекратятся денежные поступления по активам, проданным эмитенту ценных бумаг). Для оценки вероятности такого развития событий компания предоставляет подробную информа-цию о собственной деятельности, финансовом состоянии и долгах перед третьими лицами для ее адекватного отражения в проспекте эмиссии. Риск банкротства компании-инициатора влечет за собой риск переквалификации сделки, когда суд может признать ее ничтожной, а факт передачи активов SPV неправомочным, соответственно.

Риск третьей стороны (third party default risk). Предусмотренные договором обязан-ности намеренно или в результате небрежности будут исполняться ненадлежащим образом (fraud, operational risk). Одна из сторон не исполнит принятые на себя обязательства (рас-смотренные выше риски несостоятельности и банкротства).

Транзакционные риски

Ошибки в договорной работе при учреждении SPV или при проработке структуры сделки, могут привести к включению активов, переданных в SPV, в конкурсную массу ини-циатора, что будет ущемлять права держателей ценных бумаг SPV. Если суд признает факт передачи активов займом инициатору, обеспеченным залогом пула активов, это может при-вести к последующему признанию залога ничтожным.

Правовой риск (legal/regulatory risk). Здесь можно выделить две категории: риск изме-нения законодательства в период размещения и обращения эмитированных ценных бумаг (regulatory risk) и документационные риски по сделке (documentation risks). Это риски, воз-никающие при юридической передаче активов (fraudulent conveyance/transfer risks), в том числе риск признания договора купли-продажи не действительным вследствие переквали-фикации сделки (requalification risk/recharacterisation risk).

Риск переквалификации сделки (requalification/recharacterisation risk). Риск связан с угрозой пересмотра сделки после продажи активов. Защита до заключения сделки (ex ante) заключается в правильной проработке условий договора купли-продажи и других договоров между инициатором и SPV с учетом требований законодательства и правоприменительной практики.

Риск признания договора купли-продажи недействительным. Основанием для этого может быть запрет на отчуждение проданного актива, прописанный в базовом договоре и санкции против нарушившего его продавца. Велик риск признания договора недей-ствительным или отказа от его исполнения в случае возбуждения дела о банкротстве ком-пании; договор купли-продажи может быть пересмотрен для включения его в конкурсную массу банкрота. Недействительность сделки влечет за собой двустороннюю реституцию: компания должна получить обратно активы и вернуть полученные средства инвестору-эми- тенту. Однако, если компания находится в процессе банкротства, то вероятность получения инвесторами своих средств крайне невелика.

Риск смешения активов (commingling risk). Одним из важнейших рисков, которые оценивают в контексте секьюритизации, является риск смешения активов, который возникает в случае, если уступаемые активы физически не могут быть отделены от других активов инициатора . При секьюритизации инициатор не теряет полностью связь с активом, ориги- натор после продажи активов выполняет функции сервисной (обслуживающей) организации (servicer). Так как должники инициатора, как правило, не уведомляются об уступке требо-ваний от оригинатора SPV, должники продолжают осуществлять платежи на счета ориги- натора, после чего инициатор, оказывая услуги SPV по обслуживанию платежей (активов), перечисляет средства по проданным требованиям на счета SPV. В связи с этим существует указанный риск смешения. Под смешением понимается ситуация, при которой денежные средства, принадлежащие инициатору, смешиваются с деньгами SPV при возбуждении про-цедуры банкротства в отношении инициатора и попадают в его конкурсную массу.

Риск несовпадения позиций (mismatching risk). Это риски несовпадения входящего потока платежей по секьюритизируемому активу с исходящим потоком по обеспеченным бумагам.

Риск валютного регулирования. Меры валютного регулирования приводят к увеличению издержек по сделкам секьюритизации с зарегистрированной за пределами России целевой 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.

Риск эмитируемых бумаг (asset-backed securities risk)

Бумаги, эмитированные в ходе секьюритизации, обеспечены только теми финансовыми активами (денежными поступлениями), которые явно соотнесены с данным выпуском. Иными словами, объем ответственности эмитента по данным обязательствам прямо ограничен объемом активов, обеспечивающих соответствующий выпуск ценных бумаг. Это означает, что прочие кредиторы SPV могут предъявить свои претензии в отношении денежных поступлений по активам (кредитам, лизинговым контрактам, договорам факторингового обслуживания), входящим в выделенный секьюритизируемый пул, когда долг по существу-ющему выпуску ценных бумаг будет полностью погашен. Более того, с целью эффективного осуществления другого принципа секьюритизации – принципа разделения (segregation principle) – держатели бумаг, выпущенных в рамках секьюритизации, получают первооче-редные залоговые права в отношении всех активов, обеспечивающих соответствующий выпуск. Как отмечалось ранее, рейтинг бумаг эмитируемых SPV, как правило, превышает рейтинг самого инициатора. Это, напомним, достигается за счет обособления активов обес-печения от активов инициатора секьюритизации, что позволяет отделить риски, соответ-ственно.

Различным по старшинству и уровню обеспечения траншам ценных бумаг присущи разные типы рисков. Ценность обеспечения может варьироваться в течение срока жизни бумаги. Кроме того, бумага может быть признана недействительной вследствие документа-ционных рисков, судебных издержек и изменения стоимости обеспечения. На первый план для инвесторов выходят риск банкротства SPV, риск банкротства учредителей SPV, доку-ментационные и правовые риски, риск инициатора секьюритизации.

Валютный риск. Валютный риск возникает, когда ценные бумаги номинированы и подлежат уплате в валюте, отличной от валюты, в которой номинирован и уплачивается базо-вый актив секьюритизации. Примером служит эмиссия еврооблигаций, номинированных в долларах США в программе секьюритизации, которая инициирована российским ориги- натором, обеспеченных покрытием из прав требования кредитам или другим финансовым активам, в рублях. В этом случае структура подвергается рискам негативных последствий от изменения валютных курсов, которые хеджируются посредством валютных свопов. Если валюта активов не соответствует валюте выпуска ценных бумаг целесообразно использовать договор валютного свопа, что позволит SPV захеджировать свой валютный риск.

Процентный риск. Процентный риск, или риск изменения процентной ставки, означает, что размер процентных платежей, порождаемых активами в течение сделки, окажется ниже, чем проценты, выплачиваемые по ценным бумагам. Это имеет место в случае, если ценные бумаги имеют фиксированный процент, в то время как активы характеризуются плавающей ставкой или наоборот. Данный риск возникает в ситуации, когда процентные платежи должников осуществляются в периоды, отличные от сроков выплат по ценным бумагам инвесторам, т. е. потоки платежей генерируются в течение сроков разной продолжительно-сти. Если активы и ABS номинированы в различной валюте, соответствующие колебания валютных курсов также могут угрожать надлежащему исполнению по ценным бумагам.

Процентный риск включает риск общего изменения процентной ставки в результате изменения рыночной конъюнктуры или денежно-кредитной политики центрального банка страны-оригинатора. Следствием изменения процентной ставки может стать досрочное погашение заемщиками обязательств по договорам, права требования по которым переданы в SPV. В первую очередь этот риск имеет отношение к ипотечной секьюритизации, поскольку ипотечные кредиты имеют наиболее длительные сроки погашения. Это риск досрочного погашения, о котором говорилось выше.

Риск ликвидности. Под ликвидностью ценных бумаг понимается возможность ее реа-лизации на рынке в короткие сроки по цене, соответствующей рыночной стоимости. Это один из факторов инвестиционной привлекательности. Для ценных бумаг, по которым совершается незначительный объем операций, характерен более высокий спред, а значит и более высоко ожидаемые потери. Большой спред – сигнал недостаточного интереса инвесторов к бумаге и ее меньшей ликвидности соответственно.

Риск налогового бремени. Налоговые последствия, возникающие при секьюритизации, обычно отличаются от налоговых последствий при заимствовании другим способом. Здесь особого рассмотрения требуют следующие вопросы:

• наличие уступки прав или требований (уступка будущих активов, получение средств, в виде досрочного погашения за будущие уступки);

• особые условия обращения долговых обязательств (возможная ранняя амортизация основной суммы, случаи досрочного выкупа бумаг эмитентом, что требует накопления ресурсов у эмитента для финансирования этих операций);

• наличие дополнительного обеспечения (overcollateralization) в структуре операций, т. е. 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 РФ 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 – предоставление займа ини-циатору. Если говорить об операции как об уступке, то она создает у инициатора убыток, в то же время у эмитента образуется доход при последующем получении исполнения по при-обретенным требованиям. Доход иностранной организации при последующем получении исполнения по уступке не является доходом от источника в РФ на основании ст. 309 НК РФ.

8.3.2. Механизмы управления рисками секьюритизации

Ни одна сделка секьюритизации не обходится без методов управления рисками. Способ защиты и ее объем зависят 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. Поэтому механизмы управления рисками секьюритизации подразумевают механизмы повышения надежности ценных бумаг, или credit enhancements, под которыми понимается предоставление гарантий на случай неисполнения должниками обязательств или кредитных линий, повышающих ликвидность. Это позволяет улучшить кредитное качество активов, стабилизировать порождаемый активами поток платежей, сделав тем самым бумаги более привлекательными для инвесторов. Понятие credit enhancement стало собирательным для всех используемых для этого способов защиты, разновидность которых зависит от класса секьюритизируемых активов, формы структурирования, рейтинга и различается по степени покрытия рисков, объему обеспечения сторон, принимающих риск на себя.

Среди инструментов управления рисками секьюритизации выделяют внутренние и внешние механизмы защиты (рис. 8.2):

• внутренние механизмы защиты от рисков — обеспечиваются организатором секью-ритизации или закладываются в структуру сделки (дополнительное обеспечение, суборди-нация ценных бумаг, избыточный спред, структурная поддержка и др.);

• внешние механизмы защиты от рисков — обеспечиваются сторонними организа-циями, известными на рынке компаниями, не являющимися прямыми участниками сделки (андеррайтеры, банки и финансовые институты как провайдеры кредитной и ликвидной под-держки, рейтинговые агентства, страховые компании, другие гаранты).

Кредитная

«подушка»

Андер

райтинг

Внутренняя

защита

Гарантии

Обозначения:

ОС – дополнительное обеспечение, R – резервы, Т – транширование, ES – избыточный спред.

Рис. 8.2. Механизмы управления рисками секьюритизации: внутренняя и внешняя защиты

Внутренние механизмы защиты

Дополнительное обеспечение (overcollateralization) – превышение стоимости продажи активов над минимально необходимым объемом погашения эмитируемых SPV бумаг. Суть механизма заключается в том, что активы передаются не по номинальной стоимости, а с «некоторым спредом» в цене, что обеспечивает минимальный резерв покрытия на случай неплатежеспособности клиента (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 секьюритизируемых активов, стабильности и рей-тинга инициатора и сервисного агента, сектора экономики и странового риска.

Дополнительное обеспечение можно было бы условно сравнить с полисом страхования, который приобретает инициатор секьюритизации за участие целевой компании в сделке. Часть 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 испол-

нения должником обязательств по базовому договору, возвращается инициатору секьюри-тизации.

Можно обнаружить сходство механизма дополнительного обеспечения и с принципом финансирования под уступку денежного требования. При факторинге финансовый агент (фактор) предлагает финансирование под уступку дебиторской задолженности, при этом до погашения задолженности выплачивается, как правило, 75-90 % от стоимости активов, а остаток суммы за вычетом своей комиссии – по факту погашения долга. В случае секью-ритизации SPV выплачивает инициатору стоимость покупки активов за вычетом «подушки обеспечения» до эмиссии ценных бумаг, а остальная часть (в размере, скорректированном на величину вознаграждения) выплачивается по мере поступления платежей от должников.

Избыточный спред (excess spread) – избыточная доходность, определяемая как разница между процентом по базовому активу, доходностью по эмитированным бумагам и процентом комиссионного вознаграждения за обслуживание секьюритизированных требова- ний .

Спред-счета/резервные/блокирующие счета/эскроу-счета (spread-, reserve- reimbursing-, escrow accounts). Это относительно новый, но в последнее время широко применяемый способ внутренней защиты. Счета формируются либо до начала сделки, либо регулярно пополняются в течение срока сделки за счет разницы между входящим потоком платежей и выплатами инвесторам. Для того чтобы аккумулировать на резервном счете некоторую начальную сумму, инициатор перечисляет на него либо часть продажной цены активов, либо предоставляет SPV субординированный заем, средства которого поступают на этот счет. Трасти, который управляет этим имуществом, вправе использовать аккумулированные на счете денежные средства на выплаты по ценным бумагам, покрывая тем самым убытки, возникшие в результате неплатежей, или преодолевая кассовые разрывы. Средства, остав-шиеся по окончании сделки на счете, перечисляются инициатору. Использование эскроу- счетов – нормальная практика в западной банковской системе. Деньги фактически «блоки-руются» на счете до наступления определенных обстоятельств, как правило, до исполнения договора. Практически все иностранные банки оказывают услуги эскроу-агента, который отрывает escrow account, с которого по представлении документов выпускают деньги в пользу бенефициара. В России нет прямого аналога блокирующих счетов. Гражданский кодекс прописывает невозможность банка контролировать движение средств по счету, а зна-чит невозможность блокирования средств банком . Поэтому существует деловая практика – «депонирование денег под условием», т. е. расчет через банковскую ячейку. Роль эскроу- агента выполняет в этом случае банк, выступающий одновременно депозитарием, а в дого-воре купли-продажи ценных бумаг с исполнением поставка производится против платежа. В определенной мере функционирование эскроу-счетов напоминает принцип использования аккредитива. Разница заключается в том, что аккредитив – независимое обязательство, а эскроу – договорное: акккредитивы раскрываются против стандартных документов, тогда как эскроу могут раскрываться против фактической проверки эскроу-агентом исполнения договорных обязательств.

Право регресса в отношении инициатора (originator recourse). Инициатор или аффи-лированное с ним лицо может принять на себя обязательство в ограниченном объеме осу-ществлять обратный выкуп дефолтных активов или предоставлять гарантию на соответ-ствующую сумму, принимая на себя, таким образом, долю кредитного риска. В западной практике данный способ используется крайне редко. Во-первых, здесь нарушается один из ключевых принципов секьюритизации. Риски активов не отделены от рисков инициатора секьюритизации. Поэтому рейтинговые агентства в этом случае не смогут присвоить эмиссии рейтинг больший, чем рейтинг инициатора. Во-вторых, обязательство обратного выкупа активов создает сложности для их списания с баланса, а значит, ставит под угрозу возмож-ность истинной продажи (true sale).

В сделках секьюритизации второго порядка (square-структурах), когда базовым активом по сделке являются эмитированные в ходе проведенной ранее секьюритизации ценные бумаги , используются сделки репо и возвратные сделки репо (rolling repo). По условиям сделки репо, в случае наступления кредитного события, сделка приостанавливается и SPV, заключившее соглашение с контрагентом (инициатором) о покупке и обратной продаже активов, вправе продать последнему ценные бумаги по оговоренной цене.

Система соподчиненных классов/старшинства (senior/subordinate) – эмиссия нескольких классов эмитируемых бумаг SPV, различающихся по степени риска, скорости погашения и другим параметрам. В такой структуре существуют старшие и младшие классы, причем младшие классы почти всегда имеют более низкий рейтинг и более высокий купон. В классической схеме структуризации бумаг SPV обязательства по бумагам старшего класса будут выполнены прежде обязательств по бумагам младшего класса, которые, в свою очередь, будут выполнены прежде сертификатов участия в SPV Таким образом, младшие классы «защищают» старшие от потерь, повышая их надежность и кредитный рейтинг.

Младшие транши могут также быть разделены по уровню риска, например, на мезо-нинные транши (second loss position) и equity-транши (first loss position). Мезонинный транш имеет более высокую доходность по сравнению со старшими траншами и может быть продан инвесторам, для которых риск, связанный с second loss position, является приемлемым. Как правило, equity-транш, имеющий самый высокий купон в сделке, выкупается самим организатором секьюритизации.

Структурная поддержка – фиксация событий «триггеров», наступление которых при-водит к перераспределению денежных потоков по сделке. В случае наступления негативных событий, определенных в проспекте ценных бумаг, все платежи от пула активов направля-ются на погашение бумаг старшего класса. К структурной поддержке относится установление минимального коэффициента покрытия долга активами (Debt Service Coverage Ratio – DSCR) – отношения доходов от активов к сумме необходимых выплат по облигациям за определенный период времени, который характеризует качество обеспечения по сделке и обратно пропорционален вероятности дефолта.

Стресс-тестирование покрытия. Для того чтобы удостовериться в том, что прибыль-ность обеспечения находится на уровне, достаточном для осуществления выплат различным траншам, проводится стресс-тестирование покрытия. Среди тестов покрытия наиболее широко используются тесты номинальной стоимости и тесты покрытия процентных платежей. Согласно первому тесту, номинальная стоимость должна быть как минимум на условленный процент выше, чем величина долговых обязательств эмитента перед держате-лями ценной бумаги . Для получения рейтинга структура должна пройти тест на наличие избыточного обеспечения. Этот тест позволяет определить размер «подушки безопасности», т. е. разницы между номинальной стоимостью активов обеспечения и долговых обязательств инвесторам. Тест покрытия процентных платежей – это анализ возможностей структуры осуществить процентные платежи на установленную дату.

Резервный фонд

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

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

Внешние механизмы защиты

Обеспечение ликвидности и кредитная поддержка (credit/liquidity enhancement) – 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, как правило, открывает кредитную линию SPV для финансирования покупки активов.

Определить достаточный размер дополнительного обеспечения – важнейшая задача при структурировании выпуска. От этого зависит желаемый кредитный рейтинг выпускаемых ценных бумаг, а значит, цена привлечения капитала. Выбор механизма повышения кре-дитного качества позволяет сделать оценку вероятных убытков для каждого класса ценных бумаг, исходя из предпосылок, заложенных при моделировании рисков.

Кредитный рейтинг – уровень финансовой надежности сделки секьюритизации, при-своенный независимым рейтинговым агентством. Степень надежности оценивается с точки зрения исполнения платежных обязательств по выпускаемым ценным бумагам. Агентства определяют требуемый объем дополнительного обеспечения (credit enhancement), необхо-димый для своевременного и полного исполнения обязательств перед держателями ценных бумаг. Чем выше целевой уровень рейтинга, тем на более высокий уровень стресса должна быть протестирована сделка. Каждое значение рейтинга соответствует определенному уровню гарантий. Сертификаты, обладающие первоклассным кредитным рейтингом на уровне Triple-A (AAA/Aaa), требуют наивысшей обеспеченности заявленных купонных выплат. Классы бумаг, обладающие более низким рейтингом, отличаются, соответственно меньшей надежностью. На практике рейтинг служит индикатором предельного уровня убытков в секьюритизируемом пуле.

Подтвержденный аккредитив (standby/confirmed, guaranteed letter of credit) – безотзывное обязательство сторонней финансовой организации (банка) выплатить полностью (или в определенной доле) основную сумму долга и проценты в случае дефолта эмитента для обеспечения выплат по ценным бумагам. Существуют аналогичные банковские продукты, такие как твердые кредитные линии (committed lines of credit), частичные гарантии (partial guarantees). К тому же название банковского продукта при схожем содержании может отли-чаться в разных странах .

В рамках секьюритизации аккредитив, как правило, предоставляется в форме покрытия определенной процентной доли обращающихся на рынке ценных бумаг или покрытия всего объема эмиссии. В первом случае абсолютная величина покрытия снижается по мере частичного исполнения обязательств по ABS, во втором – относительное покрытие ценных бумаг, наоборот, возрастает с течением времени. Требуемый размер аккредитива опре-деляется кратно проценту прошлых дефолтов, чтобы обеспечить инвесторам достаточную «подушку безопасности» при наихудшем сценарии развития событий.

Страхование рисков активов (monoline insurance), которое осуществляется специ-ализированной 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. Среди наиболее известных компаний из числа специализирующихся на страховании финансовых рисков MBIA (Municipal Bond Insurance Association), AMBAC (American Municipal Bond Assurance Corporation), FGIC (Financial Guaranty Insurance Company), CapMAC (Capital Market Assurance Corporation), FSA (Financial Security Assurance), CapRe (Capital Reinsurance Company), Enhance Re (Enhance Reinsurance Company) . Интерес к страхованию и перестра-хованию сделок секьюритизации отмечен и среди европейских страховых обществ. Услуги страхования финансовых рисков, или financial guaranty insurance, предоставляют также и универсальные страховые компании (Multiline Insurance Companies).

К примеру, в США существуют три государственные организации, страхующие ипо-теку. В качестве гаранта долга заемщиков выступает правительство США: Федеральное управление жилищного строительства (Federal Housing Administration – FHA), Администрация по делам ветеранов (Veterans Administration – VA) и Федеральная администрация фер-мерства (Federal Farmers Home Administraion – FmHA). Известно, что в области страхования ипотеки работают также частные страховые компании. В западной практике под этим закрепилось устойчивое понятие private mortage insurance .

Наиболее распространенным в западной практике секьюритизации является страхова-ние пула ипотечных кредитов. Стоимость данной финансовой услуги обычно варьируется в пределах 5-7 %, и при стоимости портфеля 100 млн долл. величина страховой премии будет составлять от 50 тыс. долл.

Если соотношение величины привлекаемого кредита (Loan-to-Value – LTV) превышает допустимую границу, принятую в данном банке (в среднем она составляет 80 %), то может применяться индивидульное страхование клиента. Стоимость будет зависеть от категории клиента и, при прочих равных условиях, будет меньше для первоклассного заемщика (prime debtor) и выше для заемщика с более высоким показателем риска (sub-prime debtor). В целом страховая премия составляет от 0,5 до 1 % от стоимости кредита в год. Выбор страховой компании, как правило, осуществляет банк. Зачастую ей становится аффилированная или дочерняя с банком структура. У кредитора подписан договор страхования и в ее пользу про-изводится страховой взнос. Расходы по страхованию закладываются в цену финансирования, которые в конечном итоге несет покупатель кредита. Рейтинговые агентства требуют уменьшения показателя LTV, поскольку активы высокого качества продаются быстрее, чем активы низкого качества. Если показатель LTV находится на низком уровне, это упрощает оценку активов и ускоряет присвоение рейтинга сделки. Кроме того, это решение конфликта интересов между инициатором секьюритизации и владельцами нот.

Используемая на Западе практика страхования рисков по пулу секьюритизируемых активов (и других финансовых активов) может быть применена в том числе в случае рефи-нансирования лизинговых сделок, когда лизинговая компания описанным выше образом может застраховать пул лизинговых активов.

Счета денежного обеспечения, залог (Cash Collateral Accounts – CCA). Инициатор получает кредит у некоторого банка и размещает полученные средства в высоконадежные краткосрочные финансовые инструменты. Денежные средства передаются в самом начале сделки, после чего инвестируются в 30-дневные инструменты банка. Если в течение срока сделки рейтинг банка ухудшается, средства изымаются и переводятся в другую, более надежную кредитную организацию. Данная деятельность чаще всего осуществляется тра- сти. В итоге счета денежного обеспечения служат защитой от возможного снижения рейтинга обеспечителя (credit enhancer) и могут открываться в организациях, не обладающих первоклассным рейтингом по бумагам, но имеющим первоклассный рейтинг по краткосроч-ным обязательствам. Залог таких счетов в пользу SPV дает трасти возможность аккуму-лировать средства для обслуживания бумаг, продав ликвидное имущество и использовав вырученные средства для покрытия убытков, возникающих в результате неисполнения тре-бований. Денежные средства, которые аккумулируются для покрытия кредитного риска, предоставляются инициатором секьюритизации.

