Киселёва Марина Сергеевна. Секьюритизация факторинговых активов: диссертация ... кандидата экономических наук: 08.00.10 / Киселёва Марина Сергеевна;[Место защиты: Национальном исследовательском университете «Высшая школа экономики»].- Москва, 2012.- 168 с.

**Содержание к диссертации**

Введение

**ГЛАВА 1. Теоретические аспекты секьюритизации 7**

1.1 Значение и основные тенденции в развитии института секьюритизации. 7

1.1.1 Значение секьюритизации в развитии рынка капиталов и факторингового рынка России . 7

1.1.2 Основные тенденции и направления развития секьюритизации. 16

1.1.3 Динамика Российского рынка секьюритизации. 19

1.2 Сущность и экономические предпосылки секьюритизации. 22

1.2.1 Определение и механизм секьюритизации. 22

1.2.2 Классификация видов секьюритизации. 29

1.2.3 Предмет секьюритизации. 33

1.2.4 Инструмент секьюритизации: ценные бумаги, обеспеченные активами 35

1.2.5 Правовая природа и законодательное обеспечение секьюритизации. 41

1.2.6 Барьеры в развитии института секьюритизации в России. 49

1.3. Структура базовой сделки факторинга и определение факторинга . 53

**ГЛАВА 2. Инвестиционный аспект секьюритизации факторинговых активов 57**

2.1 Секьюритизация и Альтернативные источники финансирования факторинга 57

2.2 Классификация субъектов секьюритизации и их роли в сделке. 62

2.3 Экономические выгоды и риски секьюритизации для участников сделки. 71

2.3.1. Преимущества секьюритизации для факторинговой компании. 71

2.3.2. Преимущества секьюритизации для инвесторов 75

2.3.3 Эффективность секьюритизации факторинговых активов 76

2.3.4. Анализ и управление рисками секьюритизации 81

2.3.5 Ценообразование секьюритизации факторинговых активов 91

**ГЛАВА 3. Управление процессом секьюритизации 96**

3.1 Структурирование секьюритизации факторинговых активов. 96

3.1.1 Особенности секьюритизация факторинга. 96

3.1.2. Виды и схемы секьюритизации факторинга 100

3.2 Методика секьюритизации для Российского рынка: пошаговый алгоритм секьюритизации факторинговых активов 116

3.3 Эконометрический подход к оценке факторингового рынка с учетом секьюритизации 120

3.3.1. Эконометрическая модель факторингового рынка Европы. 123

3.3.2. Эконометрическая модель факторингового рынка Великобритании 132

3.3.3. Эконометрическая модель факторингового рынка России. 142

3.4 Перспективы секьюритизации факторинга в России. 147

Заключение. 150

Список литературы и источников 153

Приложения 161

* [Значение секьюритизации в развитии рынка капиталов и факторингового рынка России](http://www.dslib.net/finansy/sekjuritizacija-faktoringovyh-aktivov.html#5129841)
* [Структура базовой сделки факторинга и определение факторинга](http://www.dslib.net/finansy/sekjuritizacija-faktoringovyh-aktivov.html#5129842)
* [Эффективность секьюритизации факторинговых активов](http://www.dslib.net/finansy/sekjuritizacija-faktoringovyh-aktivov.html#5129843)
* [Эконометрический подход к оценке факторингового рынка с учетом секьюритизации](http://www.dslib.net/finansy/sekjuritizacija-faktoringovyh-aktivov.html#5129844)

**Введение к работе**

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

В некоторых эмпирических исследованиях анализируются сделки и разрабатываются модели и структуры сделок секьюритизации таких активов как права требования по ипотеке, права требования по кредитным картам, автокредиты, потребительские кредиты, торговые права требования и недоговорные поступления денежных средств в будущем. Анализ же сделок секьюритизации факторинговых активов в академических работах еще не представлен. Вместе с тем исследование именно секьюритизации факторинговых активов в условиях посткризисного восстановления рынка капиталов и быстрого развития российского рынка факторинга является особенно актуальным.

В отличие от промышленно развитых стран в России механизм секьюритизации еще недостаточно изучен, законодательно не урегулирован, и сама концепция секьюритизации - явление новое, вызывающее большой интерес. Немногочисленные публикации не раскрывают сложносоставную природу феномена секьюритизации, вследствие чего среди представителей факторингового рынка отсутствует четкое понимание механизма и принципов секьюритизации.