Помимо рассмотренных следует отметить и другие существующие инструменты: метод платежного события (payout event), передача ликвидного обеспечения в траст (cash collateral trusts), субординированный заем (subordinated loans), инвестиционные счета (cash investment accounts), обеспечительные счета (turbo-cash collateral accounts), договор замены кредитных требований (loan substitution contracts), соглашение о выкупе в случае дефолта (default repurchase agreements), аккредитив с условием (triggered letters of credit). Одни из них носят название синергетических методов повышения надежности (synergic enhancements), поскольку являются специфическими комбинациями нескольких техник. Другие применимы лишь для ограниченного круга сделок – секьюритизации ипотечных требований или поступлений по кредитным картам.

8.4. Цена и эффективность секьюритизации финансовых активов

Эффективно применять секьюритизацию на практике – значит грамотно в комплексе реализовать преимущества этого механизма рефинансирования, рассмотренные нами в раз-деле 8.1. Принимая решение о секьюритизации, потенциальный заемщик захочет оценить сравнительные преимущества инструмента, оценив его эффективность по сравнению с дру-гими источниками финансирования.

Таблица 8.1

Сравнительные преимущества секьюритизации по отношению к банковскому кредиту

Преимущества Недостатки

I. Широкая инвестиционная база

• Формирование у лизинговой компании публичной кредитной истории, чего не происходит при работе с одним или несколькими банками

• Распределение долга среди большого числа покупателей и как следствие исключение зависимости от одного кредитора и уменьшение вероятности потери контроля над компанией

• Снижение стоимости эмиссии облигаций для эмитента вследствие конкурентной борьбы между инве-сторами за возможность участия в об-лигационном займе с обеспечением 1. Сложность подготовки процесса

• Сложная процедура подготовки документов для регистрации эмиссии облигаций (подготовка проспекта эмиссии)

• Пакет документов не ограничивается кредитным договором, а включает договоры с организатором эмиссии, депозитарием, фондовой биржей

2. Снижение стоимости финансирования

• Гибкость в использовании инструмента и его ликвидность на рынке 2. Дополнительные расходы

\* В отличие от банковского кредита компания несет не только процентные, но и другие расходы: транс-

Преимущества Недостатки

• Диверсификация портфеля и разделение рисков за счет забалансового финансирования акционные (получение рейтинга, аудиторская проверка) и временные (длительность подготовительного процесса)

♦ В отличие от транзакционных, затраты компании при размещении облигаций зависят от размера сделки и определяются в процентах от объема выпуска (налог на операции с ценными бумагами, вознаграждение организатору, оплата услуг депозитарию и комиссия биржи при размещении)

3. Возможность привлечения большего объема денежных средств

• Продажа портфеля активов на сумму, превышающую допустимый объем кредитования;

• Размер облигационного займа не может превышать размер уставного капитала компании-эмитента или сумму обеспечения

4. Возможность привлечения средств на более длительный период времени

• Срок погашения облигаций

(1—3 года) превышает сроки банковского кредита (1,5—2 года)

• Участие институциональных инвесторов (пенсионных фондов), страховых компаний

Эффективность секьюритизации в сравнении с кредитом или другим традиционным методом заимствования можно оценить по одному из известных методов: рассчитав чистую приведенную стоимость NPV (Net Present Value), вычислив внутреннюю норму доходности – IRR (Internal Rate of Return) или сравнив средневзвешенную стоимость капитала WACC (Weighted Average Cost of Capital) . Для этого по одному из выбранных методов анализа проводятся следующие последовательные действия:

• рассчитываются затраты, входящие и исходящие платежи по секьюритизации и вычисляется денежный поток, соответственно;

• строится денежный поток по банковскому кредиту/облигациям (выплата принципала и процентов);

• сравниваются NPV/IRR/WACC для альтернативных источников финансирования.

Как отмечалось ранее, организация любой секьюритизации – мероприятие дорого-стоящее, а выпуск структурированных бумаг сопряжен с существенными фиксированными расходами, не зависящими от объема сделки. Это объясняется высокими операционными издержками и расходами на текущее управление и контроль. Состав затрат будет опреде-ляться структурой транзакционных издержек на проведение сделки, представленной в табл. 8.2.

Таблица 8.2

Структура постоянных затрат компании – инициатора секьюритизации

Вид затрат Стоимость затрат

Получение кредитного рейтинга 50—150 тыс. долл.

Правовые услуги юридической компании 50—150 долл, в час за услуги юриста

Аудиторские услуги 150—200долл, вдень

Налоговый консалтинг 50—150 долл, в час за услуги специалиста

Для большинства компаний базой для сравнения будет служить банковский кредит, ставка по которому представляет альтернативную стоимость финансирования, реже – процент по обыкновенным долговым обязательствам предприятия (корпоративным облигациям). Сравнительные преимущества секьюритизации по отношению к банковскому кредиту представлены в табл. 8.1.

Секьюритизация приносит чистую прибыль до тех пор, пока транзакционные издержки не превышают сумму, сэкономленную за счет уплаты меньшего процента. Напомним, что проведение секьюритизации – мероприятие весьма дорогостоящее, что объясняется высокими операционными издержками и расходами на текущее управление и контроль. Это постоянные расходы, не зависящие от объема сделки, структура которых представлена в табл. 8.2.

Наряду с постоянными сделки секьюритизации предполагают переменные затраты в части обслуживания эмиссии, которые зависят от ее объема. Это сравнимо с процентными выплатами по кредиту, которые зависят от размера банковского кредита. Структура пере-менных затрат компании при секьюритизации представлена в табл. 8.3

Таблица 8.3

Структура переменных затрат компании при секьюритизации

Вид затрат Стоимость затрат, %

Кредитная поддержка 5—10 от пула обеспечения

Дополнительная гарантия 8— 10 от пула обеспечения

Страхование пула активов 5—7 от пула обеспечения

Комиссия андеррайтеру сделки 1 —3 от объема выпуска

Налог на эмиссию ценных бумаг 0,2 от объема выпуска

Вознаграждение организатору 1 —2 от объема выпуска

Оплата услуг депозитария 0,075 от объема выпуска

Комиссия биржи при размещении 0,035 от объема выпуска

Эффективность подтверждается, если сумма расходов на организацию не превышает экономию от снижения ставки привлечения. Для того чтобы определить, достигнет ли ори- гинатор общего снижения издержек в результате секьюритизации, необходимо определить соотношение между возможной экономией расходов по погашению процентов и стоимостью сделки секьюритизации. Компания, заинтересованная в проведении секьюритизации, должна сравнить ожидаемую разницу между затратами по погашению процентов, выплачиваемых по не секьюритизированному финансированию, и затратами по погашению процентов, подлежащих выплате по ценным бумагам SPV, с ожидаемой разницей в транзакционных издержках между альтернативными вариантами финансирования. Достигнет ли оригинатор частичного снижения издержек, зависит от способа структурирования сделки секьюритиза-ции, поскольку транзакционные издержки могут варьироваться в широких пределах.

Чем больше пул секьюритизируемых активов, тем выгоднее секьюритизация. Удельный вес постоянных затрат будет нивелирован в сделке большей стоимости в силу имеющего место эффекта масштаба. Существует некий минимально необходимый объем сделки, при котором проведение секьюритизации является экономически целесообразным. При этом, чем больше оказывается пул секьюритизируемых активов, тем более выгодной становится секьюритизация, поскольку понесенные компанией операционные издержки составляют меньший удельный вес в сделке. Чем больше объем сделки секьюритизации, тем меньше доля единовременных затрат, связанных, например, с листингом ценных бумаг. Данные издержки снижаются пропорционально объему активов. В этом случае можно говорить о так называемой эффективной секьюритизации, при которой полученный эффект экономии пере-крывает понесенные компанией транзакционные издержки, иными словами, имеет место экономия на масштабе. Математически выпуск обеспеченных бумаг будет эффективным, если его обслуживание для эмитента будет дешевле обслуживания кредита или стоимости прямого заимствования на рынке капитала. Иными словами, сумма постоянных и переменных затрат по секьюритизации должна быть меньше процентных выплат по банковскому кредиту или по обыкновенным долговым обязательствам.

По оценкам специалистов, применение секьюритизации эффективно при объеме эмис-сии не меньше 100 млн долл. В США средний объем эмиссии коммерческих бумаг составляет 100 млн долл., а сделки с одним продавцом осуществляются при объемах от 300 млн долл., случаи частного размещения ABS возможны на суммы от 50 млн долл. На практике расходы могут распределяться между участниками сделки, если речь идет о нескольких продавцах активов в проекте. Тогда минимально необходимый объем, приходящийся на каждого из оригинаторов проекта, может сократиться в разы, составив менее 50 млн долл. По этой схеме возможность использования секьюритизации могут иметь и небольшие, средние предприятия, объединившись в единый пул оригинаторов.

Прежде чем покупать контракты проводится оценка ликвидности активов. Для этого в договоре купли-продажи или уступки прав по контракту предусматривается следующее:

• право возврата контракта;

• все обеспечение по первичному договору переходит SPV;

• может быть выплачена не вся сумма сразу, а, скажем, 80 % (аналог авансу при фак-торинге).

По-разному считается цена в зависимости от трактовки секьюритизации: финансиро-вание (заем) или продажа. Как показывает зарубежный опыт секьюритизации, с точки зрения бухгалтерского учета компании предпочитают отражать финансовый результат секью-ритизации как продажу, а не как заем. Это прибыль или убыток, полученный в результате сделки. Активы, предназначенные для продажи, оцениваются по рыночной стоимости или справедливой цене (fair value). Кредиты, находящиеся в портфеле, могут учитываться как актив, удерживаемый актив до погашения и, как правило, отражаются по стоимости приоб-ретения.

Согласно Базельскому соглашению, финансовые организации обязаны поддерживать определенный объем капитала против рисковых активов. Таким образом, секьюритизация активов позволяет не показывать долг на балансе, как это было бы при ином источнике финансирования, и устраняет необходимость поддержания достаточности капитала. В результате банк высвобождает значительные средства .

Исходя из налоговых соображений, эмитент предпочитает рассматривать секьюрити-зацию как финансирование. При исчислении налогов признание секьюритизации продажей активов приводит к увеличению налогооблагаемого дохода. В то же время эмитенты заин-тересованы в налоговой эффективности секьюритизации, а также в том, чтобы она не при-водила к добавлению к налогооблагаемой базе процентных расходов и тем более двойному налогообложению дохода, получаемого при возврате остатка. Некоторые схемы секьюрити-зации предусматривают дополнительные налоговые льготы для эмитента. Поэтому в какой- то степени не лишена оснований аргументация критиков в оценке секьюритизации как нало-говой схемы и способу вывода активов.

При проведении сделки секьюритизации активов возникают три эффекта: эффект открытого рынка (Open Market Effect – OME), эффект сдвига дюрации (Duration Shift Effect – DSE) и эффект реинвестирования (Reinvestment Effect – RE), которые позволяют повысить эффективность активно-пассивных операций и снизить стоимость заимствования для ком- пании-оргинатора. Как было установлено ранее, общий эффект от секьюритизации не огра-ничивается только уровнем банковских структур. Он носит масштабный макроэкономический характер. Поэтому можно говорить об «эффекте мультипликатора от секьюритизации».

Резюме

Мировой опыт свидетельствует о том, что секьюритизация активов связана для заем-щика с меньшими издержками, чем традиционная практика банковского кредитования, а привлекательная стоимость финансовых ресурсов является основным конкурентным пре-имуществом данного источника финансирования. Обособление активов заемщика в рамках секьюритизации позволяет отделить риски активов от рисков самого оригинатора. Таким образом, финансирование привлекается под диверсифицированный пул активов и не зависит от кредитоспособности компании-заемщика.

Для инвесторов вложение в обеспеченные ценные бумаги – это разумная комбинация доходности и риска. Ценные бумаги, обеспеченные активами (ABS) – высоконадежные бумаги, имеющие инвестиционный рейтинг, а доходность превышает доходность государ-ственных облигаций, имеющих сопоставимый рейтинг. Кроме того, ABS меньше подвержены ценовым колебаниям по сравнению с корпоративными облигациями.

Проведение секьюритизации – дорогостоящий инструмент рефинансирования активов, что объясняется высокими административными издержками на ее организацию. Применение секьюритизации считается эффективным при объеме эмиссии не меньше 100 млн долл. В этом случае удельный вес постоянных затрат будет нивелирован в силу имеющего место эффекта масштаба.

Высокая стоимость сделок секьюритизации является основным препятствием в использовании механизма секьюритизации многими компаниями, заинтересованными в финансировании. Поэтому к механизму секьюритизации, как правило, прибегают крупные компании, которые могут позволить себе бремя организационных затрат. Помимо высокой стоимости секьюритизации сделки отличает сложность организации, длительность подго-товительной работы и негибкость механизма.

Модель секьюритизации включает три источника риска: секьюритизируемые активы, участников сделки и ценные бумаги, обеспеченные активами. Это риск активов, или риск обеспечения (asset/collateral risk), риск структуры, или риск денежного потока (structural/cash flow risk), в том числе правовой (legal/regulatory risk), риск эмитируемых бумаг (asset-backed securities risk) и риск третьей стороны (third party risk). Своевременная идентификация рисков секьюритизации позволяет их не только количественно оценить, но и выстроить адекватную защиту в рамках конкретной транзакции. Для этого используются внутренние механизмы защиты, встроенные в сделку (дополнительное обеспечение, субординация траншей, право регресса на оригинатора) и внешние механизмы управления рисками: кредитный рейтинг, страхование, счета денежного обеспечения.

Рекомендуемая литература

Бэр Х. П. Секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансиро-вания банков / пер. с нем. М.: Волтерс Клувер, 2006.

Иванова А. Черно-белый факторинг // Финанс. 2003. № 23.

Исеев Р. Секьюритизация ипотечных кредитов: экономика сделки // Рынок ценных бумаг. 2004. № 24.

Солдатова А. О. О рисках при секьюритизации // Управление в страховой компании. 2008. № 1.

Шварц С. Л. Алхимия секьюритизации активов // Закон. 2008. № 12.

Контрольные вопросы

1. Верно ли, что экономический эффект секьюритизации во многом зависит от размера предприятия: крупный бизнес или малое предприятие?

2. Согласны ли вы с утверждением, что для первоклассного заемщика, имеющего высо-кий кредитный рейтинг, реализация программы секьюритизации является более экономически целесообразной, чем для предприятия, не имеющего рейтинг и солидную репутацию? Почему?

3. За счет чего можно минимизировать высокую стоимость сделок секьюритизации?

4. Каким образом можно классифицировать риски секьюритизации с точки зрения стандартной структуры сделки?

5. Целесообразно ли проводить оценку риска досрочного погашения долга в случае не ипотечной секьюритизации? Для каких видов активов?

6. Объясните взаимосвязь качества покрытия с риском дефолта эмитента.

7. Каковы сравнительные преимущества внутренних и внешних механизмов управления рисками в сделках секьюритизации?

8. При прочих равных условиях для каких видов активов обеспечения внутренние методы защиты могли бы быть более эффективными и экономически оправданными?

9. Как отразится на стоимости сделки секьюритизации используемое в отношении ори- гинатора право регресса?

10. С учетом рассмотренных ранее примеров секьюритизации на российском рынке какой из видов рисковой защиты чаще всего используется в сделках? Почему?

Заключение

Дебиторская задолженность предприятия, как и любой финансовый актив, имеет цену, а потому может выступать как дополнительный источник финансирования инвестиций, основанный на уступке третьей стороне права денежного требования. Это могут быть тор-говые контракты, договоры лизинга и аренды, ипотечные кредиты и другие банковские про-дукты, факторинговые платежи, страховые премии и другие активы, генерирующие денежный поток. В данном пособии были рассмотрены два примера объектного финансирования – факторинг и секьюритизация, основанные на выделенных активах. В отличие от традици-онных методов финансирования за счет увеличения акционерного капитала или поиска бан-ковских займов, привлечение средств в этом случае сопровождается передачей кредитору прав на определенные финансовые активы, а стоимость финансирования зависит от качества активов, выступающих в качестве обеспечения, а не от кредитоспособности и финансовой устойчивости самого заемщика. Таким образом, инструменты объектного финансирования учитывают специфику потока платежей, порождаемого пулом активов, абстрагируясь от финансово-хозяйственной деятельности предприятия, привлекающего финансирование, а отделение рисков заемщика от рисков активов обеспечения позволяет заемщику получить экономию в привлечении денежных средств.

Несмотря на объединяющий факторинг и секьюритизацию единый принцип уступки права по существующим или будущим денежным требованиям, эти инструменты имеют принципиальные различия. Если факторинг – это краткосрочный инструмент торгового финансирования, используемый как канал пополнения оборотного капитала, секьюритизация – это механизм рефинансирования долгосрочных инвестиций для аккумулирования дополнительных средств с использованием инструментов рынка ценных бумаг. Оценивая секьюритизацию с позиции сегодняшнего времени, невозможно дать однозначную оценку этому механизму. С одной стороны, это привлекательная альтернатива существующим инструментам финансирования. С другой стороны, как любой новый инструмент, он содержит в себе риск новизны, что сопряжено с дополнительными издержками для заемщика. Несмотря на это, по оценкам ведущих мировых рейтинговых агентств, секьюритизация продолжает оставаться одним из наиболее перспективных и активно развивающихся механизмов финансового рынка, занимая ведущее место в рейтинге инструментов структу-рированного финансирования.

Темы эссе, рефератов, курсовых работ

1. Экономико-правовое единство факторинга и кредита: сравнительный анализ.

2. Экономическая эффективность факторинга на примере предприятия торговли.

3. Факторинг как инструмент финансирования финансового сектора.

4. Эффективность факторинга для покупателя.

5. Двухфакторные модели международного факторинга: выгоды для экспортеров.

6. Факторинг и форфейтинг: сравнительный анализ.

7. Форфейтинг в системе других механизмов финансирования внешнеэкономической деятельности предприятия.

8. Эффективная организация коллекторского бизнеса: примеры и схемы работы в рос-сийской практике.

9. Продажа долга или собственное управление: SWOT-анализ.

10. Управление дебиторской задолженностью на принципах аутсорсинга.

11. Сравнительный анализ классической и синтетической моделей секьюритизации: экономические выгоды и риски.

12. Классы базовых активов и схемы их секьюритизации.

13. Классификация рисков секьюритизации.

14. Обеспечительные механизмы в сделках секьюритизации.

15. Кредитные деривативы в сделках секьюритизации.

16. Организационно-правовые формы эффективного посредничества (SPV) в практике российской секьюритизации (на примере ЗПИФов).

17. Рейтинговый подход к оценке качества секьюритизируемых активов.

18. Кондуитная модель секьюритизации на примере российской ипотеки.

19. Секьюритизация будущих поступлений в мировой практике.

20. Оценка прогнозируемости денежного потока по секьюритизации нетрадиционных базовых активов (музыка, спорт).

Источники

Агафонова Н. Финансирование под уступку денежного требования // Хозяйство и право. 2000. № 6.

Адамова К. Р. Факторинговые операции коммерческих банков: виды и особенности регулирования, учет и анализ доходности // Бухгалтерия и банки. 2000. № 3.

Адамова К. Р. Факторинговые операции коммерческих банков // Бизнес и банки. 2000. № 15.

Алексанова Ю. А. Международный факторинг: проблемы валютного регулирования и контроля // Финансы. 2002. № 8.

Алексанова Ю. А. Проблемы сущности правоотношений финансирования под уступку денежного требования // Юрист. 2002. № 12.

Амосов С, Гаврилова Л. Кредитные деривативы в операциях хеджирования // Рынок ценных бумаг. 2000. № 3.

Анисимов А. Особенности секьюритизации активов на развивающихся рынках // Рынок ценных бумаг. 2006. № 22.

Анисимов А., Ипполитов А. История российской секьюритизации активов // Рынок цен-ных бумаг. 2006. № 11.

Бабичев С. Н. Использование реверсивного факторинга в повышении эффективности бизнеса // Региональная экономика. 2004. № 12.

Бабичев С. Н. Финансирование торговых операций. Реверсивный факторинг // Финан-совый директор. 2004. № 7/8.

Бабичев С. Н., Лабзенко А. А., Подлеснова А. Ю. Факторинг: Учебное пособие. М.: МФПА, 2010.

Бакланова В. Состояние мирового рынка секьюритизации: итоги 2009 года и взгляд в будущее // Русипотека [Электронный ресурс]. URL: www.rusipoteka.ru

Барейша И. Секьюритизация: причины успеха // Рынок ценных бумаг. 2004. № 2.

Батехин С. Л. Об ускорении движения финансовых потоков // Финансы. 1999.

№ 12.

Берзон Н. И. Влияние секьюритизации на трансформацию банковской деятельности // Финансы и учет: проблемы методологии и практики. 2007. № 1/2.

Берзон Н. И. Финансовые инновации на фондовом рынке // Финансы и учет: проблемы методологии и практики. 2007. № 1/2.

Брунгильд С. Г. Управление дебиторской задолженностью. Технология возврата долгов. М.: Астрель, 2007.

Буренин А. Н. Дюрация и кривизна в управлении портфелем облигаций. М.: Изд-во МОО «НТО им. акад. СИ. Вавилова», 2009.

Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. М.: Изд- во МОО «НТО им. акад. СИ. Вавилова», 2009.

Буров В. В. Некоторые аспекты секьюритизации факторинга в Российской Федерации // Факторинг и торговое финансирование. 2008. № 2.

Бэр Х. П. Секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансиро-вания банков / пер. с нем. М.: Волтерс Клувер, 2006.

Васин А. С., Лебедев А. В. Учет динамики платежей при анализе факторинговых опе-раций // Финансы и кредит. 2004. № 22.

Вебер Х. Обеспечение обязательств / пер. с нем. М.: Волтерс Клувер, 2009.

Введение в управление кредитными рисками / пер. с англ.; под ред. О. М. Кучерова. М.: Price Waterhouse, 1994.

Гаврилова Л. Как использовать кредитные деривативы // Рынок ценных бумаг. 2000.

№ 7.

Газман В. Д. Финансовый лизинг и факторинг: Учебно-методическое пособие для слушателей программы МВА, обучающихся по специальности «Общий и стратегический менеджмент» и «Финансы». М.: ГУ ВШЭ, Высшая школа менеджмента; Изд-во «Бизнес Элаймент», 2008. Серия «Crede experto».

Галанов В. А. Производные финансовые инструменты. М.: Финансы и статистика,

2002.

Голикова Е. И. Факторинг: актуальные вопросы права, учета и налогообложения. М.: Вершина, 2008.

Голубицкий С. Кредитно-дефолтный своп – гильотина американской экономики // Биз-нес-журнал. 2008. № 21.

Гришаев СП. Договор факторинга // Деньги и кредит. 2001. № 11.

Демушкина Е. С. Концептуальные подходы к определению правового статуса ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. 2004. № 1.

Демченко О. В. Секьюритизация страховых рисков. Автореферат диссертации на соис-кание ученой степени кандидата экономических наук. СПб., 2008.

Джанкобаев Т. Структурная форма финансирования в Казахстане: реформа законода-тельства и практика применения // Рынок ценных бумаг. 2005. № 2.

Драгунов В. В. Ипотечные ценные бумаги в России: Новый закон // Коллегия.

2004. № 2.

Драгунов В. В., Донов В. Механизм изоляции. Действительная продажа (true sale) активов в сделках секьюритизации // Вестник НАУФОР 2005. № 3.

Дэвидсон Э., Сандерс Э., ВольфЛ.-Л., ЧингА. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ. М.: Вершина, 2007.

Иванов О. М. Ипотечные ценные бумаги: миф или реальность // Рынок ценных бумаг. 2005. № 23.

Иванов А. П., Бунина А. М. Налогообложение доходов от операций с ценными бумагами // Финансы. 2004. № 3.

Иванова А. Черно-белый факторинг // Финанс. 2003. № 23.

Ивасенко А. Г., Никонова Я. И. Факторинг: Учебное пособие. М.: Кнорус, 2009.

Исеев Р. Секьюритизация ипотечных кредитов: экономика сделки // Рынок ценных бумаг. 2004. № 24.

Кавзанадзе И. К. Операции факторинга: их виды, регулирование, учет и анализ доход-ности // Деньги и кредит. 2001. № 11.

Кавкин А. В. Рынок кредитных деривативов. М.: Экзамен, 2001.

Казаков А. А. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг. 2003. № 19.

Казаков А. А. Синтетическая секьюритизация (ABS) // Рынок ценных бумаг. 2003. № 16.

Казаков А. А. Секьюритизация активов банков // Российский правовой журнал.

2002. № 3.

Казаков А. А. Создание синтетических активов – выход из тупика // Рынок ценных бумаг. 2003. № 16.

Казаков. А. А. Секьюритизация: первые сделки после 5 лет разговоров // Рынок ценных бумаг. 2006. № 4.

Ковалев В. В. Финансовый анализ: методы и процедуры. М.: Финансы и статистика,

Ковалев А. Геометрия кондуитной секьюритизации // Финансовый директор.

2007. № 10.

Копейкин А., Пенкина И., Скоробогатько Б., Стебнев Л. Американская модель ипотеки // Рынок ценных бумаг. 2003. № 16.

Кувшинова Ю. А. Этапы развития факторинга: история и современность // Финансы и кредит. 2004. № 30.

Кучин Б. Л. Факторинг – финансовая схема управления вексельными потоками. М.: Верже-АВ, 2000.

Кушим Н., Вишневская И. Как управлять дебиторской задолженностью // Финанс. 2003. № 18.

Лабзенко А., Филипчук О. Роль факторинга в развитии бизнеса // Управление сбытом. 2004. № 6.

Лаврик М. Ю. Работа с клиентами в процессе факторингового обслуживания // Бан-ковское дело. 2005. № 2.

Лазарева Т. П. Нетрадиционные формы кредитования внешнеэкономической деятель-ности // Право и экономика. 2001. № 1.

Лизинговые, факторинговые, форфейтинговые операции банков. М.: ИКК «ДеКА»,

1995.

ЛогвиновМ. В поисках идеального фактора // Компания. 2007. № 8.

Маскжова Т. Д. Факторинг и форфейтинг в кредитовании международной торговли // Консультант. 1998. № 3.

Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / под ред. Л. Н. Краса-виной. М.: Финансы и статистика, 2000.

Мельникас М., Сушкова Е. Правовые вопросы применения секьюритизации в России // Рынок ценных бумаг. 2003. № 3.

Мельникас М., Степненко Е. Шанс на альтернативу. Проблема уступки прав требования в контексте секьюритизации // Вестник НАУФОР 2005. № 3.

Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер, 2002.

Новоселова Л. А. Финансирование под уступку денежного требования // Вестник Выс-шего Арбитражного Суда Российской Федерации. 2000. № 11/12; 2001. № 1, 3/6, 8, 10, 11; 2002. № 1.

Новоселова Л. А. Сделки уступки прав (требования) в коммерческой практике. Факто-ринг. М.: Статут, 2003.

Орехов С. А., Афонин В. В. Факторинг: организационно-правовой аспект. М.: Спут- ник+, 2000.

Орехов С. А., Афонин В. В., Леонтьев СВ. Факторинг: управление корпоративными финансами. М.: Спутник+, 2001.

Покаместов И. Е., Кожина Л. М. Эффективное управление рисками при осуществлении факторинговых операций // Страховое дело. 2007. № 4.

Покаместов И. Е., Леднев М. В. Организация факторингового бизнеса: от принятия решения до выстраивания стратегии продаж // Организация продаж банковских продуктов. 2007. № 1.

Покаместов И. Е. Рынок факторинга зарубежных стран // Банковское кредитование. 2007. № 2.

Покаместов И. Е., Табаев ИМ. Современные способы финансирования коммерческого кредита // Банковское кредитование. 2007. № 1.

Покаместов И. Е. Факторинг. Международный опыт // Управление компанией. 2006.

Покаместов И. Е. Факторинг: Учебное пособие, руководство по изучению дисциплины, практикум // Московский государственный университет экономики, статистики и информатики. М.: МЭСИ, 2004.

Попова Т. Международные факторинговые операции: разработка технологии // Бан-ковские технологии. 1996. № 10.

Пятакова В. И. Практика международного факторинга // Бюллетень финансовой информации. 2000. № 22.

Пятакова В. И. Современные аспекты международного факторинга // Финансы и кре-дит. 2000. № 5.

Райкер Г. Деривативы и право / пер. с нем. М.: Волтерс Клувер, 2005.

Роббе Ж., Али П. Секьюритизация и право / пер. с англ. М.: Волтерс Клувер, 2008.

Российский рынок факторинга // Обзор рейтингового агентства «Эксперт» за 20092010 гг. [Электронный реурс] URL: http://www.raexpert.ru/

Русаков М. В. Договор финансирования под уступку денежного требования // Законо-дательство. 2003. № 12.

Рынок секьюритизации российских активов в 2006 году. Аналитический отчет. М.: Российский форум секьюритизации, 2007.

СаблинМ. Т. Взыскание долгов: от профилактики до принуждения: практическое руко-водство по управлению дебиторской задолженностью. М.: Волтерс Клувер, 2010.

Савельев В. М. Факторинг – форма обслуживания малого и среднего бизнеса // Финансы. 2004. № 2.

Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирования и анализ / пер. с англ. М.: Вершина, 2007.

СеливановскийА. Секьюритизация факторинговых платежей // Презентация на IV Еже-годной профессиональной конференции «Факторинг – 2008: новые горизонты».

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

Семенят А. Н. О перспективах развития ипотечного жилищного кредитования и фор-мировании рынка доступного жилья // Опубликовано на сайте «Ипотека в России». [Элек-тронный реурс] URL: http://www.rusipoteka.ru/publications/semenayka-8.htm

Соколова Ю. А. Проблемы развития факторинговых операций в России // Актуальные проблемы финансов и банковского дела: Сб. науч. тр. СПб.: СПбГИЭА, 2000.

Соколова Ю. А. Риски факторинговых операций // Современные проблемы экономики и управления народным хозяйством: Сб. науч. статей асп. СПбГИЭА. Вып. 6. СПб.: СПб- ГИЭА, 2000.

Солдатова А. О. Кризисная дебиторская задолженность: собственное управление или аутсорсинг // Управление финансами и рисками в лизинговой компании. 2009. № 3.

Солдатова А. О. Секьюритизация лизинговых активов – как посткризисное рефинан-сирование долга // Лизинг ревю. 2009. № 2.

Солдатова А. О. Секьюритизация лизинга: мировой опыт и перспективы в России // Управление финансами и рисками лизинговых операций. 2009. № 1.

Солдатова А. О. О рисках при секьюритизации // Управление в страховой компании. 2008. № 1.

Солдатова А. О. Секьюритизация лизинга: продолжение следует // Лизинг ревю. 2007.

№ 6.

Солдатова А. О. Секьюритизация лизинговых активов: марш-бросок в России // Лизинг ревю. 2006. № 4.

Солдатова А. О. Секьюритизация активов: эффективное управление рисками и опти-мизация портфеля предприятия // Капитал и право. 2005. № 7.

Солдатова А. О. Секьюритизация лизинга: перспективы развития в России // Лизинг ревю. 2004. № 6.

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

Солдатова А. О. Секьюритизация лизинговых активов // Лизинг ревю. 2003. № 5/6. Суворов Г. Н. Об ипотечном агенте замолвите слово...// Рынок ценных бумаг. 2004.

№ 19.

Суворов Г. Н. Как снизить риск инвестирования в ипотечные ценные бумаги // Рынок ценных бумаг. 2007. № 11.

Суворов Г. Н. Ипотечные продукты с плавающей ставкой // Рынок ценных бумаг. 2006.

№ 11.

Сухов Д. А. Факторинговые операции: сущность, бухгалтерский учет, налогообложение // Финансовые и бухгалтерские консультации. 2003. № 4.

Толстухин М. Использование кондуитов при секьюритизации финансовых активов // Рынок ценных бумаг. 2007. № 2.

Трейвиш М. И. Управление ликвидностью при товарном кредитовании: роль и место факторинга // Аудит и финансовый анализ. 1999. № 4.

Туктаров Ю. Синтетическая секьюритизация // Рынок ценных бумаг. 2007. № 11, 13. Туктаров Ю. Секьюритизация ипотечных активов путем эмиссии облигаций с залогом закладных // Рынок ценных бумаг. 2008. № 3.

Туктаров Ю. Секьюритизация закладных: вопросы действительной продажи (true sale) // Рынок ценных бумаг. 2006. № 22.

Туктаров Ю. Транширование ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. 2006.

№ 11.

Туктаров Ю. Секьюритизация и инвестиционные фонды // Рынок ценных бумаг. 2005.

№ 16.

Фабоцци Ф. Дж. Рынок облигаций: анализ и стратегии. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. Федоров А. Ипотечная схемотехника // Финанс. 2004. № 38.

Хейр Л. Рынки ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и активами / пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007

Хейр Л. Ценные бумаги, обеспеченные активами / пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс,

2007.

Чеговадзе Л. Факторинг-сделка под уступку имущественного права // Хозяйство и право. 2001. № 12.

Четыркин Е. М. Облигации. Теории и таблицы доходности. М.: Дело, 2005.

Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Дж. В. Инвестиции. М.: ИНФРА-М, 1997. Шварц С. Л. Алхимия секьюритизации активов // Закон. 2008. № 12.

Шулик М. П. Финансирование под уступку денежного требования в российском граж-данском праве: Дис.... канд. юрид. наук. Волгоград, 2001.

Шульгина ТС, Гусева В. И. Факторинг: быть или не быть? // Бизнес и банки. 2000. № 33. Электронный журнал «Вестник факторинга». 2008-2010 гг. [Электронный ресурс]. URL: http://www.factoringpro.ru

Энциклопедия российской секьюритизации. М.: Cbonds, Русипотека, 2008. Эрделевский А. М. Договор факторинга // Российская юстиция. 1997. № 1. Эрделевский A. M. Правовые проблемы факторинга // Финансы. 2002. № 3.

Ясеновец И. А. Как защитить эмитента от банкротства? Критерии оценки защищенности SPV // Вестник НАУФОР. 2005. № 8.

Ясеновец И. А, Стругацкий И. Кредитный анализ ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. 2004. № 5.

Allen F., Gale D. Financial Innovation and Risk Sharing // The Journal of Finance. 1995. September.

Alles L. Asset Securitization and Structured Finance: Future Prospects and Challenges for Emerging Market Countries // IMF paper. 2001. October.

Amato J., Remolona E. The Credit Spread Puzzle // BIS Quartely Review. 2003.

Asset Transfers and Securitisations. Bank for International Settlements: Basel Committee on Banking Supervision, 1992.

Basel Framework for Securitizations. Mayer Brown Rowe & Maw, 2003.

Bates J. The Financing of Small Business. L.: Sweet & Maxwell Ltd., 1971.

Blum L., DiAngelo C. Structuring Efficient Asset-Backed Transactions. New Hope, Pennsylvania: Frank J. Fabozzi Associates, 1998.

Boscher H., Ward I. Long and Short CDOs // Risk. 2002. June.

Buhovsky M., Hayre L. Anatonomy of PAC Bonds // Journal of Fixed Income. 1992. June.

CallenderF. Factoring Small Receivables: How to Make Money in Little Deals the Big Guys Brush off // Soundview Funding Corporation. 5th ed. 2002. January 28.

Callender F. Factoring Fundamentals: How You Can Make Large Returns in Small Receivables // Dash Point Publishing. 2010. March 1.

Callender F. Factoring Case Studies: Learn and Profit from Experienced Small Factors. Soundview Funding Corporation. 2003. March 1.

Chapman M. Derivatives Demystified: Using Structured Financial Products. N.Y.: John Wiley and Sons, Inc., 1997.

ChoudhryM. Structured Credit Products and Synthetic Securitisation. Singapore: John Wiley & Sons, 2004.

Cox A. N., MacKenzie J. A. International Factoring. Euromoney Publications, 1986.

Credit Risk Modelling: Current Practices and Applications. Basel: Basel Committee on Banking Supervision, 1999.

Credit Risk Transfer. The Joint Forum. Basel: Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, 2004.

Davidson N, Mills S., Ruddy N. Salinger on Factoring, Sweet & Maxwell. 4th Revised ed. 2005. December 13.

Deacon J. Global Securitisation and CDOs. Chichester, West Sussex, England: John Wiley & Sons Ltd., 2004.

Dvorak Y A. Transplanting Asset Securitization: is the Grass Green Enough on the Other Side? // Houston Law Review. 2001. June.

Fabozzi F. J. Collateralized Debt Obligations. New Jersey: John Wiley & Sons, 2002.

Fabozzi F. J., Ramsey C, Ramirez F. B. Collateralized Mortgage Obligations: Structures and Analysis // The Journal of Finance. 1994. June.

Fabozzi F. J. Issuer Perspectives on Securitization. N.Y.: McGraw-Hill, 1999.

Feldman R Securitization: Redefining the Bank. N.Y: St. Martin’s Press, 1997.

Gangwani S. Accounting for investments in MBS and ABS // Deloitte and Touche.

2002.

Gorton G., Souleles N. Special purpose vehicles and securitization // NBER Working Paper. 2005. September.

HawkinsD. The Business of Factoring. McGraw-Hill Book Company Europe, 1993.

Hill C. A. Securitization: a Low-Cost Sweetener for Lemons // Journal of Applied Corporate Finance. 1997. Vol. 10. Iss. 1. Spring.

Iacobucci E., Winter R. A. Asset Securitization and Asymmetric Information // The Journal of Legal Studies. 2005. Vol. 34. Iss. 1.

Investors’ Guide to Asset Backed Securities. N.Y.: Bond Markets, 1999.

Jansen Van Rensburg C. F. Securutisation, a Leveraged Leasing. Academy of Financial Markets, 2001.

KendallL. T. Securitization: A New Era in American Finance // A Primer on Securitization/ L. T. Kendall, M. J. Fishman (eds). Cambridge, Mass.: MIT Press, 1996.

Ketkar S., RathaD. Securitization of Future Flow Receivables: A Useful Tool for Developing Countries // Finance Developmpent. A Quaterly Magazine of the IMF. 2001. Vol. 38. No. 1. March.

Kothari V Securitisation: The Financial Instrument of the New Millennium. Calcutta: Academy of Financial Services, 2003.

Kothari V Securitisation: Asset Reconstruction and Enforcement of Security Interests. Calcutta: Academy of Financial Services, 2003.

Kothari V Credit Derivatives and Synthetic Securitisation. Calcutta: Academy of Financial Services, 2003.

Kravit J.H.P., RaymondE. A. Overcoming the Legal Barrriers to Auto Lease Securitization Financing Auto Receivables. Mayer Brown & Plan, AIC conference, 1995.

Lazare M. R Commercial Financing. N.Y: The Ronald Press Company, 1986.

Lea T., Trollope W. A Guide to Factoring and Invoice Discounting // The New Bankers. Intl Thomson Business Pr. 1996. November.

Litwin S. M. Unlocking the Mysteries of Auto Leasing Securitization // The Financier. 1996.

May.

Litwin S. M., Levy W A. New Developments in Equipment and Auto Lease Financing: Securitization, Leverage Leasing and Titling Trusts. Aspen Law & Business, 2000.

MassaM. Financial Innovation and Information: the Role of Derivatives When a Market for Information Exists // The Review of Financial Studies. 2002. Summer.

Modern Business Reports. The Manual of Modern Credit and Collection Practises. N.Y.: Edition Third Avenue, 1976.

Moody’s Investors Service. Special report Understanding the Risks in Credit Default Swaps. 2001. March 16.

Naitove I. Modern Factoring. American Management Ass. Inc., 1969.

National Association of Credit Management. Credit Management Handbook.: Illinois.: Richard D. Irwin Inc. Homewood, 1965.

New Capital Adequacy Rules of BIS. Brown Mayer and Platt, 2003.

ObeyL. Financial Innovation in the Banking Industry. The Case of Asset Securitization. N.Y.; London: Garland Publishing, Inc., 2000.

Performance of Models-Based Capital Charges for Market Risk. Bank for International Settlements: Basel Committee on Banking Supervision, 1998.

Phelps C. W. Accounts Receivable Financing as a Method of Securing Business Loans. Baltimore, Ed. Division of Commercial Credit Cy. 1969.

Phelps C. W. The Role of Factoring in Modern Business Finance, Studies in Commercial Financing. Educational Division, Commercial Credit Co. 1st ed. 1956.

Roever W A. The Joy of Securitization: Understanding Securitization and its Appeal // Issuer Perspectives on Securitization / J. F. Fabozzi (ed.). New Hope, Pennsylvania: Frank J. Fabozzi Associates, 1998.

Ross S. A., WesterfieldR., JordanB. D. Fundamentals of Corporate Finance. 3d ed. McGraw- Hill Professional Publishing, 1994.

Ross S. A. Institutional Markets, Financial Marketing, and Financial Innovation // Journal of Finance. 1989. July.

RutbergS. The History of Asset-Based Lending. The Commercial Finance Association, 1994. Salinger F. Factoring: The Law and Practice of Invoice Finance. London: Sweet & Maxwell,

Schwarcz S. L., Steven L. The Alchemy of Asset Securitization // Stanford Journal of Law, Business, and Finance. 1994. Vol. 1.

Second Working Paper on Securitisations. Bank for International Settlements. Basel Committee on Banking Supervision, 2002.

Securitisation in Russia. Ways to Expand Markets and Reduce Borrowing Costs // Position Papers of the International Finance Corporation’s Technical Working Group on Securitization. 2005. March.

Sinkey J. F., Hiles Jr., Edward W. Strategic Uses of Securitization and Structured Finance: Terry College of Business. The University of Georgia, 2000.

Tavakoli J. M. Credit Derivatives: A Guide to Instruments and Applications. John Wiley & Sons, 1998.

Tavakoli J. M. Collateralized Debt Obligations and Structured Finance: New Developments in Cash and Synthetic Securitization. New Jersey: John Wiley & Sons, 2003.

Transaction Summary: Alfa-Bank EUR 230 Million Series 2006-B and US$260 Million Series 2006-C Future Flow Diversified Payment Rights Securitisation. Global Markets & Banking Group Merrill Lynch, 2006. December 4.

Treatment of Securitized Transactions in Bankruptcy: An Article on the Treatment of the True Sale Question in Securitisation. Kensington & Ressler LLC, 2002.

Udell G. F. Asset-Based Finance, Proven Disciplines for Prudent Lending: The Commercial Finance Association. 2004.

Understanding Factoring and Trade Credit. London: Waterlow Publishers, 1986.

Usman P A. New Applications for Credit Derivatives // University of Queensland Law School Working Paper. 2001. June.

Weil P H. Factoring in Asset Based Financing: A Transactional Guide / M. Bender (ed.).

1985.

Wilson WL. Full Faith and Credit, the Story of C. I. T. Financial Corp. 1908-1975. N.Y.: Random House, 1975.

Working Paper on the Treatment of Asset Securitisations. Bank for International Settlements: Basel Committee on Banking Supervision, 2001.

Информационно-аналитические ресурсы

Информационно-консультационные системы «Гарант» и «Консультант Плюс». http://www.americansecuritization.com/ (Форум американской секьюритизации: обзор рынка секьюритизации в США).

www.asdirectory.com (База данных по 800 компаниям-игрокам и инвесторам на рынке обеспеченных ценных бумаг).

www.bis.org (Банк международных расчетов в Базеле).

www.bloomberg.comwww.bondmarkets.com (Информация по мировым рынкам с фик-сированным доходом).

www.businesslink.gov.uk (Практические советы по бизнесу и финансам) www.cbonds.ru (Справочник эмитента. Профиль крупнейших эмитентов корпоративных облигаций и обзор программ финансирования).

www.cfin.ru (Ресурс, посвященный управлению корпоративными финансами). www.creditflux.com (Сайт, посвященный обеспеченным долговым обязательствам (CDOs)).

www.euromoney.com (Обзор и анализ мировых финансовых рынков). www.europeansecuritization.com (Форум европейской секьюритизации: обзор рынка европейской секьюритизации).

www.factorings.ru (Информационный портал о факторинге).

www.factoringpro.ru (Информационно-аналитический ресурс: факторинг для профес-сионалов).

www.finanalis.ru (Финансовый и инвестиционный анализ). www.fitchibca.com (Международное рейтинговое агентство Fitch Ratings). www.fitchratings.ru (Fitch Ratings в России и СНГ. Структурированное финансирование. Ценные бумаги, обеспеченные активами. Список эмитентов).

www.hsh.com (Библиотека по ипотечным финансам (HSH Library)). www.kesdee.com (Интернет-курс по секьюритизации активов, ценообразование ABS, структура денежного потока).

http://www.harperrisk.com/ArtGlossary/ArtGlosssz.htm (Словарь по альтернативному финансированию риска).

www.micex.ru (Московская международная валютная биржа). www.mirkin.eufin.ru (Финансовая электронная библиотека).

www.munimarketplace.com (Интернет-ресурс по муниципальным и корпоративным облигациям).

www.moodys.com (Международное рейтинговое агентство Moody’s). www.nber.org (National Bureau of Economic Research – Национальное бюро экономических исследований США).

www.quote.ru (Аналитика и прогнозы. Обзоры инвестиционных компаний и их коти-ровки на фондовом рынке).

www.raexpert.ru (Рейтинговое агентство «Эксперт РА»). www.rbc.ru (Росбизнесконсалтинг). www.rusbonds.ru (Проект «Облигации в России»). www.rusipoteka (Ипотечное кредитование и секьюритизация в России). www.securitisation.net (Ресурс по структурированному финансированию и секьюритизации).

www.securitization.com (International Financial Review – ресурс по секьюритизации).

www.sec.gov (Securities and Exchange Commission – Комиссия по ценным бумагам и биржам США).

www.standardandpoors.com (Международное рейтинговое агентство Standard & Poor’s). http://thom.com (Thomson Reuters, данные по мировым финансовым институтам). www.ThorABS.com (Ведущий путеводитель по рынкам секьюритизации Европы и Азии).

http://www.vinodkothari.com (Сайт по секьюритизации Vinod Kothar).