Объективная необходимость научного осмысления данной финансовой инновации предопределяет комплексный анализ процесса секьюритизации, представленный в диссертационной работе. Особое значение приобретает систематизация западного опыта секьюритизации и оценка его применимости в российской практике факторинга. Очевидно, что секьюритизация в России может стать катализатором в дальнейшем развитии национального рынка факторинговых услуг. Качественно новый уровень стоимости услуги факторинга вследствие более дешевого финансирования сделок будет благоприятствовать заключению новых факторинговых контрактов. Рост объемов факторинговых операций будет усиливать потенциал инвестиционной привлекательности в стране.

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

Вместе с тем секьюритизация факторинговых активов в этих работах не рассматривалась, хотя она имеет свои особенности, связанные со спецификой бизнеса. Таким образом, предмет настоящего исследования еще недостаточно изучен и требует повышенного внимания со стороны исследователей и глубокого научного осмысления.

В качестве методологической основы исследования был использован системный подход, методы структурного анализа, методы обобщений и сравнений, а также метод статистического анализа, регрессионный анализ и метод эконометрического моделирования, метод экспертной оценки.

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

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

**Задачи диссертационного исследования:**

**-** выявить значимость секьюритизации в финансировании факторинговых сделок и перспективы использования этого финансового инструмента на основе анализа применения механизма секьюритизации на мировом финансовом рынке;

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

**-** оценить мотивацию участников сделки секьюритизации по сравнению с альтернативными источниками финансирования факторинговых сделок;

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

**-** сформировать систему показателей оценки качества факторинговых активов, отбираемых для секьюритизации, и разработать методологию их структурирования для эффективной реализации модели секьюритизации;

**-** разработать модель ценообразования секьюритизации факторинговых активов на основе системы неравенств, характеризующей соотнесение доходности каждого из участников сделки секьюритизации;

**-** построить эконометрическую модель факторингового рынка на основе определения зависимости объема заключенных и профинансированных факторинговых контрактов и объема проводимой секьюритизации, для определения потенциального объема секьюритизации факторингового рынка России.

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

1. Введен понятийный аппарат секьюритизации факторинговых активов (СФА), дано авторское определение понятия факторинговых активов.
2. Предложен механизм оценки экономической целесообразности СФА с учетом интересов и рисков участников сделки, разработаны алгоритм и методические рекомендации по организации сделок секьюритизации факторинговых активов для российских компаний.
3. Разработана модель ценообразования СФА на основе системы неравенств, характеризующей соотнесение доходности каждого из участников сделки секьюритизации.
4. Определена система показателей для оценки качества секьюритизируемых активов в факторинговом портфеле компании (на базе расчета коэффициентов финансового рычага, географической концентрации и др.), которая может быть использована для оперативной диверсификации портфеля.
5. Разработан авторский подход к структурированию сделок секьюритизации факторинга для российского рынка с учетом качества активов, их однородности, формирования и движения денежных потоков, налогообложения участников, срочности и масштабности проектов.
6. Разработана эконометрическая модель секьюритизации факторингового рынка, устанавливающая математическую зависимость между объемом заключенных и профинансированных сделок на рынке и объемом проводимой секьюритизации, проверена гипотеза об их возможной корреляционной зависимости. Определен потенциальный объем секьюритизации факторингового рынка России.

**Теоретическое значение исследования** состоит в обосновании и классификации принципов секьюритизации факторинговых активов как инновационного и эффективного источника финансирования. Основные положения и выводы, содержащиеся в диссертации, могут быть использованы для развития теории портфельного менеджмента и дальнейшего исследования механизма секьюритизации, а также в управлении активами и рисками факторинговой компании.

**Практическое значение исследования** заключается в том, что полученные результаты могут применяться компаниями-факторами для проектирования сделок секьюритизации. Для этого в диссертации в развернутом виде представлен пошаговый механизм проведения сделок для участников российского рынка факторинговых услуг. Предложенный автором методический инструментарий учитывает специфику рынка, а также особенности функционирования российских факторинговых компаний в силу экономических и правовых ограничений. Обозначен круг проблем, требующих решения, и подготовлены методические экономико-правовые рекомендации для законодательного оформления института секьюритизации в России.