Ассоциации, некоммерческие

организации, фонды, банки развития

Федерация Европейского союза по факторингу и торговому финансированию ассоци-аций инвесторов.

www.abfa.org.uk (Asset-Based Finance Association – Ассоциация по структурированному финансированию).

www.afme.eu (Association for Financial Markets in Europe – Ассоциация европейских финансовых рынков).

www.ahml.ru (Агентство по ипотечному жилищному кредитованию). http://asfact.ru (Ассоциация факторинговых компаний).

www.asifma.org (Asia Securities Industry & Financial Markets Association – Ассоциация финансовых рынков и азиатского рынка ценных бумаг – статистика, аналитика и публикации по азиатскому рынку ценных бумаг).

www.auver.ru (Ассоциация участников вексельного рынка).

www.cfa.com (Commercial Finance Association (CFA) – Ассоциация торгового финан-сирования).

www.ecb.int (European Central Bank – Европейский Центробанк). www.eefa.ru (Восточно-европейская факторинговая ассоциация). www.eif.org (European Investment Fund – Европейский инвестиционный фонд). www.eib.org (Группа европейского инвестиционного банка).

www.euf.eu.com (EUF – Federation for the Factoring and Commercial Finance Industry). http://europe.sifma.org (Securities Industry and Financial Markets Association (Europe) – Ассоциация финансовых рынков и европейского рынка ценных бумаг – статистика, аналитика и публикации по европейскому рынку ценных бумаг).

www.factors-chain.com (Factors Chain International (FCI) – Международная сеть факто-ров).

www.fanniemae.com (Federal National Mortgage Association (FNMA) – Федеральная национальная жилищная ассоциация США (Fannie Mae)).

www.fedfactor.ru (Федерация факторинговых компаний). http://federalreserve.gov (Федеральная резервная система США).

www.forfaiters.org (International Forfaiting Association (IFA) – Международная ассоциация форфейтинга).

www.freddiemac.com (Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC) – Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита (Freddie Mac)).

www.ginniemae.gov (Government National Mortgage Association (GNMA) – Национальная ипотечная ассоциация (Ginnie Mae)).

www.ifc.org (Международная финансовая корпорация (Группа всемирного банка)). www.ifgroup.com (International Factors Group (IFG) – Международная группа факторов).

www.naic.com (National Association Investors Corporation – Корпорация национальной ассоциации инвесторов).

www.nfa.ru (Национальная фондовая ассоциация).

www.sifma.org (Securities Industry and Financial Markets Association (US) – Ассоциация финансовых рынков и американского рынка ценных бумаг – статистика, аналитика и публи-кации по американскому рынку ценных бумаг).

www.wto.org (World Trade Organization – Всемирная торговая организация).

Российские компании и банки, предоставляющие

факторинг, факторинговые брокеры и консультанты

www.1factor.ru (Русская факторинговая компания). www.alfabank.ru (Альфа-Банк). www.bank.zerich.ru (Банк «Церих»).

www.bsfactor.ru (Factoring Business Solutions – консалтинговая компания в области фак-торинга).

www.bsgv.ru (Банк Сосьете Женераль Восток).

www.factoreal.ru (Независимый факторинговый брокер «Фактореал» в Санкт-Петер-бурге).

www.factoring.ru (Национальная факторинговая компания). www.gazprombank.ru (Газпромбанк).

www.litefactor.ru (Независимый факторинговый брокер «Фактор Лайт»).

www.metallinvestbank.ru (Металлинвестбанк).

www.moskb.ru (Москоммерцбанк).

www.nomos-factor.ru (НОМОС-БАНК).

www.nordea.ru (Нордеа Банк).

www.pkb.ru (Банк «Петрокоммерц»).

www.profactoring.ru (Факторинговая компания «Лайф»).

www.psbank.ru (Промсвязьбанк).

www.pskb.ru (ПримСоцБанк (СКБ Приморья)).

www.rosprombank.ru (Роспромбанк (Российский промышленный банк)). www.rusfactor.ru (Независимый факторинговый брокер «Русфактор»). www.smartfactor.ru (система автоматизированного учета факторинговых операций: новости факторинга и обмен информацией).

www.smpbank.ru (СМП Банк (Северный Морской Путь)). www.sdm.ru (СДМ-Банк). www.tkfactoring.ru (ТрансКредитФакторинг). www.transcapital.com (ТрансКапиталБанк). www.unicreditbank.ru (ЮниКредит Банк).

www.unifactor.ru (Международная факторинговая группа «ЮниФактор»). www.vbank.ru (Банк «Возрождение»). www.vtbf.ru («ВТБ Факторинг»). www.vtkbank.ru (Вятка-Банк).

Законодательные акты в части факторинга

и секьюритизации финансовых активов

Гражданский кодекс Российский Федерации (часть вторая) от 26 января 1996 г. № 1403.

Гражданский кодекс Российский Федерации (часть первая) от 30 ноября 1994 г.

№ 51-03.

Налоговый кодекс Российской Федерации (часть первая) от 31 июля 1998 г. № 146-ФЗ.

Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 5 августа 2000 г. № 117-ФЗ.

Государственный банк СССР. Письмо от 12 декабря 1989 г. № 252 «О порядке осу-ществления операций по уступке поставщиками банку права получения платежа по платеж-ным требованиям за поставленные товары, выполненные работы и оказанные услуги».

Федеральный закон от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

Федеральный закон от 27 июля 2006 г. № 141-ФЗ «О внесении изменений в Федераль-ный закон “Об ипотечных ценных бумагах”».

Федеральный закон от 29 декабря 2004 г. № 192-ФЗ «О внесении изменений в некото-рые законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона “Об ипотечных ценных бумагах”».

Постановление Правительства РФ от 15 октября 2004 г. № 562 «Об утверждении Типо-вых правил доверительного управления ипотечным покрытием». Федеральный закон от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)».

Федеральный закон от 29 октября 1998 г. № 164-ФЗ «О финансовой аренде (лизинге)».

Федеральный закон от 2 декабря 1990 г. № 395-1-ФЗ «О банках и банковской деятель-ности» (редакция от 23 июля 2010 г.).

Федеральный закон от 8 февраля 1998 г. № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».

Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».

Федеральный закон от 10 декабря 2003 г. № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле».

Федеральный закон от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкрот-стве)».

Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 40-ФЗ «О несостоятельности (банкрот-стве) кредитных организаций».

Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Федеральный закон от 12 декабря 1991 г. № 2023-1 «О налоге на операции с ценными бумагами».

Федеральный закон от 23 декабря 2003 г. № 183-ФЗ «О внесении изменения в статью 3 закона Российской Федерации “О налоге на операции с ценными бумагами”».

Указание Центрального банка России от 1 июня 2010 г. № 2455-У «О перечне ценных бумаг, входящих в ломбардный список Банка России».

Инструкция Банка России от 22 июля 2002 г. № 102-И «О правилах выпуска и реги-страции ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации».

Федеральный закон от 2 ноября 2004 г. № 127-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и некоторые другие законода-тельные акты Российской Федерации, а также о признании утратившими силу отдельных законодательных актов (положений законодательных актов) Российской Федерации».

Федеральный закон от 11 марта 1997 г. № 48-ФЗ «О переводном и простом векселе».

Указ Президента Российской Федерации от 24 декабря 1993 г. № 2296 «О доверитель-ной собственности (трасте)».

Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

Федеральный закон от 28 декабря 2009 г. № 381-ФЗ «Об основах государственного регулирования торговой деятельности Российской Федерации».

Постановление Правительства Российской Федерации от 15 июля 2010 г. № 530 «Об утверждении Правил установления предельно допустимых розничных цен на отдельные виды социально значимых продовольственных товаров первой необходимости, перечня отдельных видов социально значимых продовольственных товаров первой необходимости, в отношении которых могут устанавливаться предельно допустимые розничные цены, и перечня отдельных видов социально значимых продовольственных товаров, за приобретение определенного количества которых хозяйствующему субъекту, осуществляющему торговую деятельность, не допускается выплата вознаграждения».

Федеральный закон от 9 апреля 2009 г. № 56-ФЗ «О внесении изменения в статью 825 части второй Гражданского кодекса Российской Федерации и признании утратившей силу статьи 10 Федерального закона “О введении в действие части второй Гражданского кодекса Российской Федерации”».

Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

Федеральный закон от 23 сентября 1999 г. № 117-Ф «О защите конкуренции на рынке финансовых услуг».

Федеральный закон от 26 июля 2006 г. № 135-ФЗ «О защите конкуренции».

Федеральный закон от 7 августа 2001 г. № 115-ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма».

Федеральный закон от 28 ноября 2007 г. № 275-ФЗ «О внесении изменений в статьи 5 и 7 Федерального закона “О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма”».

Федеральный закон от 30 декабря 2004 г. № 218-ФЗ «О кредитных историях».

Конвенция УНИДРУА (UNIDROIT) о международном факторинге. Оттава, 28 мая 1988 г.

Конвенция о единообразном законе о переводном и простом векселе. Женева, 7 июня 1930 г.

Конвенция ООН о международных переводных и международных прописных векселях. Нью-Йорк, 9 декабря 1988 г.

Конвенция ООН об уступке дебиторской задолженности в международной торговле. Нью-Йорк, 12 декабря 2001 г.

Приложения Приложение 1

Исторические данные по эмиссии в Европе и США за период 2000-2010 гг. (млрд

евро)

Год США Европа

2000 1,0880 78,2

2001 2,3084 152,6

2002 2,5927 157,7

2003 2,9145 217,3

2004 1,9566 243,5

2005 2,6506 327,0

2006 2,4558 481,0

2007 2,1471 453,7

2008 9336 711,3

2009 1,3589 414,1

2010 1,2767 379,9

Источник: ESF.

Приложение 2

Эмиссия в Европе по странам обеспечения за период 2005-2010 гг. (млрд евро)

Страна обеспечения 2010 2009 2008 2007 2006 2005

Австрия — — — — 0,6 0,7

Бельгия 17,7 27,4 34,9 4,0 2,3 0,5

Великобритания 102,6 88,4 271,9 172,6 192,2 126,4

Дания 1,5 — — 0,5 0,0 0,1

Германия 13,4 26,5 50,1 18,5 37,7 15,5

Греция 1,0 22,5 12,7 5,3 3,6 2,3

Ирландия 6,6 13,9 40,7 10,4 10,7 0,5

Исландия 0,2

Испания 54,4 62,4 80,7 61,1 44,0 40,5

Италия 16,0 67,9 82,2 26,4 30,2 32,7

Казахстан — — 1,0 — —

Люксембург — — 0,1 — —

Нидерланды 138,5 43,8 72,6 40,8 28,6 39,2

Португалия 14,9 12,9 14,8 10,8 5,8 7,6

Россия — — 0,9 1,1 1,7 0,0

Турция — — — 1,9 2,7

Страна обеспечения 2010 2009 2008 2007 2006 2005

Украина — — 0,1 — —

Финляндия 7,5

Франция 2,9 6,9 14,2 3,9 7,7 7,5

Швейцария — — — 0,7 0,2 0,3

Мультинациональные эмиссии 2,2 41,6 27,8 96,2 3,7 1,6

Всего 374,1 414,1 711,3 453,7 370,9 278,1

Источник: По данным Thomson Financial, Dealogic, JP Morgan, Merrill Lynch, Structured Finance International, Bloomberg.

Приложение 3

Эмиссия в Европе по типу обеспечения за период 2007-2010 гг. (млрд евро)

Вид обеспечения /год 2010 2009 2008 2007

ABS 31,3 52,5 73,0 57,8

C DO 29,5 107,1 48,1 88,7

CMBS 6,1 15,5 4,9 47,6

RMBS 271,7 239,0 585,3 259,7

SME 36,9 — — —

WBS 4,5 — — —

Всего 379,9 414,1 711,3 453,7

Источник: По данным Bloomberg, Deutsche Bank, JP Morgan, Bank of America-Merrill Lynch, RBS, Thomson Reuters, UniCredit, AFME, SIFMA.

Приложение 4

Эмиссия в США по типу обеспечения за период 2007-2010 гг. (млрд евро)

Вид обеспечения/год 2010 2009 2008 2007

ABS 82,6 102,9 88,7 371,4

CDO 2,7 1,6 40,1 352,0

Агентские MBS 1,1813 1,2310 779,0 857,9

Неагентские CM BS 6,0 1,2 8,4 166,6

Неагентские RM BS 4,1 22,2 17,4 399,2

Всего 1,2767 1,3589 933,6 2,1471

Источник: По данным Bloomberg, Deutsche Bank, JP Morgan, Bank of America-Merrill Lynch, RBS, Thomson Reuters, UniCredit, AFME, SIFMA.

Приложение 5

Некоторые используемые при секьюритизации офшорные зоны: ключевые характери-стики

Юрисдикция Ежегодный

правительственный сбор Соглашение об из-бежании двойного налогообложения в РФ Налог на прибыль Раскрытие имени вла-дельцев Доступность акций на предъяви-теля Сдача

отчет

ности,

аудит Личное присутствие при реги-страции

Багамские

острова 250долл. США Нет Нет Her Есть Нет Нет

Вирджинские

острова 300долл. США Нет Нет Нет Есть Нет Нет

Кипр 0 долл. США Есть 10% Есть Нет Есть Нет

Ирландия 100 долл. США Есть Нет Есть Нет Есть Нет

Г ибралтар 440 долл. США Нет Нет Есть Нет Есть Нет

Сейшельские

острова 100 долл.США Нет Нет Нет Есть Нет Нет

Невис 200 долл. США Нет Нет Her Есть Нет Нет

Панама 150 долл. США Нет Нет Нет Есть Нег Нет

США (Дэлавэр) 50 долл. США Есть 15-45% Есть Нет Есть Нет

Мальта 1000 Lm

{около 3 тыс. долл. США) Нет 5% Есть Нет Есть Есть

Остров Мэн 300 или 600 англ, фунтов, в за-висимости от типа компании Нет Нет Есть Нет Есть Нет

Бэл из 100 долл. США Нет Нет Нет Есть Нет Нет

Швейцария Ъ% от уставного капитала Есть 4.8% Есть Нет Есть Есть

Венгрия 2% от уставного капитала Есть 5,4% Есть Нет Есть Есть

Приложение 6

Рэнкинг российских факторов по объему предоставленного финансирования в 2010 г.

№

п/п Наименование фактора Объем предостав-ленного фактором финансирования в 2010 г., тыс\* руб. Темпы прироста в 2010 г., % Отношение объема финансирования к объему уступленных требований, под которые предоставлено финансирован не, %

 2010 т. 2009 г.

1 ОАО «Промсвязьбанк» 93 313 203 10.5 89,3 84,9

2 ОАО «Альфа-Банк» 43 1 S3 566 213.4 80.2 73.2

3 ООО «ВТБ Факторинг» 38 893 784 614.2 90.0 81.3

4 ЗАО «ТрансКредитФакторинг» 28 317 063 42.9 86,8 86.0

5 Банк НФК (ЗАО) 26 163 673 14,4 88,8 88,7

6 ООО «БСЖВ Факторинг» 25 586 721 52,3 93.8 97.0

7 ОАО «Банк “Петрокоммерц”» 23 216 756 -4,5 89,7 89.5

8 ЗАО ЮниКредит Банк 16051358 124.2 90,9 88,6

9 ОАО АКБ •> Металл ин вестбан к» 15 357 853 28.0 75.9 81,3

10 ГПБ (ОАО) / ООО «ГПБ-Факторинг» 13 386 957 197.4 89.1 76,1

11 ООО ФК «Лайф» 10 390 323 -8.6 87.8 88,7

12 ОАО «МКБ» 10 383 150 н, д. 83,3 н. д.

13 ООО «Эйч-эс-би-си Банк (РР)» 4290 813 н.д. 83.5 н.д.

14 ЗАО «РФК» 3 554 926 77,1 89.0 87,7

15 ЗАО «Кредит Европа Банк» 3 253 103 259.4 82,3 88.2

№

п/п Наименование фактора Объем предостав-ленного фактором финансирования в 2010 г., тыс. руб. Темпы прироста в 2010 гм % Отношение объема финансирования к объему уступленных требований, под которые предоставлено финансирование, %

 2010 г. 2009 г.

16 ОАО «НОМОС-БАНК» 3 100 000 96,6 Н.д. Н.д.

17 ООО КБ «РОСП РОМ БАНК» 2 108 742 4,6 84,0 79.9

18 ФК «Санкт-Петербург» 2 036 385 60,7 83.2 75,1

19 ЗАО «ТКБ» 1 301 183 32,3 74,2 77.5

20 ЗАО АКБ «ЦентроКредит\* 1 142 410 н. д. 81,6 н.д.

21 ООО«ФТК» 1 040 000 н.д. 88,9 н.д.

22 ООО «Эконом-факторинг» 937 157 84,9 95.2 93.1

23 КБ «СДМ-БАНК» (ОАО) 757 705 -5.0 83.4 79,1

24 ОАО «Нордеа Банк» 644 201 -61,8 90,0 90,0

25 ОАО «Собинбанк» 451 000 н. д. 89,5 н.д.

Источник: Эксперт РА.

Приложение 7

Объем мирового рынка факторинга за период 2003-2009 гг. (млн евро)

Страна 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009

Европа

Австрия 2 432 3 692 4 273 4733 5 219 6 .350 6 630

Бельгия 11 500 13 500 14 000 16 700 19 200 22 500 23 921

Болгария 0 0 0 35 300 450 340

Великобритания 160 770 184 520 237 205 248 769 286496 188 000 195 613

Венгрия 1 142 1 375 1 820 2 880 3 100 3 200 2 520

Германия 35 0Н2 45 000 55 110 72 000 89 000 106 000 96 200

Греция 3 680 4 430 4 510 5 230 7 420 10 200 12 300

Дания 5 570 6780 7 775 7 685 8 474 5 500 7 100

Ирландия 8 850 13 150 23 1S0 29 693 22919 24 000 19 364

Испания 37 486 45 376 55 515 66 772 83 699 W0 000 104 222

Италия 132 510 121 000 III 175 1 20 435 122 800 128 200 1 24 250

Н идерланды 17 500 19 600 23 300 25 500 31 820 30 000 30 000

Норвегия 7 625 8 620 9 615 11 465 17 000 15 000 15 100

Польша 2 580 3 540 3 700 4 425 7 900 7 800 12 000

Португалия 12 181 14 700 16 965 16 886 16 888 18 000 17 711

Румыния 225 420 550 750 1 300 1 650 1 400

Россия 485 1 130 2 540 8 555 13 100 16 150 8 580

Турция 5 330 7 950 11 S30 14 925 19 625 18 050 20 280

Страна 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009

Украина 0 0 333 620 890 1 314 530

Финляндия 8810 9 167 10470 II 10(1 12 650 12 650 10 752

Франция 73 200 81 600 89020 100 009 121 660 135 000 128 182

Хорватия 0 28 175 340 1 100 2 100 2 450

Чехия 1 880 2 620 2 885 4 025 4 780 5 000 3 760

Швеция 10950 14 500 19 800 21 700 21 700 16 000 18 760

Швейцария 1 514 1 400 1 900 2 000 2513 2 590 5 000

Эстония 2 262 3 920 2 400 2 900 I 300 1 427 1 ООО

Всего Европа 546 935 612 504 715 486 806 983 932 269 888 533 876 649

Северная и Южная Америка

Бразилия 12 040 15 500 20050 20 054 21060 22 055 29 640

Канада 3 161 3 157 3 820 3 386 4 270 3 000 3 250

Колумбия 0 0 0 100 2 030 2 100 2 392

Мексика 4 535 4 600 7 100 8 150 9 200 9 550 2 120

США 80696 81 S60 94 160 96 000 97 000 100000 88 500

Чили 3 500 4 200 9 500 11 300 14 620 15 800 14 500

Всего по Америке 104 162 109 619 135 240 140 493 149 673 154 195 142 013

Африка

ЮАР 5 470 7 100 5 580 7 800 9 780 12 N0 13 500

Всего Африка 5 840 7 586 6 237 8513 10 705 13 263 14 796

Азия

Гонг Кон г 3 250 4 800 7 700 9 710 7 700 8 500 8 079

Страна 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009

Израиль 100 155 325 375 800 1 400 1 400

Индия 1 615 1 625 1 990 3 560 5 055 5 200 2 650

Китай 2 640 4315 5 830 14 300 32 976 55 000 67 300

Корея 38 32 850 850 955 900 2 937

ОАЭ 37 145 440 810 340 1 860 1 910

Сингапур 2 435 2 600 2 880 2 955 3 270 4 000 4 700

Тайвань 16 000 23 000 36 000 40 000 42 500 48 750 33 800

Тайланд 1 425 1 500 1 640 1 925 2 240 2 367 2 107

Япония 60 550 72 535 77 220 74 530 77 721 106 500 83 700

Всего Ланя 88 933 111 478 135 470 149 606 174 244 235 512 209 991

Тихоокеанский бассейн

Австралия 13716 18 181 23 130 27 573 33 080 32 546 39410

Новая Зеландия 263 236 250 280 О

о

Г' 700 700

Всего Тихоокеанский бассейн 13 979 18417 23 380 27 853 33 780 33 246 40 110

Всего в мире 759 849 859 604 1015813 1 133 448 1 300 671 1325 III 1 283 559

Источник: FCI (Factors Chain International).

Приложение 8

Структура мирового рынка факторинга по видам операций, включая страны – члены FCI, за период 2004-2009 гг. (млн евро)

Вид факторинга 2004 2005 2006 2007 2008 2009 Прирост 2009/2008, %

Инвойс-дискаунтинг 97 543 160 141 193 829 219914 206915 197 993 -431

Факторинге регрессом S9 80S 116 626 139 978 168 683 167 860 159 037 -5 26

Факторинг без регресса 191 467 232 683 247 818 237 585 243413 242 444 -0 40

Внутренний факторинг, но странам FCI 394367 522 569 594 229 640 116 644 128 623 280 -3 24

Экс 1 гартн ый фа ктори нг 32 405 42 073 59 302 68 424 88 244 75 654 -1427

Импортный факторинг 11 160 13 190 14 944 17416 22 363 17 626 -21 18

Экспортный инвойс-дискаунтинг 13 997 21 716 24 179 32 430 33 801 40 353 19 38

Международный факторинг, по странам FCI 57 562 76 979 98 425 N8 271 144 408 133 633 -7 46

Всего но с транам FCI 451 929 599 548 692 654 758 386 788 537 756 913 -401

Внутренний факторинг в мире 791 950 930061 1 030 598 1 153 131 1 148 943 1 N8 100 -2 68

Международный факторинг в мире 68 265 86 486 103 690 145 996 176 168 165 459 -6 08

Всего в мире 860 215 1 016547 1 134 288 I 299 127 1 325 111 1 283 559 -3 14

Источник: FCI (Factors Chain International).

Приложение 9

Ипотечная секьюритизация в России\*

Инициатор

секьюрити

зации SPV Организаторы

выпуска Дата

размещения Срок

обращения,

ГОД

погашения Объем, млн руб. Структура Коли

чество

кредитов Ставка стар-шего

транша, % Рейтинг

старшего

транша

Внутренняя секьюритизация (SPV— резидент)

ЛИЖК ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2010-Ь ЗАО КБ «Сити-банк» Июль, сен-тябрь 2010 32 года, 2042 41:6 0% /42:6 096 В: 1 154 11546 9,0 Moody's: Baa l

ВТБ24 С баланса банка Банк ВТБ, ЗАО «ВТБ Капитал» Декабрь

2009 5 лет, 2914 15 000 13 678 9.7 Moody's: Baa 1

МБРР ЗАО «Ипотечный LimiT МБРР» ОАО АКБ «МБРР» Август 2009 29 лет, 2018 2217

А: 1 906 872 Б: 310421 1 599 8.0 "

ВТБ24 ЗАО «Нацио-нальный ипотеч-ный агент ВТБ 001» Банк ВТБ, ВТБ Капитал Июнь 2009 29 лет, 2039 А: 9 990 697 Б'. 2 027 098 5:2 461 476 11 580 10.5 Moody’s: A3

АИЖК ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1» Райффайзен

банк Декабрь

2008 33 года, 2041 11 510 А: 7 930 Б: 3 400 16 004 10.5

АИЖК ЗАО «Второй ипотечный агент АИЖК» ЗАО КБ «Сити-банк» Февраль

2008 .12 года, 2040 10 727 А: 9 440 Б'. 590 300 5:697 317 18 861 8,5 Moody's: A3

Инициатор

секьюрити

зации SI’V Организаторы

выпуска Дата

размещения Срок

обращения,

год

погашения Объем, млн руб. Структура Коли

чество

кредитов Ставка стар-шего

транша, % Рейтинг

старшего

транша

КБМИА С баланса банка ОАО «Банк Москвы» Октябрь

2007 8 лет, 2015 2 000 995 9,0 -

АИЖК ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК» ЗАО КБ «Сити-банк» Май 2007 32 года, 2039 3295 А: 2 900 Б: 264 В: 130,794 8 168 6,94 Moody's; АЗ

«Совфин-

трейд» ОАО «Ипотечная специали-зированная организация ГПБ-Ипотека» Газпромбанк,

ММВБ Ноябрь

2006 30 лет, 2036 3 000 6015 7.27 Moody's:

Baal

Трансграничная секыаритишии (SPV— нерезидент)

Компания SPV Организаторы

выпуска Дата

размещения Срок

обращения, год погаше-ния Объем, долл./ евро/ млн руб. Коли

чество

кредитов Ставка стар-шего транша Рейтинг

старшего

транша

ВТБ24 Fundus

Mortgages 2008 Ltd. (Ирландия) Банк ВТБ Банк ВТБ Европа Декабрь

2008 Март 2041 150,14 долл. 1 785 7,5 Moody's: А2

ВТБ24 Finis Mortgages 2008 Ltd. (Ирландия) Банк ВТБ Банк ВТБ Европа Декабрь

2008 Март 2041 150,14 долл. 1 785 7,5 Moody's: А2

Инициатор

секьюрити

зации SPV Организаторы

выпуска Дата

размещения Срок

обращения,

год

погашения Объем, млн руб. Структура Коли

чество

кредитов Ставка стар-шего

транша, % Рейтинг

старшего

транша

«Евро

траст» ЕТВ Mortgage Finance 1 S.A. (Люксембург) Банк ВТБ Банк ВТБ Европа Июль 2008 " 2 735 руб. " " "

«КИТ

Финанс» KIT Ipoteka Ltd. (Ирландия) — Июнь 2008 40 лет, 2048 4 750 руб. — — S&P: ВВВ+/ ги АЛА

Русский

Ипотечный

Банк Credit Suisse Май 2008 1 год, 2009 140 долл. 1 700

«КИТ

Финанс» RUMBA S.A. (Люксембург) Morgan Stanley «КИТ Финанс» Апрель 2008 32 года, 2040 6050 руб, А: 5445 руб. 5: 605 руб. 5 328 А: 8,75 В 9 S&P: В В В1

УРСА Банк URSA Mortgage Finance S.A. UniCredit Group Декабрь

2007 45 лет, 2052 9057 руб. - - S&P: ВВВ+

Моско.м-

мерцбанк Moscow Stars B.V. (Нидерлан-ды) HSBC Bank PLC, Raiffeisen Zemralbank Osterreich AG (RZB) Июль 2007 27 лет, 2034 179,7 долл. А: 159 долл. В: 16,2 долл. С: 4,48 долл. 1 327 А:

LIBOR + 1,75 В■

LIBOR + 5,25 Moody’s:

Baal

Fitch: ВВВ

«Совфин-

трейд Gazprombank Mortgage Funding2 S.A. (<«GMF2»)CfIioK- сембург) Газпромбанк, Barclays Capital. Со-организатор Lehman Brothers International (Europe) Июнь 2007 20 лет, 2047 198,3 евро А1: 147,15 евро А1\ 850 руб.

В: 313,8 руб. С: 329 руб. Da: 329 руб. 8 931 А1:

EURIBOR + + 1,1

А2: 7,5 Moody's: АЪ S&P: ВВВ+

Инициатор

секьюрити

зации SI’V Организаторы

выпуска Дата

размещения Срок

обращения,

год

погашения Объем, млн руб. Структура Коли

чество

кредитов Ставка стар-шего

транша, % Рейтинг

старшего

транша

«Дельта

Кредит» Red & Black Prime Russia MBS No. 1 Lid, (Ирландия) Societe Generale Апрель 2007 28 лет, 2035 206..3долл, 3 174 LIBOR + 1,05 Moody's: А2

«Совфин-

трейд» Dali Capital PLC (Люксембург) Газпромбанк, Barclays Capital, HSBC Bank PLC Декабрь

2006 40 лет, 2046 165.2 сиро А: 140,9 евро й: 518 руб. С: 346 руб. 8 824 EURIBOR +

+ 1,3 Moody's: АЪ

Городской

Ипотечный

Банк City Mortgage M BS Finance B.V. (Голландия) Московский Народный Банк (Лондон), Greenwich Financial Services (США) Июль 2006 27 лет, 2033 72,6 долл. 1 282 LIBOR + 1,6 Moody's:

Baal

Внешторг

банк Russian Mortgage Baeked Securities 2006-1 S.A. (Люксембург) Barclays Capital, HSBC Bank PLC Июль 2006 28 лет, 2034 88.3 долл. 1 696 LIBOR + 1 Moody's: A1 Fitch: A—

Приложение 10

Неипотечная секьюритизация в России

Дата за-крытия Инициатор

секьюрити

зации Класс секью-ритизируемых активов Объем эмис-сии SPV Организа – тор выпуска Срок об-ращения, год по-гашения Ставка старшего транша, % Рейтинг

старшего

транша Особенности структуры сделки

Июль

2004 «Газпром\* Экспортная выручка (Export receiv-ables) 1,25 млрд долл. Gazprom International S,A., Люксембург Merrill Lynch, ABN Amro и Morgan Stanley 16 лет, 2020 7,201 S&P,

Fitch:

ЯВВ

(октябрь

2005) Кредитное обе-спечение: гаран-тии Газпрома и Газпромэкспорт, резервный счет. Истинной продажи (true sale) не происходило

Октябрь

2004,

Февраль

2005 РОСБАНК Платежи по кредитным картам 300 млн долл.:

225 млн долл,,

75 млн долл. Russia In-ternational Card Fi-nance S.A. (RK2F), Люксембург Credit Suisse First Boston (Europe) Ltd,, Merrill Lynch In-ternational 4 гола,

2009 7,8 Moody’s:

йоЗ;

Filch: В+ Истинной продажи (true sale) не производилось

Июль

2005 Банк

«СОЮЗ» Автокредиты 50 млн евро

AI: 43,7 млн долл.;

А2: 100 тыс. долл.;

В: 3,9 млн долл. Russian Auto Loans Finance B.V., Ни-дерланды Москов

ский

народный

банк 5 лет, 2010 LIBOR+ 17S Ьр\* Moody’s:

ВааЪ Избыточное обе-спечение (overcol-lateralization) 12%

Дата за-крытия Инициатор

секьюрити

зации Класс секью-ритизируемых активов Объем эмис-сии SPV Организатор выпуска Срок об-ращения, год по-гашения Ставка старшего транши, % Рейтинг

старшего

транша Особенности структуры сделки

 С: 1,9 млн долл.

Декабрь

2005 Хоум

Кредит энд

Финанс

Банк Потребитель-ские кредиты 126,5 млн евро Eurasia Structured Finance No. 1 S.A., Люксембург A UN AMRO N.V. (ABN) it UniCittdit (HVB). 7 лет, 2012 Moody's:

Baal Структура

мастер-траста

Март

2006 Банк

Русский

Стандарт Потребитель-ские кредиты 30(1 млн евро 41:228,3 42: 39,2 В: 32,4 Russian Consumer Finance No. 1 S.A., Ирландия 6 лет, 2012 1 т EURI- BOR + -Hip 165 Транши А2 и В выкуплены IFC и EBRD

Март

2006 Альфа

Банк Диверсифи

цированные

платежные

права А: 350 млн долл. Alfa Diver-sified Pay-ment Rights (DPR) Finance Company S.A.Люк-сембург Bank AG, и Merrill Lynch 5 лет, 2011 3 in LIBOR

+ + 1,6 Moody’s:

ВааЪ Сделка прово-дилась в соответ-ствии с американ-ским Правилом Rule I44A

Март

2006 Группа лизинговых компаний: ОАО «Ма-гистраль Платежи по

договорам

лизинга 13 802 млн руб. Red Arrow International Leasing (RAIL) Pic, Ирландия Morgan

Stanley,

ТрансКре

дитБанк, 6 лет, 2012 8,375 S&P;

ввв-

Moody’s: Baa 2 Единственный лизингополучатель по договорам лизинга ОАО «РЖД». Предмет

Дата за-крытия Инициатор

секьюрити

зации Класс секью-ритизируемых активов Объем эмис-сии SPV Организатор выпуска Срок об-ращения, год по-гашения Ставка старшего транша, % Рейтинг

старшего

транша Особенности структуры сделки

 Финанс»,

ООО

«Инвести-ционный партнер» и ОООФК «Объеди-ненные инвесторы» «КИТ Фи-нанс» лизинга — вагоны;

И збыточное обе-спечение (overcol-lateralization) 12%

Октябрь

2006 МДМ-Банк Автокредиты 430 млн долл.

А: 270,9 млн долл.

В: 77,4 млн долл.

С: 54,8 млн долл. Taganka Car Loan Finance PLC, Ир-ландия Dresdner Kle inwort Wasserstein Merrill Lynch 7 лет, 2013 1m LIBOR + + 100 bp\* S&P; А— Moody’s: Baa 1 Кредитная под-держка (credit enhancement) — 37%

Ноябрь

2006 Банк

Русский

Стандарт Автокредиты 220 млн евро Л: 133,75 В. 35 С: 51,25 Russian Саг Loans No. 1 S.A.), Ирландия HVBMJP

Morgan 3 года, 2009 LIBOR + + 115 bp S&P: А— Moody’s: Вии 1 Кредитная под-держка (credit enhancement) — 46,5%, географи-ческая диверси-фикация

Ноябрь

2006 МДМ-Банк Диверсифи

цированные

платежные

права 200 млн долл. 225 млн долл. MDM

DPR, Люк-сембург Dresdner

Bank

Merrill

Lynch 5 лет, 2011 3m LIBOR + + 200 bp Filch:

ВВВ- Второй выпуск на суму 250 млн долл, размешался в мае 2007 г.

Дата за-крытия Инициатор

секьюрити

зации Класс секью-ритизируемых активов Объем эмис-сии SPV Организатор выпуска Срок об-ращения, год по-гашения Ставка старшего транша, % Рейтинг

старшего

транша Особенности структуры сделки

Декабрь

2006 Альфа

Банк Диверсифи

цированные

платежные

права В\ 230 млн евро

С: 260 млн долл. Alfa Diver-sified Pay-ment Rights (DPR) Finance Company S.A., Люк-сембург Bank AG, и Merrill Lynch 5 лет, 2011 3m USS

EURIBOR

+

+ 190 Ьр Moody’s:

ВааЪ Сделка прово-дилась в соответ-ствии с американ-ским Правилом Rule 144А

Midi 2007 МДМ-Bail к Диверсифи

цированные

платежные

права 350 млн евро MDM DPR, Люксембург Dresdner Bank AG (Dresdner Kleinwort) 5 лет, 2012 Зт LIBOR

+ + 200 bp Filch:

ВВВ- Сделка прово-дилась в соответ-ствии с американ-ским Правилом Rule 144А

Июль

2007 ЗАО

«Бизнес

Альянс» Платежи по

договорам

лизинга 8,3 млрд руб. White

Nights Fi-nance B.V, Нидерлан-ды Банк Мо-сквы 5 лет, 2012 8,875 Лизингополу-чатель — ОАО «МОЭСК». Предмет лизинга — объекты городско й и нфра – структуры. Избыточное обе-спечение (overcol-lateralization) 45%

Август

2007 Хоум

Кредит энд

Финанс

Банк Задолжен-ность по кредитным картам 5,35 млрд руб. Eurasia Credit Card Funding 1 S.A., Люк-сембург ABN AMRO N.V. (ABN) и UniCrcdh (HVB 7 лет, 2014 lm

MosPriine + + 180 bp Moody’s;

Baal В рамках первою этапа секьюрити-зации (warehouse facility) револь-верное финанси-

Дата за-крытия Инициатор

секьюрити

зации Класс секью-ритизируемых активов Объем эмис-сии SPV Организатор выпуска Срок об-ращения, год по-гашения Ставка старшего траЕниа, % Рейтинг

старшего

транша Особенности структу ры сделки

 рованиедо марта 2008 г.

Декабрь

2007 Банк

Русский

Стандарт Пул

кредитных карт банка Русский

Стандарт 12,5 млрд руб. Банк

Русский

Стандарт,

2010

(Warehouse) ABN AM RO N.V. (ABN), RHS,

UniCredit

(HVB 3 года, 2010 (погашен) Moody's:

Ваа\ Частное размеще-ние,

структура мастер-траста

Октябрь

2010 ЗЛО

«Бизнес

Альянс\* Платежи по

договорам

лизинга 147,6 млн долл. Golden Gates В.V., Нидерлан-ды Банк Мо-сквы 3 года, 2013 7,214 Модель анало-гична сделке 2007 гд лизингополу-чатель — ОАО «МОЭСК». Предмет лизинга — объекты городской инфра-структуры

\* bp – базисные пункты.

Источник: По данным отчетов инициаторов и организаторов выпусков.

Приложение 11

Отдельные статьи Гражданского и Налогового кодексов

Российской Федерации, регулирующие правоотношения

сторон по сделкам факторинга и секьюритизации

Гражданский кодекс Российской Федерации

Глава 7. Ценные бумаги. Ст. 142-149.

Глава 9. Сделки. Ст. 153-181.

Глава 13. Содержание права собственности. Ст. 209.

Глава 22. Исполнение обязательств. Ст. 309-328.

Глава 23. Обеспечение исполнения обязательств. Залог. Ст. 334-358.

Глава 24. Перемена лиц в обязательстве. § 1. Переход прав кредитора к другому лицу. Ст. 382-290; § 2. Перевод долга. Ст. 391-392.

Глава 30. Купля-продажа. Ст. 454-484.

Глава 42. Заем и кредит. § 1. Заем. Ст. 807-818; § 2. Кредит. Ст. 819-821; § 3. Коммер-ческий кредит. Ст. 822-823.

Глава 43. Финансирование под уступку денежного требования. Ст. 824-833.

Глава 46. § 3. Расчеты по аккредитиву. Ст. 867-873; § 4. Расчеты по инкассо. Ст. 874-876.

Глава 49. Поручение. Ст. 971-979.

Глава 53. Доверительное управление имуществом. Ст. 1012-1026.

Налоговый кодекс Российской Федерации

Часть I

Статья 24. Налоговые агенты.

Статья 38. Объект налогообложения.

Статья 40. Принципы определения цены товаров, работ или услуг для целей налого-обложения.

Статья 42. Доходы от источников в Российской Федерации и от источников за преде-лами Российской Федерации

Часть II

Статья 145. Освобождение от исполнения обязанностей налогоплательщика.

Статья 146. Объект налогообложения.

Статья 148. Место реализации работ (услуг).

Статья 149. Операции, не подлежащие налогообложению (освобождаемые от налого-обложения).

Статья 154. Порядок определения налоговой базы при реализации товаров (работ, услуг).

Статья 155. Особенности определения налоговой базы при договорах финансирования под уступку денежного требования или уступки требования (цессии).

Статья 167. Момент определения налоговой базы при реализации (передаче) товаров (работ, услуг) (в ред. Федерального закона от 29 мая 2002 г. № 57-ФЗ).

Статья 266. Расходы на формирование резервов по сомнительным долгам.

Статья 269. Особенности отнесения процентов по долговым обязательствам к расходам (в ред. Федерального закона от 29 мая 2002 г. № 57-ФЗ).

Статья 271. Порядок признания доходов при методе начисления.

Статья 279. Особенности определения налоговой базы при уступке (переуступке) права требования.

Статья 280. Особенности определения налоговой базы по операциям с ценными бума-гами.

Статья 284. Налоговые ставки.

Статья 309. Особенности налогообложения иностранных организаций, не осуществля-ющих деятельность через постоянное представительство в Российской Федерации и полу-чающих доходы от источников в Российской Федерации.

Статья 310. Особенности исчисления и уплаты налога с доходов, полученных ино-странной организацией от источников в Российской Федерации, удерживаемого налоговым агентом.

Приложение 12

Гражданский кодекс Российской Федерации

Глава 43 Финансирование под уступку денежного требования

Статья 824. Договор финансирования под уступку денежного требования

1. 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.

2. Обязательства финансового агента по договору финансирования под уступку денеж-ного требования могут включать ведение для клиента бухгалтерского учета, а также предо-ставление клиенту иных финансовых услуг, связанных с денежными требованиями, являю-щимися предметом уступки.

Статья 825. Финансовый агент

В качестве финансового агента договоры финансирования под уступку денежного тре-бования могут заключать коммерческие организации.

Статья 826. Денежное требование, уступаемое в целях получения финансирования

1. 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 требо-вание).

Денежное требование, являющееся предметом уступки, должно быть определено в договоре клиента с финансовым агентом таким образом, который позволяет идентифициро-вать существующее требование в момент заключения договора, а будущее требование – не позднее чем в момент его возникновения.

2. При уступке будущего денежного требования оно считается перешедшим к финан-совому 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 определенным событием, она вступает в силу после наступления этого события.

Дополнительного оформления уступки денежного требования в этих случаях не тре-буется.

Статья 827. Ответственность клиента перед финансовым агентом

1. Если договором финансирования под уступку денежного требования не предусмот-рено иное, клиент несет перед финансовым агентом ответственность за действительность денежного требования, являющегося предметом уступки.

2. Денежное требование, являющееся предметом уступки, признается действительным, если клиент обладает правом на передачу денежного требования и в момент уступки этого требования ему не известны обстоятельства, вследствие которых должник вправе его не исполнять.

3. Клиент не отвечает за неисполнение или ненадлежащее исполнение должником тре-бования, являющегося предметом уступки, в случае предъявления его финансовым агентом к исполнению, если иное не предусмотрено договором между клиентом и финансовым аген-том.

Статья 828. Недействительность запрета уступки денежного требования

1. Уступка финансовому агенту денежного требования является действительной, даже если между клиентом и его должником существует соглашение о ее запрете или ограничении.

2. Положение, установленное пунктом 1 настоящей статьи, не освобождает клиента от обязательств или ответственности перед должником в связи с уступкой требования в нару-шение существующего между ними соглашения о ее запрете или ограничении.

Статья 829. Последующая уступка денежного требования

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 настоящей главы.

Статья 830. Исполнение денежного требования должником финансовому агенту

1. Должник обязан произвести платеж финансовому агенту при условии, что он полу-чил от клиента либо от финансового агента письменное уведомление об уступке денежного требования данному финансовому агенту и в уведомлении определено подлежащее испол-нению денежное требование, а также указан финансовый агент, которому должен быть про-изведен платеж.

2. По просьбе должника финансовый агент обязан в разумный срок представить долж-нику доказательство того, что уступка денежного требования финансовому агенту действи-тельно имела место. Если финансовый агент не выполнит эту обязанность, должник вправе произвести по данному требованию платеж клиенту во исполнение своего обязательства перед последним.

3. Исполнение денежного требования должником финансовому агенту в соответствии с правилами настоящей статьи освобождает должника от соответствующего обязательства перед клиентом.

Статья 831. Права финансового агента на суммы, полученные от должника

1. Если по условиям договора финансирования под уступку денежного требования финансирование клиента осуществляется путем покупки у него этого требования финансовым агентом, последний приобретает право на все суммы, которые он получит от должника во исполнение требования, а клиент не несет ответственности перед финансовым агентом за то, что полученные им суммы оказались меньше цены, за которую агент приобрел требование.

2. Если уступка денежного требования финансовому агенту осуществлена в целях обеспечения исполнения ему обязательства клиента и договором финансирования под уступку требования не предусмотрено иное, финансовый агент обязан представить отчет клиенту и передать ему сумму, превышающую сумму долга клиента, обеспеченную уступкой требования. Если денежные средства, полученные финансовым агентом от должника, оказались меньше суммы долга клиента финансовому агенту, обеспеченной уступкой тре-бования, клиент остается ответственным перед финансовым агентом за остаток долга.

Статья 832. Встречные требования должника

1. В случае обращения финансового агента к должнику с требованием произвести пла-теж должник вправе в соответствии со статьями 410-412 настоящего Кодекса предъявить к зачету свои денежные требования, основанные на договоре с клиентом, которые уже имелись у должника ко времени, когда им было получено уведомление об уступке требования финансовому агенту.

2. Требования, которые должник мог бы предъявить клиенту в связи с нарушением последним соглашения о запрете об ограничении уступки требования, не имеют силы в отно-шении финансового агента.

Статья 833. Возврат должнику сумм, полученных финансовым агентом

1. В случае нарушения клиентом своих обязательств по договору, заключенному с должником, последний не вправе требовать от финансового агента возврат сумм, уже упла-ченных ему по перешедшему к финансовому агенту требованию, если должник вправе полу-чить такие суммы непосредственно с клиента.

2. Должник, имеющий право получить непосредственно с клиента суммы, уплаченные финансовому агенту в результате уступки требования, тем не менее вправе требовать воз-вращения этих сумм финансовым агентом, если доказано, что последний не исполнил свое обязательство осуществить клиенту обещанный платеж, связанный с уступкой требования, либо произвел такой платеж, зная о нарушении клиентом того обязательства перед должни-ком, к которому относится платеж, связанный с уступкой требования.