**Публикации.** Основные положения диссертации отражены в 5 опубликованных работах общим объемом 4,26 п.л. Из них 4 опубликованы в журналах, рекомендованных ВАК Министерства образования и науки России, общим объемом 3,26 п.л.

**Структура диссертационной работы**. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 141 источников. Работа содержит 6 схем, 13 диаграмм, 3 графика и 18 таблиц. Общий объем работы составляет 168 страниц (в том числе 8 страниц приложений).

## Значение секьюритизации в развитии рынка капиталов и факторингового рынка России

Развитие рынка секьюритизации в последние десятилетия имеет огромное значение и влияние на мировые финансовый рынок. Благодаря секьюритизации ра сшири лся к л асс дол гов ых и н ст р ументов, а так же бы л обеспеч ен д оступ на рынок новых участников, что способствовало расширению и углублению мирового рынка капитала. В целях секьюритизации используются многие виды активов, например, права требования по кредитам и кредитным картам, торговые права требования (дебиторская задолженность) и даже недоговорные поступления денежных средств в будущем.

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

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

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

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

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

Д. Мински еще в 1987 г. писал о значении секьюритизации, что она послужила одним из катализаторов, приведшим к снижению значения коммерческих банков, привлекающих депозиты и предоставляющих кредиты, в пользу фондового рынка. Так, доля банков в совокупных финансовых активах упала с 50% в 1950-х гг. до 25% в 1990-х гг.[2] . Коммерческие банки, интегрировавшие в свой бизнес-процесс механизм секьюритизации, перепрофилировали свои доходы от кредитной деятельности с процентных в комиссионные, снизив процентные ставки на кредиты с плавающей ставкой и увеличив объемы секьюритизации кредитов. Как справедливо было отмечено С. Шварцем [3], секьюритизация активов является эффективным источником финансирования при условии, что имеет альтернативные источники фондирования, т. е. секьюритизация выступает в качестве альтернативы. Рост секьюритизации привел к грандиозному росту доли заемных средств (соотношение заемных и собственных средств в сделках по секьюритизации составляло 1: 15) [4]. Данный механизм работал до тех пор, пока ценные бумаги были ликвидными и обеспеченными. Однако убытки по низкокачественным кредитам стали превышать ожидания, и цены на ипотечные ценные бумаги начали падать. Сброс ценных бумаг инвесторами усилил понижательную тенденцию финансовых рынков. В отчете Банка Англии за 2007 г. указывается, что "потери от ипотечных ценных бумаг стали катализатором потери уверенности во всех структурированных кредитных продуктах и рейтинговых агентствах". Итоги кризиса показали, что значительная опасность заключается в использовании исторических статистических данных, которые по причине относительной молодости низкокачественных кредитов не являются достаточным основанием для построения адекватных прогнозов [5]. Многие экономисты, например как К. Хилл, основываясь на совокупности проблем, связанных с деятельностью рейтинговых агентств, высказываются за необходимость введения регулирования этого вида деятельности, пересмотр методик присвоения рейтинга [6].

## Структура базовой сделки факторинга и определение факторинга

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

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

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

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

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

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

1. Сторонами договора являются: поставщики товаров (услуг) и специализированная компания (банк);

2. Договор факторинга всегда возмездный -фактор, приобретая право требования, рассчитывает на определенную выгоду для себя;

3. Договор факторинга всегда двухсторонний (на практике встречаются и трехсторонние договоры факторинга)

4. Цель эффективное вложение денежных средств, так как факторинг - это форма финансирования поставщика;

5. Предмет факторинга - только денежные обязательства, вытекающие из договора купли-продажи (оказания услуг);

6. Факторинг - длящийся договор, т.к. объектом договора в большинстве своем является передача задолженностей покупателей перед поставщиком по мере их появления;

7. Основание передачи требования - договор купли-продажи прав требования

7. Сообщить должнику о сделке может и 8. Кредитор ставит должника в известность о сделке. получение денежных средств, которое возникнет в будущем (будущее требование). Денежное требование, являющееся предметом уступки, должно быть определено в договоре клиента с финансовым агентом, таким образом, который позволяет идентифицировать существующее требование в момент заключения договора, а будущее требование – не позднее чем в момент его возникновения.