Приложение 13

Гражданский кодекс Российской Федерации

Глава 24 Перемена лиц в обязательстве

§ 1. Переход прав кредитора к другому лицу

Статья 382. Основания и порядок перехода прав кредитора к другому лицу

1. Право (требование), принадлежащее кредитору на основании обязательства, может быть передано им другому лицу по сделке (уступка требования) или перейти к другому лицу на основании закона. Правила о переходе прав кредитора к другому лицу не применяются к регрессным требованиям.

2. Для перехода к другому лицу прав кредитора не требуется согласие должника, если иное не предусмотрено законом или договором.

3. Если должник не был письменно уведомлен о состоявшемся переходе прав креди-тора к другому лицу, новый кредитор несет риск вызванных этим для него неблагоприятных последствий. В этом случае исполнение обязательства первоначальному кредитору призна-ется исполнением надлежащему кредитору.

Статья 383. Права, которые не могут переходить к другим лицам

Переход к другому лицу прав, неразрывно связанных с личностью кредитора, в част-ности требований об алиментах и о возмещении вреда, причиненного жизни или здоровью, не допускается.

Статья 384. Объем прав кредитора, переходящих к другому лицу

Если иное не предусмотрено законом или договором, право первоначального креди-тора переходит к новому кредитору в том объеме и на тех условиях, которые существовали к моменту перехода права. В частности, к новому кредитору переходят права, обеспечиваю-щие исполнение обязательства, а также другие связанные с требованием права, в том числе право на неуплаченные проценты.

Статья 385. Доказательства прав нового кредитора

1. Должник вправе не исполнять обязательство новому кредитору до представления ему доказательств перехода требования к этому лицу.

2. Кредитор, уступивший требование другому лицу, обязан передать ему документы, удостоверяющие право требования, и сообщить сведения, имеющие значение для осуществ-ления требования.

Статья 386. Возражения должника против требования нового кредитора

Должник вправе выдвигать против требования нового кредитора возражения, которые он имел против первоначального кредитора к моменту получения уведомления о переходе прав по обязательству к новому кредитору.

Статья 387. Переход прав кредитора к другому лицу на основании закона

Права кредитора по обязательству переходят к другому лицу на основании закона и наступления указанных в нем обстоятельств:

• в результате универсального правопреемства в правах кредитора;

• по решению суда о переводе прав кредитора на другое лицо, когда возможность такого перевода предусмотрена законом;

• вследствие исполнения обязательства должника его поручителем или залогодателем, не являющимся должником по этому обязательству;

• при суброгации страховщику прав кредитора к должнику, ответственному за наступ-ление страхового случая;

• в других случаях, предусмотренных законом.

Статья 388. Условия уступки требования

1. Уступка требования кредитором другому лицу допускается, если она не противоре-чит закону, иным правовым актам или договору.

2. Не допускается без согласия должника уступка требования по обязательству, в кото-ром личность кредитора имеет существенное значение для должника.

Статья 389. Форма уступки требования

1. Уступка требования, основанного на сделке, совершенной в простой письменной или нотариальной форме, должна быть совершена в соответствующей письменной форме.

2. Уступка требования по сделке, требующей государственной регистрации, должна быть зарегистрирована в порядке, установленном для регистрации этой сделки, если иное не установлено законом.

3. Уступка требования по ордерной ценной бумаге совершается путем индоссамента на этой ценной бумаге (пункт 3).

Статья 390. Ответственность кредитора, уступившего требование

Первоначальный кредитор, уступивший требование, отвечает перед новым кредитором за недействительность переданного ему требования, но не отвечает за неисполнение этого требования должником, кроме случая, когда первоначальный кредитор принял на себя поручительство за должника перед новым кредитором.

§ 2. Перевод долга

Статья 391. Условие и форма перевода долга

1. Перевод должником своего долга на другое лицо допускается лишь с согласия кре-дитора.

2. К форме перевода долга соответственно применяются правила, содержащиеся в пунктах 1 и 2 статьи 389 настоящего Кодекса.

Статья 392. Возражения нового должника против требования кредитора

Новый должник вправе выдвигать против требования кредитора возражения, основан-ные на отношениях между кредитором и первоначальным должником.

Приложение 14

Конвенция УНИДРУА (UNIDROIT) о

международном факторинге от 28 мая 1988 г.

Государства – участники настоящей Конвенции, сознавая тот факт, что международный факторинг играет значительную роль в развитии международной торговли, признавая поэтому важность принятия единообразных правил, обеспечивающих правовые основы международного факторинга и контроля за равновесием интересов различных участников при факторинговых сделках, согласились о нижеследующем:

Статья 1

1. Настоящая Конвенция регулирует факторинговые контракты и уступку денежного требования, указанные в этой главе.

2. В целях настоящей Конвенции под «факторинговым контрактом» следует понимать контракт, заключенный между одной стороной (поставщиком) и другой стороной (финансо-вым агентом), в соответствии с которым:

a) поставщик должен или может уступать финансовому агенту денежные требования, вытекающие из контрактов купли-продажи товаров, заключаемых между поставщиком и его покупателями (должниками), за исключением контрактов, которые относятся к товарам, приобретаемым преимущественно для личного, семейного и домашнего использования;

b) финансовый агент выполняет, по меньшей мере, две из следующих функций:

• финансирование поставщика, включая заем и предварительный платеж;

• ведение учета (бухгалтерских книг) по причитающимся суммам;

• предъявление к оплате денежных требований;

• защита от неплатежеспособности должников;

c) должники должны быть уведомлены о состоявшейся уступке требования.

3. В настоящей Конвенции понятия «товар» и «продажа товара» включают также услуги и их предоставление.

4. В целях настоящей Конвенции:

a) письменное уведомление может быть не подписано, но обязательно должно иметь указание, кем или от имени кого оно составлено;

b) «письменное уведомление» включает телеграммы, телекс и любые другие виды сообщений, которые можно воспроизвести в форме документа;

c) письменное уведомление представлено, если оно получено адресатом.

Статья 2

1. Настоящая Конвенция применяется в случаях, когда денежные требования, будучи уступлены по факторинговому контракту, вытекают из контракта купли-продажи товаров между поставщиком и должником, осуществляющими предпринимательскую деятельность на территории различных государств, и:

a) такие государства и государство, где осуществляет свою деятельность финансовый агент, являются Договаривающимися государствами; или b) контракт купли-продажи товаров и факторинговый контракт регулируются правом государства-участника.

2. Ссылка в настоящей Конвенции на место деятельности сторон, если сторона осу-ществляет свою деятельность более, чем в одном месте, будет означать, что речь идет о том месте деятельности, которое имеет наиболее тесную связь с соответствующим контрактом и

433

его выполнением, принимая во внимание обстоятельства, известные или предположительно известные сторонам в любое время перед заключением или при заключении этого контракта.

Статья 3

1. Применение настоящей Конвенции исключается:

a) если это оговорено сторонами по факторинговому контракту;

или b) если это оговорено сторонами по договору купли-продажи товаров в отношении денежных требований, возникших до и после того, как финансовый агент был письменно уведомлен об этом исключении.

2. Если применение настоящей Конвенции исключается в соответствии с предыдущим пунктом, то такое исключение может касаться только всей Конвенции в целом.

Статья 5

В отношениях сторон по факторинговому контракту:

a) положение факторингового контракта, предусматривающее передачу существующих или будущих денежных требований, не может быть признано недействительным в силу того, что они не были указаны конкретно, если во время заключения контракта или во время его вступления в силу они могли быть определены в контракте;

b) положение факторингового контракта, согласно которому будущие денежные требо-вания предназначены для уступки финансовому агенту по мере их поступления, не требует заключения какого-либо нового акта об уступке требования.

Статья 6

1. Уступка денежного требования поставщиком финансовому агенту будет действи-тельной, даже если между поставщиком и должником существует соглашение о ее запрете.

2. Однако эта уступка не имеет силы по отношению к должнику, если во время заклю-чения договора купли-продажи товаров он осуществляет свою деятельность на территории Договаривающегося государства, которое сделало заявление в соответствии со ст. 18 насто-ящей Конвенции.

3. Действие пункта 1 не распространяется ни на какие добросовестные обязательства поставщика перед должником, ни на какую бы то ни было ответственность поставщика перед должником по уступке требования, принятую в нарушение условий контракта купли- продажи товаров.

Статья 7

Факторинговый контракт может правомерно предусматривать в отношениях между его сторонами, при наличии нового акта уступки или без такового, уступку всех прав постав-щика, вытекающих из контракта купли-продажи товаров, включая преимущество от каких- либо положений контракта купли-продажи товаров, при сохранении за поставщиком его титульных прав на товар или, предусматривая какие-либо страховые проценты.

Статья 8

1. Должник обязан уплатить финансовому агенту, в том и только в том случае, если должник не знает о преимущественном праве другого лица на платеж и не имеет письменного уведомления об уступке требования:

a) данных должнику поставщиком или финансовым агентом в силу полномочий, пере-данных поставщиком;

b) обоснованно устанавливает подлинность денежного требования, переданного финансовому агенту, которому или от имени которого должник обязан произвести платеж;

и с) касается денежного требования, которое возникает из контракта купли-продажи товаров, заключенного в то время или до того, как сделано уведомление.

2. Независимо от каких-либо иных оснований, в соответствии с которыми платеж должника финансовому агенту освобождает должника от ответственности, платеж должен быть осуществлен в этих целях, если выполнен в соответствии с предыдущим пунктом.

Статья 9

1. При предъявлении финансовым агентом должнику требования об оплате денежной задолженности, вытекающей из контракта купли-продажи товаров, должник может исполь-зовать в отношениях с финансовым агентом все средства защиты, указанные в этом кон-тракте, и которыми он мог бы воспользоваться в случае, если бы такое требование предъявил поставщик.

2. Должник может также заявлять финансовому агенту о праве на зачет в отношении требований к поставщику, в чью пользу возникла дебиторская задолженность, и которые должник может удовлетворить к моменту получения им письменного уведомления об уступке требования, в соответствии со ст. 8(1).

Статья 10

1. Не нарушая прав должника по ст. 9, неисполнение или ненадлежащее исполнение, а также просрочка исполнения контракта купли-продажи товаров не дают права должнику требовать возврата сумм, уплаченных им финансовому агенту, если должник вправе полу-чить эту сумму с поставщика.

2. Должник, имеющий право получить с поставщика сумму, уплаченную финансовому агенту в результате уступки требования, тем не менее вправе требовать возвращения этих сумм финансовым агентом, в той степени, в какой:

a) финансовый агент не исполнил свое обязательство осуществить поставщику платеж, связанный с уступкой требования; или b) финансовый агент произвел такой платеж, зная о неисполнении или ненадлежащем исполнении, или о просрочке исполнения поставщиком своих обязательств в отношении товаров, к которым относится платеж должника.

Статья 11

1. Если поставщик уступает денежное требование финансовому агенту по факторин-говому контракту, который регулируется настоящей Конвенцией, то:

a) положения, установленные ст. 5-10, при условиях, изложенных в подпункте «Ь» п. 1 ст. 11, применяются ко всем последующим уступкам денежного требования финансовым агентом или последующими правопреемниками;

b) положения ст. 8-10 применяются к последующим правопреемникам, как если бы они были финансовым агентом.

2. В целях настоящей Конвенции: уведомление должника о последующей уступке требования подразумевает также необходимость уведомить финансового агента о такой уступке.

Статья 12

Настоящая Конвенция не применяется к последующей уступке денежного требования, если она не допускается по условиям факторингового контракта.

Статья 21

Настоящая Конвенция применяется, когда имеет место уступка требования по факто-ринговому контракту, вытекающая из контракта купли-продажи товаров, который заключен в момент вступления Конвенции в силу или после этого, в отношении Договаривающихся государств, упомянутых в ст. 2 (1) «a», или в отношении Договаривающегося государства или государств, упомянутых в пункте 1 «b» этой статьи, при следующих условиях:

a) факторинговый контракт заключается во время или после вступления Конвенции в силу; или b) стороны факторингового контракта договорились о применении Конвенции.

Приложение 15

Конвенция Оганизации Объединенных Наций (ООН) об уступке

дебиторской задолженности в международной торговле

12 декабря 2001 г.

Статья 1. Сфера применения

1. Настоящая Конвенция применяется:

а) к уступкам международной дебиторской задолженности и международным уступкам дебиторской задолженности, как они определены в настоящей главе, если в момент заключения договора уступки цедент находится в Договаривающемся государстве; и b) к последующим уступкам дебиторской задолженности при условии, что любая предшеству-ющая уступка регулируется настоящей Конвенцией.

2. Настоящая Конвенция применяется к последующим уступкам, которые удовлетво-ряют критериям, изложенным в подпункте «a» пункта 1 настоящей статьи, даже если она не применялась к какой-либо предшествующей уступке той же дебиторской задолженности.

3. Настоящая Конвенция не затрагивает прав и обязательств должника, за исключением случаев, когда в момент заключения первоначального договора должник находится в Договаривающемся государстве или когда правом, регулирующим первоначальный договор, является право Договаривающегося государства.

4. Положения главы V применяются к уступкам международной дебиторской задол-женности и к международным уступкам дебиторской задолженности, как они определены в настоящей главе, независимо от пунктов 1-3 настоящей статьи. Однако эти положения не применяются, если государство делает заявление согласно статье 39.

5. Правила Приложения к настоящей Конвенции применяются в порядке, предусмот-ренном в статье 42.

Статья 2. Уступка дебиторской задолженности

Для целей настоящей Конвенции:

a) «уступка» означает передачу по договоренности одним лицом («цедентом») другому лицу («цессионарию») договорного права, полностью или частично, или неделимого интереса в договорном праве цедента на платеж денежной суммы («дебиторской задолженно-сти»), причитающийся с третьего лица («должника»). Создание прав в дебиторской задол-женности в качестве обеспечения долга или иного обязательства считается передачей;

b) в случае уступки первоначальным или любым другим цессионарием («последующая уступка») лицо, совершающее эту уступку, является цедентом, а лицо, в пользу которого совершается эта уступка, является цессионарием.

Статья 3. Международный характер

Дебиторская задолженность является международной, если в момент заключения пер-воначального договора цедент и должник находятся в разных государствах. Уступка является международной, если в момент заключения договора уступки цедент и цессионарий находятся в разных государствах.

Статья 4. Исключения и другие ограничения

1. Настоящая Конвенция не применяется к уступкам, совершаемым:

a) физическому лицу для его личных, семейных или домашних целей;

b) в рамках продажи или изменения собственника или правового положения коммер-ческого предприятия, с которым связана уступаемая дебиторская задолженность.

2. Настоящая Конвенция не применяется к уступкам дебиторской задолженности, воз-никающей из:

a) сделок на регулируемом фондовом рынке;

b) финансовых договоров, регулируемых соглашениями о взаимозачете, за исключе-нием дебиторской задолженности, которая причитается при прекращении всех незавершен-ных сделок;

c) сделок с иностранной валютой;

d) межбанковских платежных систем, межбанковских платежных соглашений или рас-четно-клиринговых систем для ценных бумаг или других финансовых активов или инстру-ментов;

e) передачи обеспечительных прав в ценных бумагах или других финансовых активах или инструментах, хранящихся у посредника, или их продажи, или ссуды, или владения ими, или из соглашения об их обратной покупке;

f) банковских депозитов;

g) аккредитива или независимой гарантии.

3. Ничто в настоящей Конвенции не затрагивает прав и обязательств любого лица согласно праву, регулирующему оборотные инструменты.

4. Ничто в настоящей Конвенции не затрагивает прав и обязательств цедента и долж-ника согласно специальным законам, регулирующим защиту Сторон сделок, совершаемых для личных, семейных или домашних целей.

5. Ничто в настоящей Конвенции:

a) не затрагивает применения закона государства, в котором находится недвижимость, в отношении либо:

i) интереса в такой недвижимости в той мере, в которой согласно этому закону уступка дебиторской задолженности порождает такой интерес; либо ii) приоритета права в дебитор-ской задолженности в той мере, в которой согласно этому закону интерес в недвижимости порождает такое право; или b) не придает законного характера приобретению интереса в недвижимости, не допускаемому согласно закону государства, в котором находится недви-жимость.

Статья 7. Принципы толкования

1. При толковании настоящей Конвенции надлежит учитывать ее объект и цель, изло-женные в преамбуле, ее международный характер и необходимость содействовать достиже-нию единообразия в ее применении и соблюдению добросовестности в международной тор-говле.

2. Вопросы, относящиеся к предмету регулирования настоящей Конвенции, которые прямо в ней не разрешены, подлежат разрешению в соответствии с общими принципами, на которых она основана, а в отсутствие таких принципов – в соответствии с правом, при-менимым в силу норм частного международного права.

Статья 8. Сила уступок

1. Уступка не является не имеющей силы в отношениях между цедентом и цессиона-рием, или в отношении должника, или в отношении конкурирующего заявителя требования, и праву цессионария не может быть отказано в приоритете на том основании, что она является уступкой более чем одной статьи дебиторской задолженности, будущей дебиторской задолженности или частей или неделимых интересов в дебиторской задолженности при условии, что дебиторская задолженность определена:

a) индивидуально в качестве дебиторской задолженности, с которой связана уступка; или b) любым другим способом, при условии, что она может быть идентифицирована в каче-стве дебиторской задолженности, с которой связана уступка, в момент уступки или – в случае будущей дебиторской задолженности – в момент заключения первоначального договора.

2. В отсутствие договоренности об ином уступка одной или более статей будущей дебиторской задолженности имеет силу без необходимости совершения дополнительного акта передачи для уступки каждой дебиторской задолженности.

3. За исключением предусмотренного в пункте 1 настоящей статьи, в статье 9 и в пунк-тах 2 и 3 статьи 10, настоящая Конвенция не затрагивает каких бы то ни было ограничений на уступки, возникающих из закона.

Статья 9. Договорные ограничения на уступку

1. Уступка дебиторской задолженности имеет силу независимо от любой договоренно-сти между первоначальным или любым последующим цедентом и должником или любым последующим цессионарием, ограничивающей каким бы то ни было образом право цедента уступать свою дебиторскую задолженность.

2. Ничто в настоящей статье не затрагивает любых обязательств или ответственности цедента за нарушение такой договоренности, однако другая Сторона этой договоренности не может расторгнуть первоначальный договор или договор уступки только на основании этого нарушения.

Статья 10. Передача обеспечительных прав

1. Личное или имущественное право, обеспечивающее платеж уступленной дебитор-ской задолженности, передается цессионарию без дополнительного акта передачи. Если такое право согласно регулирующему его закону может передаваться только с дополнительным актом передачи, цедент обязан передать это право и любые поступления цессионарию.

2. Право, обеспечивающее платеж уступленной дебиторской задолженности, пере-дается согласно пункту 1 настоящей статьи независимо от любой договоренности между цедентом и должником или иным лицом, предоставляющим это право, ограничивающей каким бы то ни было образом право цедента уступать дебиторскую задолженность или право, обеспечивающее платеж уступленной дебиторской задолженности.

3. Ничто в настоящей статье не затрагивает любых обязательств или ответственности цедента за нарушение какой-либо договоренности, о которой говорится в пункте 2 настоящей статьи, однако другая Сторона этой договоренности не может расторгнуть первоначальный договор или договор уступки только на основании этого нарушения. Лицо, не являющееся Стороной такой договоренности, не может нести ответственность только на том основании, что оно знало о ее существовании.

4. Пункты 2 и 3 настоящей статьи применяются только к уступкам дебиторской задол-женности:

a) возникающей из первоначального договора, являющегося договором о поставке или аренде товаров или об услугах, помимо финансовых услуг, договором о строительстве или договором о продаже или аренде недвижимости;

b) возникающей из первоначального договора о продаже, аренде или передаче по лицензии промышленной или иной интеллектуальной собственности или информации, защищенной правами собственности;

с) представляющей собой обязательство произвести платеж за операцию по кредитной карте; или d) причитающейся цеденту после чистого расчета по платежам, причитающимся в соответствии с соглашением о взаимозачете, в котором участвует более двух Сторон.

5. Передача какого-либо посессорного имущественного права согласно пункту 1 насто-ящей статьи не затрагивает любых обязательств цедента перед должником или лицом, предо-ставляющим имущественное право в отношении переданного имущества, которые могут существовать согласно закону, регулирующему это имущественное право.

6. Пункт 1 настоящей статьи не затрагивает любых требований на основании иных норм права, чем положения настоящей Конвенции, касающихся формы или регистрации передачи любых прав, обеспечивающих платеж уступленной дебиторской задолженности.

Статья 11. Права и обязательства цедента и цессионария

1. Взаимные права и обязательства цедента и цессионария, вытекающие из договорен-ности между ними, определяются условиями этой договоренности, включая любые упомя-нутые в ней правила или общие условия.

2. Цедент и цессионарий связаны любым обычаем, относительно которого они дого-ворились, и, в отсутствие договоренности об ином, любой практикой, которую они устано-вили в своих отношениях.

3. В случае международной уступки считается, что цедент и цессионарий, в отсутствие договоренности об ином, подразумевали применение к уступке обычая, который в между-народной торговле широко известен и постоянно соблюдается Сторонами соответствующих видов уступок или уступок соответствующих категорий дебиторской задолженности.

Статья 12. Заверения со стороны цедента

1. Если цедент и цессионарий не договорились об ином, в момент заключения договора уступки цедент заверяет, что:

a) цедент обладает правом уступать дебиторскую задолженность;

b) цедент не уступал дебиторскую задолженность ранее другому цессионарию; и c) должник не имеет и не будет иметь никаких возражений или прав на зачет.

2. Если цедент и цессионарий не договорились об ином, цедент не заверяет, что долж-ник обладает или будет обладать возможностями произвести платеж.

Статья 13. Право на уведомление должника

1. Если цедент и цессионарий не договорились об ином, цедент и цессионарий, или и тот, и другой могут направить должнику уведомление об уступке и платежную инструкцию, однако после направления уведомления такую инструкцию может направлять только цессионарий.

2. Уведомление об уступке или платежная инструкция, направленные в нарушение какой-либо договоренности, о которой говорится в пункте 1 настоящей статьи, не являются не имеющими силы для целей статьи 17 на основании такого нарушения. Однако ничто в настоящей статье не затрагивает любых обязательств или ответственности Стороны, нару-шившей такую договоренность, за любые убытки, возникшие в результате нарушения.

Статья 14. Право на платеж

1. В отношениях между цедентом и цессионарием, если они не договорились об ином и независимо от того, было ли направлено уведомление об уступке:

a) если платеж по уступленной дебиторской задолженности произведен цессионарию, цессионарий имеет право удержать поступления и возвращенные товары по уступленной дебиторской задолженности;

b) если платеж по уступленной дебиторской задолженности произведен цеденту, цес-сионарий имеет право на выплату поступлений, а также на товары, возвращенные цеденту по уступленной дебиторской задолженности;

c) если платеж по уступленной дебиторской задолженности произведен другому лицу, по отношению к которому цессионарий имеет приоритет, цессионарий имеет право на выплату поступлений, а также на товары, возвращенные такому лицу по уступленной деби-торской задолженности.

2. Цессионарий не может удерживать больше того, что ему причитается из дебиторской задолженности.

Статья 15. Принцип защиты должника

1. Если в настоящей Конвенции не предусмотрено иное, уступка, совершенная без согласия должника, не затрагивает прав и обязательств должника, включая условия платежа, содержащиеся в первоначальном договоре.

2. В платежной инструкции могут быть изменены лицо, адрес или счет, в отношении которого должник должен произвести платеж, однако не могут быть изменены:

a) валюта платежа, указанная в первоначальном договоре; или b) указанное в первона-чальном договоре государство, в котором должен быть произведен платеж, на иное государ-ство, чем то, в котором находится должник.

Статья 16. Уведомление должника

1. Уведомление об уступке или платежная инструкция имеют силу, когда они получены должником, если они составлены на языке, который разумно позволяет должнику ознако-миться с их содержанием. Считается достаточным, если уведомление об уступке или пла-тежная инструкция составлены на языке первоначального договора.

2. Уведомление об уступке или платежная инструкция могут касаться дебиторской задолженности, которая возникает после уведомления.

3. Уведомление о последующей уступке представляет собой уведомление обо всех предшествующих уступках.

Статья 17. Освобождение должника от ответственности в результате платежа

1. До получения должником уведомления об уступке должник имеет право на осво-бождение от ответственности посредством платежа в соответствии с первоначальным дого-вором.

2. После получения должником уведомления об уступке, с учетом пунктов 3-8 насто-ящей статьи, должник освобождается от ответственности только посредством платежа цес-сионарию или – если в уведомлении об уступке содержатся иные инструкции или если впоследствии должник получил от цессионария в письменной форме иные инструкции – в соответствии с такими платежными инструкциями.

3. Если должник получает более чем одну платежную инструкцию, касающуюся одной уступки одной и той же дебиторской задолженности, совершенной одним и тем же цедентом, должник освобождается от ответственности посредством платежа в соответствии с последней платежной инструкцией, полученной от цессионария до платежа.

4. Если должник получает уведомления о более чем одной уступке одной и той же дебиторской задолженности, совершенной одним и тем же цедентом, должник освобождается от ответственности посредством платежа в соответствии с первым полученным уведомлением.

5. Если должник получает уведомление об одной или нескольких последующих уступ-ках, должник освобождается от ответственности посредством платежа в соответствии с уве-домлением о последней из таких последующих уступок.

6. Если должник получает уведомление об уступке части одной или нескольких статей дебиторской задолженности или неделимого интереса в них, должник освобождается от ответственности посредством платежа в соответствии с уведомлением или в соответствии с настоящей статьей, как если бы уведомление не было получено должником. Если должник производит платеж в соответствии с уведомлением, он освобождается от ответственности только в объеме той части или того неделимого интереса, в отношении которых был произ-веден платеж.

7. Если должник получает уведомление об уступке от цессионария, должник имеет право потребовать от цессионария представить ему в течение разумного срока надлежащее доказательство того, что уступка от первоначального цедента первоначальному цессионарию и любые промежуточные уступки были совершены, и, если цессионарий этого не делает, должник освобождается от ответственности посредством платежа в соответствии с настоящей статьей, как если бы уведомление от цессионария не было получено. Надлежащие доказательства уступки включают любой исходящий от цедента документ в письменной форме с указанием, что уступка была совершена, но не ограничиваются этим.

8. Настоящая статья не затрагивает любых иных оснований, по которым платеж долж-ника лицу, имеющему право на платеж, компетентному судебному или иному органу или в публичный депозитный фонд освобождает должника от ответственности.

Статья 18. Возражения и права на зачет со стороны должника

1. Если цессионарий предъявляет должнику требование произвести платеж по уступ-ленной дебиторской задолженности, должник может ссылаться в отношении цессионария на все вытекающие из первоначального договора или любого другого договора, являющегося частью той же сделки, возражения или права на зачет, которые должник мог бы использовать, если бы уступка не была совершена и такое требование было заявлено цедентом.

2. Должник может ссылаться в отношении цессионария на любое другое право на зачет, при условии, что оно имелось у должника в момент получения им уведомления об уступке.

3. Независимо от положений пунктов 1 и 2 настоящей статьи, возражения и права на зачет, на которые согласно статье 9 или 10 может ссылаться должник в отношении цедента в связи с нарушением договоренности, ограничивающей каким бы то ни было образом право цедента на уступку, не могут быть использованы должником в отношении цессионария.

Статья 19. Договоренность не ссылаться на возражения или право на зачет

1. Должник может в подписанной письменной форме договориться с цедентом не ссы-латься в отношении цессионария на возражения и права на зачет, на которые он мог бы сослаться согласно статье 18. Такая договоренность лишает должника права ссылаться в отношении цессионария на такие возражения и права на зачет.

2. Должник не может отказаться от возражений:

a) вытекающих из мошеннических действий со стороны цессионария; или b) основан-ных на недееспособности должника.

3. Такая договоренность может быть изменена только путем соглашения в письменной форме, подписанного должником. Последствия такого изменения по отношению к цессио-нарию определяются пунктом 2 статьи 20.

Статья 20. Изменение первоначального договора

1. Договоренность, которая заключена между цедентом и должником до уведомления об уступке и которая затрагивает права цессионария, имеет силу в отношении цессионария, и цессионарий приобретает соответствующие права.

2. Договоренность, которая заключена между цедентом и должником после уведомле-ния об уступке и которая затрагивает права цессионария, не имеет силы в отношении цес-сионария, за исключением случаев, когда:

a) цессионарий дает на это свое согласие; или b) дебиторская задолженность не полно-стью подкреплена исполнением и либо изменение предусмотрено в первоначальном дого-воре, либо в контексте первоначального договора разумный цессионарий согласился бы на такое изменение.

3. Пункты 1 и 2 настоящей статьи не затрагивают каких-либо прав цедента или цесси-онария, возникающих из нарушения договоренности между ними.

Статья 22. Право, применимое к коллизии прав

За исключением вопросов, урегулированных в других разделах настоящей Конвенции, и с учетом положений статей 23 и 24 право государства, в котором находится цедент, регули-рует приоритет права цессионария в уступленной дебиторской задолженности в отношении права конкурирующего заявителя требования.

Статья 27. Форма договора уступки

1. Договор уступки, заключенный между лицами, находящимися в одном и том же государстве, является действительным с точки зрения формы в отношениях между ними, если он удовлетворяет требованиям либо права, регулирующего этот договор, либо права государства, в котором он заключен.

2. Договор уступки, заключенный между лицами, находящимися в разных государ-ствах, является действительным с точки зрения формы в отношениях между ними, если он удовлетворяет требованиям либо права, регулирующего этот договор, либо права одного из этих государств.

Статья 28. Право, применимое к взаимным правам и обязательствам цедента и цесси-онария

1. Взаимные права и обязательства цедента и цессионария, возникающие из догово-ренности между ними, регулируются избранным ими правом.

2. В отсутствие выбора права цедентом и цессионарием их взаимные права и обяза-тельства, возникающие из договоренности между ними, регулируются правом государства, с которым наиболее тесно связан договор уступки.

Статья 29. Право, применимое к правам и обязательствам цессионария и должника

Право, регулирующее первоначальный договор, определяет силу договорных огра-ничений на уступку в отношениях между цессионарием и должником, взаимоотношения между цессионарием и должником, условия, при которых на уступку можно ссылаться в отношении должника, и разрешение вопроса о том, были ли исполнены обязательства долж-ника.

Статья 30. Право, применимое к вопросам приоритета

1. Право государства, в котором находится цедент, регулирует приоритет права цес-сионария в уступленной дебиторской задолженности в отношении права конкурирующего заявителя требования.

2. Нормы права как государства суда, так и любого другого государства, которые явля-ются императивными, независимо от права, применимого на иных основаниях, не могут препятствовать применению каких-либо положений права государства, в котором находится цедент.

3. Независимо от пункта 2 настоящей статьи в случае производства по делу о несостоя-тельности, возбужденного в каком-либо ином государстве, чем государство, в котором нахо-дится цедент, любому преференциальному праву, которое возникает в силу закона согласно праву государства суда и которому при производстве по делу о несостоятельности в соответ-ствии с правом этого государства отдается приоритет по отношению к правам цессионария, может быть предоставлен такой приоритет независимо от пункта 1 настоящей статьи.

Приложение 16

Некоторые принятые в международной практике характеристики факторинга

Английское

понятие Русское

соответствие Описание

Accounts Receivable (A/R)/Sales Ledger/ Receivables Ledger Дебиторская

задолженность Неоплаченная покупателем (покупателями) в срок задолженность

A dvance/Prepayment Авансовый

платеж Оплата фактором денежных требований продавцу, осуществляемая до момента оплаты задолженности дебитором

Agency Factoring/ Bulk Factoring Агентский

факторинг Вид факторинга, когда задолженность открыто уступается фактору, но в то же время фактор не принимает участия в управлении дебиторской задолженностью. Уведомительная надпись на счете-фактуре показывают покупателю участие фактора, но вместо указания о платеже фактору покупателя просят заплатить. Поставщик в этом случае выступает как агент фактора при получении платежей

Assignment Уступка требо- ваний/цессия Передача (продажа) кредитором своих денежных требований в пользу другого юридического лица (фактора, банка)

Back-to-Back

Factoring Факторинг «бэк-ту-бэк» Разновидность международного факторинга, при котором импорт-фактор подписывает договор с покупателем в его стране для

Английское

понятие Русское

соответствие Описание

 получения дополнительного обеспечения и наилучшей оценки кредитного риска, действуя при этом от имени экспорт-фактора, который находится в стране продавца

Buyer/C us tome г/ Debtor Покупатель

(дебитор) Компания, покупающая товары либо услуги согласно договору на условиях отсрочки платежа, в результате чего она становится должником продавца

Charge- Back/Debit- Back Списание Сумма платежа покупателя, которая согласно соглашению между продавцом и фактором, выплачивается им не полностью, а недостающая разница погашается за счет продавца

Client/Seller Продавец (клиент) Компания, пользующаяся услугами фактора в отношении поставок своих товаров или оказания услуг

Confirming Закупочный

факторинг/

конферминг Вид факторинга как разновидности реверсивного, при котором финансирование поставщика осуществляется в размере 100% от суммы поставки по факту приемки товара покупателем. В основе этого вида факторинга supply-chain factoring, или финансирование торгового цикла

Credit Note Возвратная

накладная Документ, противоположный по своей сути счету-фактуре. Выпускается продавцом и содержит сумму задолженности продавца перед покупателем, возникшую вследствие возврата товара, корректировки ошибок и т.п.

Credit Risk Кредитный риск Риск неплатежа покупателя

Credit Risk Cover/ Credit Approval Покрытие кре-дитного риска Применяется при факторинге без регресса и обозначает предельную сумму, в размере которой фактор принимает риск на себя в случае неплатежа (дефолта) дебитора

Delivery Поставка Момент перехода права собственности на товар от продавца к покупателю либо момент оказания услуг покупателю

Direct Payment Прямой платеж Оплата покупателем уступленных требований путем прямого платежа фактору

Discounting Charge Учетная ставка (ставка дис-контирования, комиссия за де-нежные ресурсы) Комиссия, уплачиваемая продавцом фактору за осуществление им авансового платежа и предоставление денежных ресурсов в пользование продавцу

Английское

понятие Русское

соответствие Описание

Dispute Встречное

требование Встречные требования, взаимозачеты, компенсации, предъявляемые покупателем в отношении уступленных денежных требований. Из-за этого покупатель может отказаться от оплаты данных требований или задерживать ее

Domestic Factoring Внутренний

факторинг Вид факторинга, при котором и покупатель, и продавец находятся на территории одной страны, резидентом которой является также и сам фактор

Due Date Дата платежа (срок платежа) Дата, когда денежное требование подлежит оплате покупателем

Export Factoring Экспортный

факторинг Вид факторинга, когда продавец является резидентом страны, где находится фактор, а покупатель— резидентом другой страны

Export Factor Экспорт-фактор Фактор, с которым экспортер заключает соглашение об уступке своих экспортных денежных требований

Factoring Agreement Договор факто-ринга (генеральное соглашение, договор финан-сирования под уступку денежных требований) Соглашение между фактором и продавцом, определяющее все условия их взаимоотношений

Forfaiting Форфейтинг Безоборотный факторинге использованием механизма простого или переводного векселя

FCI (Factors Chain International) Международная

факторинговая

сеть Одна из крупнейших международных организаций, объединяющих факторинговые компании, со штаб-квартирой в Амстердаме (Голландия)

GRIF (General Rules for International Factoring) Общие правила

международного

факторинга Регулируют отношения между экспортфакторами и импорт-факторами. Правила разработаны и поддерживаются двумя крупнейшими международными факторинговыми ассоциациями (FCI и IFG)

IFG (International Factors Group) Международная группа факторов Старейшее объединение факторов разных стран со штаб-квартирой в Брюсселе (Бельгия)

Import Factoring Импортный

факторинг Вид факторинга, когда покупатель и фактор являются резидентами одной страны, а продавец находится в другой стране

Английское

понятие Русское

соответствие Описание

Import Factor Импорт-фактор Фактор, с которым экспорт-фактор заключает соглашение, по которому импорт-фактор предоставляет комплекс услуг по страхованию кредитных рисков, сбору задолженности, управлению дебиторской задолженностью в отношении покупателей, находящихся в его стране

Invoice Discounting/ Receivables Financing/ Undisclosed Factoring Инвойс-

дискаунтинг

(финансирование

дебиторской

задолженности,

учет счетов-

фактур) Покупка фактором либо специализированной компанией (дискаунтером) денежных требований без уведомления покупателя. Сбором и управлением дебиторской задолженностью при этом занимается сам продавец от имени фактора, которому не требуется предоставлять счета-фактуры на проверку фактору. Денежные требования выступают в качестве обеспечения для финансирования, иными словами, осуществляется кредитование под залог дебиторской задолженности. Обычно таким образом финансируется весь оборот компании, при этом фактор имеет возможность потребовать выплаты уступленных требований в свою пользу при опреде-ленных обстоятельствах, например, при нарушении продавцом условий договора

Indirect Payment Непрямой

платеж Оплата покупателем уступленных требований производится продавцу, а не напрямую фактору

Invoice Счет-фактура Товароотгрузочный документ, содержащий подробное описание товаров/услуг, их стоимость и дату платежа. При факторинге счет-фактура обычно также содержит уведомительную надпись

Letter of Credit Аккредитив Представляет собой письменное обязательство, выданное банком от имени своего клиента другому банку, совершить выплату в пользу бенефициара. Обычно аккредитивы используются в международной торговли. Продавец может обязать покупателя открыть в свою пользу аккредитив в качестве дополнительной гарантии, если он не уверен в платежеспособности данного покупателя

Non-Recourse Factoring/Full Service Factoring Факторинг без регресса (фак-торинг с полным сервисом) Вид факторинга, при котором фактор предоставляет клиенту услуги по финансированию, страхованию кредитных рисков, управлению и сбору дебиторской задолжен-

Английское

понятие Русское

соответствие Описание

 ности. Отличительной чертой данного вида факторинга является принятие фактором на себя кредитных рисков

Non – Notified tion/ Confidential Factoring Скрытый фак-торинг

(без уведомления/ конфиденциаль- ный/закрытый факторинг) Вид факторинга, при котором покупатель не уведомляется об уступке денежных требований. Обычно в таком случае продавец самостоятельно осуществляет управление и сбор дебиторской задолженности, выступая в качестве агента фактора

Notice of Assignment Уведомление

(уведомительная

надпись) Письменное извещение покупателю (обычно в форме надписи на счете-фактуре), указывающее на то, что денежные требования уступлены и подлежат оплате в пользу фактора

Payment under Guarantee Гарантийный

платеж Оплата фактором продавцу предварительно одобренных денежных требований, по которым нет претензий со стороны покупателей, но которые не были оплачены покупателем в течение определенного периода с момента наступления даты платежа (обычно данный период составляет 90 дней)

Payment Terms Условия

платежа Условия соглашения между продавцом и покупателем, согласно которым покупатель должен оплатить денежные требования. Обычно они указываются на счете-фактуре и включают дату платежа, скидки, порядок осуществления и валюту платежа, а также, при необходимости, уведомительную надпись

Pre-Shipment Finance Предпоставочное

финансирование Предоставление фактором финансирования продавцу в течение периода, когда покупатель уже заказал товар, но поставка еще не была осуществлена. Обычно после осуществления поставки товаров требования уступаются фактору и предоставленное финансирование автоматически становится авансовым платежом

Purchase Price Закупочная цена Сумма платежа, полученного от дебитора, за вычетом всех вознаграждений, причитающихся фактору. Обычно в их состав входят различные комиссии

Reassignment Переуступка (обратная уступка) Фактор имеет право при определенных обстоятельствах переуступить денежные тре-бования, которые были ранее уступлены ему, обратно продавцу. Эта возможность

Английское

понятие Русское

соответствие Описание

 должна быть предусмотрена договором фак-торинга, и в случае ее наличия фактор вправе требовать возврата выплаченного авансового финансирования по данным требованиям

Recourse Factoring Факторинг с регрессом Вид факторинга, когда фактор предоставляет клиенту финансирование, услуги по управлению и сбору дебиторской задолженности, но не страхует кредитные риски (риски неплатежа дебиторов)

Reverse Factoring Реверсивный факторинг (факторинг для покупателей) Вид факторинга, разработанный специально для покупателей товаров и услуг, желающих получить или увеличить отсрочку платежа. Реверсивный факторинг нацелен на финансирование закупок покупателя, но стороной по договору в рамках продукта все равно выступает поставщик. Фактор заключает партнерское соглашение с покупателем (обычно в качестве покупателей выступают крупные ритейлеры) о его согласии направлять своих поставщиков на факторинговое обслуживание. Последние заключают договор факторинга, в рамках которого фактор финансирует поставщика

Secured Factoring Обеспечительный

факторинг Денежное требование к дебитору, уступаемое клиентом в пользу фактора в целях исполнения обязательств клиента перед фактором

Service Fee/ Administration Charge Комиссия за

факторинговое

обслуживание Плата, взимаемая фактором с продавца из платежа дебитора, представляет собой плату за услуги фактора, такие как: управление дебиторской задолженностью, сбор долгов, покрытие рисков и т.д.

Shipment Доставка Транспортировка товаров компанией- перевозчиком или собственными силами продавца

Single Factor Exports/ Direct Export Factoring Однофакторный экспортный факторинг (прямой экспортный факторинг) Вид международного факторинга, при котором экспорт-фактор принимает на себя обязанности по проверке и сбору дебиторской задолженности в другой стране, не прибегая к помощи импорт-фактора, находящегося в стране покупателя

Two Factor Exports Двухфакторный

экспортный

факторинг Форма международного факторинга, когда экспорт-фактор пользуется услугами импорт-фактора в части управления дебиторской задолженностью и страхования кредит-

Английское

понятие Русское

соответствие Описание

 ных рисков в отношении приобретаемых у клиентов экспортных денежных требований

Value Date Дата зачисления денег 1. Дата выставления счета-фактуры, с которой начинается отсчет периода отсрочки платежа.

2. Дата начала начисления комиссии за денежные ресурсы, отсчитываемая с момента осуществления финансирования

Приложение 17

Некоторые принятые в международной практике характеристики секьюритизации

Английское

понятие Русское

соответствие Описание

A Notes Цепные бумаги транша А Транш выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами или ипотекой, обладающих более высоким приоритетом по выплате процентов и основного долга по сравнению с младшими траншами, например траншем Б

Asset-Backed Commercial Paper — ABCP Коммерческие бу-маги, обеспеченные активами Коммерческие бумаги, основной долг и проценты по которым выплачиваются из денежных потоков от активов, выступающих обеспечением таких бумаг

ABS (Asset-Backed Securities) Ценные бумаги,

обеспеченные

активами Облигации или другие ценные бумаги, обе-спеченные пулом активов, генерирующих, как правило, предсказуемый поток денежных средств созданных банками или иными кредитными организациями. Примером подобных активов могут служить поступления по кредитным карточкам, поступления по торговым сделкам или выплаты по кредитам на покупку автомобиля

Asset Originator Инициатор

секьюритизации

активов Лицо, создавшее пул активов посредством выдачи кредитов одному или нескольким заемщикам

Bankruptcy-Remote Защищенный от банкротства Термин, применяемый к лицу, в отношении которого с большой долей уверенности можно предположить, что у него не возникнет заинтересованности в добровольном банкротстве, и что в отношении него третьими лицами не будет возбуждена процедура принудительного банкротства

Английское

понятие Русское

соответствие Описание

В Notes Цепные бумаги транша Б Субординированный транш структурированного выпуска ценных бумаг

Callable С правом досрочного погашения Термин, употребляемый в отношении кредитов или ценных бумаг, предоставляющих заемщику право досрочного погашения

CARDS (Certificates of Amortizing Revolving Debts) Сертификаты с возобновляемым покрытием Ценные бумаги с возобновляемым покрытием в виде финансовых активов (преимущественно — задолженности по кредитным картам)

CARS (Certificates of Automobile Receivables) Сертификаты с покрытием в виде автокредитов Ценные бумаги с покрытием в виде автокредитов

Cash Collateral Денежное обе-спечение Форма обеспечения кредита, состоящая в поддержании резервного фонда, из которого могут производиться выплаты в случае потерь и предъявления инвесторами соответствующих требований

CCA (Cash Collateral Account) Счет денежного обеспечения Резервный фонд, который обеспечивает кредитную поддержку сделке. Средства из фонда даются в кредит третьей стороной, обычно выдавшим аккредитив банком, на основании соответствующего кредитного соглашения

Cash Flow Waterfall «Водопад»

платежей Правила, определяющие, каким образом денежные потоки, имеющиеся в распоряжении эмитента после покрытия всех издержек, распределяются среди держателей различных классов ценных бумаг, выпущенных в связи с определенной сделкой

Cherry Picking Выборка активов («снятие сливок») Выборка активов из портфеля в соответствии с определенным критерием; противоположность случайной выборке

Clean-Up Cal! Закрывающий

опцион Возможность досрочного погашения ценных бумаг в случае, когда являющиеся обеспечением активы погашены более чем на 85% от их первоначальной стоимости и обслуживание оставшихся активов перестает быть экономически оправданным. Погашение осуществляется за счет средств, вырученных SPV от продажи оставшихся активов, обычно по номинальной цене, инициатору секьюритизации активов или сервисеру. Закрывающий опцион также служит интересам инвесторов,

Английское

понятие Русское

соответствие Описание

 поскольку исключает ситуацию, когда инвесторы остаются с незначительной неликвидной частью своего первоначального вложения

CDS (Credit Default Swaps) Дефолтные свопы Наиболее распространенный вид кредитных деривативов, используемый в сделках синте-тической секьюритизации

CLN (Credit Link Notes) Облигации, абсор-бирующие кредит-ные риски Ценные бумаги (облигации), эмитированные покупателем гарантии (лизингодателем), подлежащие погашению по своей номинальной стоимости по достижении срока платежа только в случае, если заранее оговоренное сторонами событие в отношении определенного актива не наступило. Наряду с дефолтными свопами является распространенным видом кредитных деривативов, используемых в сделках синтетической секьюритизации

Collateral Обеспечение Активы, представляющие ценность как для заемщика, так и для кредитора, заложенные кредитору в связи с предоставлением средств заемщику. Кредитор может использовать такие заложенные активы для получения всех или части выданных заемщику средств, если заемщик перестает выполнять обязательства по договору займа

CBO (Collateralized Bond Obligation) Ценная бумага,

обеспеченная

облигациями Ценная бумага, обеспеченная пулом облигаций

CDO (Collateralized Debt Obligation) Облигация, обеспе-ченная долговыми обязательствами, — ООДО Ценная бумага, обеспеченная пулом из различных типов долговых инструментов, который может включать продаваемые на свободном рынке корпоративные облигации, выданные институциональными кредиторами кредиты или транши ценных бумаг, выпущенных в рамках сделок по секьюритизации

CLO (Collateralized Loan Obligation) Облигация, обе-спеченная креди-тами, — ООК Ценная бумага, обеспеченная пулом кредитов, выданных корпоративным заемщикам институциональными кредиторами, обычно коммерческими банками

CMO (Collateralized Mortgage Obligation) Облигация, обе-спеченная ипотекой, — ООИ Ценная бумага, обеспеченная пулом ипотечных кредитов или комбинацией таких кредитов и агентских ценных бумаг. Такие ценные бумаги выпускаются, как правило, несколькими классами с различными сроками погашения и купонами

Английское

понятие Русское

соответствие Описание

С MBS (Commercial Mortgage-Backed Securities) Ипотечные ценные бумаги, обеспечен-ные коммерческой недвижимостью Ценные бумаги, обеспеченные одним или несколькими пулами ипотечных кредитов. Обеспечение для таких ценных бумаг может состоять из одного или нескольких кредитов, обеспеченных коммерческой недвижимостью (многоквартирными домами, торговыми, офисными и индустриальными центрами и гостиницами)

Commercial Paper Коммерческие

бумаги Краткосрочные ценные бумаги. Сроки погашения большинства коммерческих бумаг составляют менее 270 дней, наиболее распространенные сроки погашения — от 30 до 50 дней

Commingling Risk Риск смешения Риск того, что денежные средства, принадлежащие специальной компаниии, будут смешаны с денежными средствами, принадлежащими третьей стороне (например, инициатору или сервисеру), или будут зачислены на счет третьего лица таким образом, что в случае несостоятельности или банкротства третьего лица такие денежные средства не смогут быть отделены от средств, замороженных на счетах этого третьего лица

Conduit Кондуит Юридическое лицо, которое покупает активы у нескольких продавцов и финансирует эти покупки путем срочной секьюритизации или выпуска коммерческих бумаг, обеспеченных активами

Conforming Loan Стандартный

кредит Ипотечный кредит, условия которого со-ответствуют стандартам, установленным государственными ипотечными агентствами США (Freddie Mac, Fannie Мае), который может быть ими приобретен с целью последующей секьюритизации. К стандартным относится кредит на сумму не более 300 700 долл.

Covenant Ковенант В юридической документации ковенант — это договорное обязательство совершить определенные действия или воздержаться от определенных действий (например, ковенант, обязывающий сторону периодически предоставлять доверительному управляющему информацию о финансовых показателях активов)

Английское

понятие Русское

соответствие Описание

Credit Default Swap Дефолтный своп Контракт, в соответствии с которым продавец кредитной защиты соглашается выплатить покупателю определенную сумму в случае наступления определенного кредитного события. Взамен покупатель выплачивает продавцу премию

Credit Derivatives Кредитные дери-вативы Финансовые инструменты, предназначенные для передачи кредитного риска от одного лица другому. Такие инструменты включают: дефолтные свопы, свопы на совокупный доход и кредитные ноты

Credit Enhancement Механизм повы-шения кредитного качества Инструмент или механизм, который позволяет повысить кредитное качество денежного потока от одного или более активов; элементы структуры в секьюритизации, призванные обеспечить защиту инвесторов от потерь по обеспечивающим активам

Credit Linked Note Кредитная нота Ценная бумага, платежи по которой зависят от наступления определенного кредитного события или изменения кредитного показателя какого-либо лица или пула активов. Например, выплаты по кредитным нотам могут быть поставлены в зависимость от уровня потерь в заданном пуле ипотечных кредитов, который должен быть ниже определенной величины. Поскольку входящие в такой пул активы находятся на балансе у инициатора секьюритизации или собственника активов, инициатор или собственник могут рассма-тривать кредитные ноты как гарантию от потерь по этим активам

Credit Risk Кредитный риск Риск того, что выплаты кредитору не будут произведены вовремя и в полном объеме

CRM (Credit Risk Mitigation) Минимизация кре-дитного риска Техника уменьшения кредитного риска в целях хеджирования и распределения рисков, связанных с секьюритизируемыми активами. Применяется в структурах синтетической секьюритизации с использованием гарантий, обеспечения и кредитных деривативов

Cross-Collatarization Перекрестное обе-спечение Способ дополнительного обеспечения исполнения должником своих обязательств, предполагающий залог каждого объекта недвижимости в ипотеке, по всем кредитам, полученным одним заемщиком. Обычно используется в коммерческих ипотечных кредитах

Английское

понятие Русское

соответствие Описание

DPR (Deferred Payment Rights) Диверсифициро-ванные платежные права DPR — частный случай секьюритизации будущих поступлений (future cash flow securitization)

DSCR (Debt Service Coverage Ratio) Коэффициент по-крытия или обслу-живания долга Объем денежных потоков по отношению к заранее установленному минимальному уровню триггеров досрочной амортизации

Fannie Mae (Federal National Mortgage Association, FNMA) «Фэнни Мэи» Общепринятое название Федеральной на-циональной ипотечной ассоциации США

Freddie Mac (U.S. Federal Home Loan Mortgage Corp., FHLMC) «Фредди Мак» Общепринятое название Федеральной жилищной ипотечной корпорации США

Future Cash Flow Securitization Секьюритизация будущих поступ-лений Секьюритизация активов, денежные поступления по которым появятся только в будущем

Ginnie Mae (U.S. Government National Mortgage Association, GNMA) «Джинни Мэй» Общепринятое название Государственной национальной ипотечной ассоциации США

HEL (Home Equity Loans) Кредит под залог собственной доли в недвижимости Кредит, обеспеченный жильем, как правило, вторичная закладная на собственность в обе-спечение первичной закладной

Jumbo Loan Крупный кредит Кредит, превышающий 300 700 долл, в стандартах американской ипотечной секьюритизации

MBS (Mortgage- Backed Securities) Ипотечные ценные бумаги, обеспечен-ные недвижимостью В зависимости от обеспечения принято классифицировать ипотечные ценные бумаги на бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой (см. Residential Mortgage Backed Securities, или RMBS) и бумаги, обеспеченные коммерческой недвижимостью (см. Commercial Mortgage Backed Securities, или CMBS). Жилищная ипотека является наиболее распространенным активом для секьюритизации

Non -Conforming Loan Нестандартный

кредит Кредит, не соответствующий стандартам ипотечных агентств. Ценная бумага с таким кредитом в обеспечении относится к неагентским ипотечным ценным бумагам

Non-Performing Проблемный Термин, используемый в отношении задолженности или кредитов, по которым долж-

Английское

понятие Русское

соответствие Описание

 ник не внес по меньшей мере три очередных платежа

Originator Инициатор секью-ритизации Лицо, выдающее кредиты или займы. Права, вытекающие из выданных инициатором кредитов, принадлежат ему до передачи их специальной компании.

Overcollatarization Избыточное обе-спечение Структура капитала, в которой объем активов превышает объем обязательств. Избыточное обеспечение используется как механизм по-вышения кредитного качества. К примеру, если выпуск обязательств на сумму 75 млн ф.ст. обеспечен пулом активов стоимостью в 100 млн ф.ст., то избыточное обеспечение таких обязательств составляет 25%

Pfandbriefe Долговой инстру-мент, выпускаемый немецкими ипотечными бан-ками и некоторыми немецкими финансовыми институтами Существуют два типа Pfandbriefe: Hypothekenpfandbriefe, используемый банками для финансирования их кредитных операций, или Offentliche Pfandbriefe, используемый для финансирования операций по кредитованию государственного сектора

REMIC (Rea! Estate Mortgage Investment Conduit) Эмитент много-классовых ценных бумаг, обеспеченных неделимым пулом ипотек Ценные бумаги аналогичны СМО на внутреннем рынке США, но предлагающие более выгодные условия налогообложения и учета

RMBS (Residential

Mortgage-Backed

Securities) Ценные бумаги, обеспеченные жи-лищной ипотекой Наиболее распространенная форма секью-ритизации, Обеспечением по таким ценным бумагам выступает пул однородных ипотечных кредитов, обеспеченных жилой недвижимостью

Senior/Junior Старт ий/млад- ший транши Распространенная структура секьюритизации, предусматривающая повышение кредитного качества одного или более траншей ценных бумаг (старших траншей) путем повышения их приоритета по сравнению с другими (младшими) траншами. В таких случаях более старшие транши часто называются транши А, а младшие — транши Б

Servicer Сервисер Сервисер (обсуживающая компания) — компания, ответственная за сбор платежей с индивидуальных заемщиков и передачу собранных средств собственнику (собственникам) кредитов

Английское

понятие Русское

соответствие Описание

SPE (Special Purpose Entity) или SPV (Special Purpose Vehicle) Специальное юри-дическое лицо Юридическое лицо, защищенное от банкротства (в форме партнерства, траста, корпорации, общества с ограниченной ответственностью или в любой другой форме), специально создаваемое для осуществления сделки секьюритизации и выступающее в сделке в качестве эмитента ценных бумаг. Среди вариантов перевода данного термина на русский язык в отечественной литературе можно встретить такие, как, к примеру, «специальное юридическое лицо» или «целевая компания»

Sponsor Спонсор Лицо, финансирующее секьюритизацию, потому что оно было либо инициатором секьюритизируемых активов, либо их последним владельцем

Synthetic Securities Синтетические ценные бумаги Синтетическими называются ценные бумаги, позволяющие изменить структуру денежных потоков от определенного пула ценных бумаг; в основе рейтинга синтетических ценных бумаг лежит оценка кредитного качества секьюритизированного пула ценных бумаг

 и договоров валютного и кредитного свопов или других аналогичных договоров

Synthetic CDO Синтетические

ООДО ООДО, где передача рисков достигается через использование кредитных деривативов, а не путем продажи активов

WBS (Whole

Business

Securitization) Секьюритиза ция бизнеса Секьюритизация, где в качестве обеспечения выступают активы и запасы предприятия

Приложение 18

ДОГОВОР

финансирования под уступку денежного требования (факторинг)

Образец

г, « » 20 г.

 9

(наименование предприятия, передающего денежные средства) именуемое в дальнейшем «Финансовый агент», в лице

 9

(должность, Ф.И.О.)

действующего на основании

 9

(Устава, положения)

с одной стороны,и

 9

(наименование предприятия, уступающего денежное требование) именуемое в дальнейшем «Клиент» («Кредитор»), влице\_

 9

(должность, Ф.И.О.)

действующего на основании ,

(Устава, положения)

с другой стороны, заключили настоящий Договор о нижеследующем.

1. Предмет договора

1.1. По настоящему Договору Финансовый агент передает Клиенту денежные средства в счет денежного требования Клиента (Кредитора) к третьему липу (должн и ку),

(наименование организации-должника)

вытекающего из предоставления Клиентом

(товаров, выполнения им работ или оказания услуг)

должнику, а Клиент уступает Финансовому агенту это денежное требование.

1.2. Право Клиента на передачу денежного требования подтверждается

следующими документами:

(договор клиента с должником:

номер, дата заключения, решение суда и т.д.)

и на момент уступки этого денежного требования Клиенту неизвестны обстоятельства, вследствие которых должник вправе не исполнять требование.

1.3. Клиент гарантирует, что между ним и должником не существует соглашения о запрете или ограничении уступки денежного требования третьему лицу.

1.4. Финансовый агент покупает следующее денежное требование

Клиента:

(сумма основного долга, проценты, штрафные санкции и т.д.)

1.5. Финансовый агент обязуется передать Клиенту в счет денежного тре бования Клиента к должнику денежные средства в следующем размере:

1.6. Указанные денежные средства передаются в следующие сроки и в следующем порядке:

1.7. Согласно настоящему Договору последующая уступка денежного требования Финансовым агентом не допускается.

2. Ответственность клиента перед Финансовым агентом

2.1. Клиент несет перед Финансовым агентом ответственность за действительность денежного требования, являющегося предметом уступки.

2.2. Клиент не отвечает за неисполнение или ненадлежащее исполнение должником требования, являющегося предметом уступки, в случае предъявления его Финансовым аген-том к исполнению.

3. Обязательства Сторон перед должником

3.1. Клиент обязуется письменно уведомить должника об уступке денежного требова-ния Финансовому агенту с определением подлежащего исполнению денежного требования, а также указанием финансового агента, которому должен быть произведен платеж.

3.2. Финансовый агент обязуется в разумный срок предоставить должнику доказатель-ство того, что уступка денежного требования Финансовому агенту действительно имела место.

3.3. По требованию Финансового агента к должнику произвести платеж, должник вправе предъявить к зачету свои денежные требования, вытекающие из договора с Клиентом, которые уже имелись у должника ко времени, когда им было получено уведомление об уступке требования Финансовому агенту.

3.4. Исполнение денежного требования должником Финансовому агенту освобождает должника от соответствующего обязательства перед Клиентом.

4. Право Финансового агента на сумму, полученную от должника

4.1. По настоящему Договору финансирования под уступку денежного требования Финансовый агент приобретает право на все суммы, которые он получит от должника во исполнение требования, а Клиент не несет ответственности перед Финансовым агентом за то, что полученные им суммы оказались меньше цены, за которую, согласно подп. 1.5 насто-ящего Договора Агент приобрел требования.

4.2. В случае нарушения Клиентом своих обязательств по Договору, заключенному с должником, должник не вправе требовать от Финансового агента возврат сумм, уже упла-ченных ему по перешедшему денежному требованию, если должник вправе получить такие суммы непосредственно с Клиента.

4.3. Должник, имеющий право получить непосредственно с Клиента суммы, уплачен-ные Финансовому агенту в результате уступки требования, тем не менее вправе требовать возвращения этих сумм Финансовым агентом, если доказано, что последний не исполнил свое обязательство осуществить Клиенту обещанный платеж, связанный с уступкой требования, либо произвел такой платеж, зная о нарушении Клиентом того обязательства перед должником, к которому относится платеж, связанный с уступкой требования.

5. Заключительные положения

5.1. Во всем остальном, не предусмотренном в настоящем Договоре, стороны будут руководствоваться положениями действующего гражданского законодательства России.

5.2. Договор вступает в силу с момента его подписания, составлен в экземплярах.

5.3. Адреса и банковские реквизиты сторон:

Клиент:

Финансовый агент:

Клиент Финансовый агент

М,П. М,П

Приложение 19

ДОГОВОР

об уступке требования (цессии)

Образец г. « » 20 г.

Коммерческий банк , именуемый в дальнейшем «Цессионарий», в

лице (должность, Ф.И.О.), действующего на основании Устава, и (полное наименование юридического лица), именуемый в дальнейшем «Цедент», в лице (должность, Ф.И.О.), дей-ствующего на основании (из п. 1 ст. 52 ГК РФ), заключили Договор о нижеследующем.

1. Данный Договор является неотъемлемой частью кредитного договора № от

« » 20 г., по которому кредитор (он же Цессионарий) предоставил заемщику (он же

должник, но по отношению к своим дебиторам – кредитор, Цедент) кредит в сумме (руб.) (цифрами и прописью, далее

«ц-п») до « » 20 г.

2. С целью обеспечения возврата кредита Цедент по настоящему Договору уступает свое требование на получение причитающейся ему дебиторской задолженности в размере

суммы (руб.) (ц-п) (расшифровка дебиторов и сумм даны ниже по тексту

Договора в п. 12) в пользу Цессионария и управомачивает Цессионария принять исполнение от дебиторов за него, о чем ставит в известность всех заинтересованных дебиторов.

3. Цессионарий дает согласие на перевод требования в сумме (руб.)

(ц-п) на дебиторов Цедента на условиях, предусмотренных данным Договором.

4. Цессионарий обязуется принять исполнение, предложенное дебиторами за Цедента.

5. Цессионарий по требованию любого дебитора обязан после заключения данного Договора представить документы, свидетельствующие о состоявшемся переходе требования к нему и о том, что он управомочен Цедентом принимать исполнения от дебиторов за него.

6. Цессионарий, принимая исполнение, обязан по требованию дебитора выдать ему расписку в получении исполнения полностью или в соответствующей части.

7. Цессионарий, получивший удовлетворение полностью или в части своих требований от дебитора, обязан немедленно известить об этом Цедента.

8. Цессионарий, Цедент и дебиторы регулярно ( ) в (неделю, декаду) каждый ( )

проводят сверку выплаченного и оставшегося долга.

9. При уменьшении платы за кредит соответственно уменьшается размер требования, предъявляемого к дебиторам, согласованным решением Цессионария и Цедента.

10. Если на счет Цессионария поступит сумма, превышающая задолженность Цедента

по кредитному договору, то Цессионарий в дневный срок обязан возвратить излишне

полученное на расчетный счет Цедента и уведомить об этом дебиторов.

11. Если Цессионарий не вернет Цеденту в срок, указанный в п. 10, излишне получен-ное, то начиная со следующего дня за днем, указанным в п. 10, считается, что он пользуется чужими денежными средствами вследствие их неправомерного удержания (уклонение от возврата).

В этом случае ответственность Цессионария за неисполнение денежного обязательства наступает в соответствии со ст. 395 ГК РФ (возможны иные варианты по договоренности сторон).

12. Дебиторская задолженность слагается:

№ п/п

1

2

3

4

наличие (руб.)

13. Цедент обязан передать Цессионарию в срок до документы,

удостоверяющие переход требования, и сообщить сведения, имеющие значение для

осуществления этого требования (по договоренности сторон):

13.1. Список дебиторов (адреса, реквизиты, сумма переводимого долга, наличие и/или поступление денег на расчетный счет (р/с) дебитора с указанием даты, дата перечисления денег Цессионарию, примечание).

13.2. Документ, подписанный руководителями и главными бухгалтерами (подписи скрепляются печатью) организаций Цедента и дебиторов о том, что у дебиторов нет встреч-ного требования к Цеденту.

13.3. Копии договоров, заключенных Цедентом с дебиторами.

13.4. Справку из обслуживающего дебитора банка о том, что на дату

клиент не обременен долгами.

13.5. Документ, подтверждающий наличие или поступление денег на р/с (суммы, даты, от кого, по какому договору), подписанный и скрепленный печатью.

13.6. Подтверждение дебитора, что он поставлен в известность о состоявшемся пере-ходе требования к Цессионарию и что Цедент управомочил Цессионария принимать за него исполнение от дебиторов.

13.7. Иные документы и сведения.

14. Цедент отвечает перед Цессионарием за недействительность переданного ему тре-бования.

15. Цедент не отвечает перед Цессионарием за неисполнение или ненадлежащее исполнение требования дебитором (дебиторами).

15.1. (вариант) Цедент принимает на себя поручительство за надлежащее исполнение

требования дебитором (наименование) перед Цессионарием согласно заклю-ченному между Цедентом и Цессионарием договору поручительства № от « »

20 г., являющегося приложением и неотъемлемой частью данного Договора и кредитного

договора, указанного в п. 1.

16. Право Цессионария на получение денежных средств от дебиторов возникает (вари-анты):

16.1. С передачи Цессионарию подтверждения, что дебиторы им поставлены в извест-ность о состоявшейся передаче требования и что Цессионарий управомочен Цедентом при-нять от них исполнение за него.

16.2. С передачи Цессионарию списка дебиторов.

16.3. Иное.

17. Данный Договор вступает в силу с даты его подписания.

18. Споры сторон рассматриваются в арбитражном суде г. .

19. Данный Договор прекращается (варианты):

19.1. С прекращением обеспеченного уступкой требования кредитного договора.

19.2. С отказом Цессионария принять надлежащее исполнение, предложенное дебито-рами.

19.3. Иное.

Юридические адреса и реквизиты сторон:

Цессионарий Цедент

М.П. М.П

Приложение 20

СОГЛАШЕНИЕ О ПЕРЕДАЧЕ ПРАВ№

к договору цессии № от « » 20 года

Образец

г. « » 20 г.

(наименование банка)

именуемый в дальнейшем «Цедент», в лице

(должность, ф.и.о.)

действующего на основании

с одной стороны, и

(наименование организации) именуем в дальнейшем «Цессионарий», в лице

(должность, ф.и.о.)

действующего на основании , заключили настоящее

Соглашение о нижеследующем:

1. Цедент в соответствии с договором цессии №. от« »

20 года передает Цессионарию право требования от заемщика заключения

с Цессионарием договора отступного с последующим взысканием с заемщика в качестве отступного неденежного имущества и/или вещественных прав на основании следующих согласованных договоров, включая в себя основную сумму долга (часть основной суммы долга):

а) № от « » 20 г. на сумму

 руб.;

Заем щи к: .

б) № от « » 20 г. на сумму

 руб.;

Заем щик:\_

в) № от « » 20 г. на сумму

 РУб.;

Заемщик:,

2. Цессионарий выплачивает Цеденту договорную сумму, равную основ

ной сумме долга (части основной суммы долга), на которую передается право требования отступного, по согласованным договорам, определенным в п. 1 настоящего Соглашения, в размере

руб. в срок до « » 20 г. Датой совершения платежа считается дата

зачисления денежных средств на счет Цедента.

3. Цедент предъявляет Цессионарию следующие дополнительные документы, служащие для расчета задолженности:

4. Настоящее Соглашение действует с момента подписания и является

неотъемлемой частью договора цессии № от « » 20 г.

5. Юридические адреса и реквизиты сторон:

Цессионарий:

Цедент:

Подписи сторон

73 Тратта (от итал. tratta), или переводной вексель, – финансовый документ, составленный в строго упорядоченной форме, который содержит безусловный приказ кредитора (трассанта), заемщику (трассату) об уплате в оговоренный срок определенной суммы денег, обозначенной в векселе, третьему лицу (ремитенту) или предьявителю векселя.

122

85 В мировой практике за этим посредником закрепилось общепринятое сокращение SPV. В литературе можно встре-тить и синонимы: SPC (Special Purpose Company) или SPE (Special Purpose Entity). По-разному переводят данное понятие

140

207 Кредиты обеспечения выпущенных Ginnie Mae бумаг имеют гарантии FHA (Federal Housing Administration) или VA

242

1. Ассоциация факторинговых компаний (АФК) [сообщает](https://bankir.ru/novosti/20150303/rossiya-prisoedinilas-k-konventsii-unidrua-po-mezhdunarodnomu-faktoringu-10099448/) о завершении процесса присоединения РФ к Конвенции Международного института по унификации частного права (УНИДРУА) по международным факторинговым операциям. Документ вступил в силу на территории нашей страны 1 марта 2015 года. [↑](#footnote-ref-1)