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

Основные виды факторинга:

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

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

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

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

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

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

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

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

## Эффективность секьюритизации факторинговых активов

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

В сделках секьюритизации банковских кредитов в качестве обеспечения эмиссии облигаций выступают платежи по обязательствам заемщиков. В сделках секьюритизации факторинговых активов обеспечением эмиссии облигаций служат сами факторинговые активы: переданные права на получение факторинговых платежей. А именно, при финансировании факторинга первым заемщиков является фактор (за исключением тех случаев, когда используются собственные средства), который в свою очередь становиться кредитором клиента факторинговой компании. В результате при секьюритизации факторинговых активов обеспечением выступают платежи по переуступленным правам требованиям, то есть обязательства заемщиков второго порядка. Процесс структурирования и реализации сделки секьюритизации обусловлен большими рисками. Необходимо отметить, что очень важно определиться, насколько риски, присущие факторинговым операциям, накладываются на риски, характерные только для сделок секьюритизации. Анализируя риски, возникающие в процессе секьюритизации, как правило, оцениваются активы, подлежащие секьюритизации, однако оценка оригинатора так же является необходимой. Для этого осуществляется оценка финансовой устойчивости и перспективы развития клиента факторинговой компании, выясняется уровень сбалансированности передаваемого портфеля, проводиться мониторинг ситуации на рынке активов, передаваемых SPV, составляется подробная информация, характеризующая репутацию фактора, определяются условия привлечения финансирования.

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

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

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

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

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

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

4 Газман В.Д. Секьюритизация лизинговых активов. М.: Экономический журнал ВШЭ, 2010. 4. Активы должны быть независимы от результатов деятельности оригинатора.

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

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

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

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

Рейтинг можно определить как информацию для инвесторов; однако российский фондовый рынок выдвигает новые задачи перед эмитентом - добиться такого рейтинга, который обеспечивал бы эффективность размещения его облигационного займа. Следует учитывать, что рейтинг - это не формула, а качественная интерпретация количественных показателей (подробно роль Рейтингового агентства была описано ранее в исследовании). Цивилизованный рынок ценных бумаг вынуждает эмитента обратиться с заказом в известные рейтинговые агентства, уплатив определенную сумму денег, для того, чтобы специалисты-аналитики проверили качество ценной бумаги и присвоили ей рейтинговую категорию. Таким образом, на эффективном фондовом рынке только долговые обязательства, которые прошли процедуру рейтинга, могут обеспечить эмитенту доступ к получению заемных средств. При этом цена займа для эмитента определяется категорией, которую присваивает рейтинговое агентство.

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

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

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

## Эконометрический подход к оценке факторингового рынка с учетом секьюритизации

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

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

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

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

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

Исходные данные и постановка задачи.

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

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

Yi – объясняемая (зависимая) переменная;

Xi – объясняющая переменная (фактор); i=1,…,n; где n – число наблюдений. Зависимая переменная Yi была представлена в виде функции f(X, в)=f(X1,…..,Xk;в1,……,вp), где X1,.,Xk – независимые объясняющие переменные, а в1,…,вp – параметры оценки. Проводился анализ по рынку факторинга Европы и Великобритании, где в качестве объясняемой переменой рассматривался объем профинансированных факторинговых договоров (объем ранка факторинга), а в качестве основной объясняющей переменной – объем проводимой «Секьюритизации» (SEC). Секьюритизация рассматривается как альтернативный источник внешнего финансирования, которое привлекается из-за нехватки внутреннего и (или) с целью получения более лучших условий финансирования факторинговых операций. Таким образом, включение переменной Объем проводимой компанией секьюритизацией (SEC) не только позволяет оценить влияние секьюритизации на развитие факторингового рынка, но так же показывает, что рост данного показателя свидетельствует о развитости факторингового рынка, наличие высокой конкуренции на рынке, как за клиентов, так и за источники финансирования. Объем внешнего финансирования, применяется в качестве основной объясняющей переменной, так как именно это показатель свидетельствует о расширение хозяйственной деятельности, которое в свою очередь требует привлечения дополнительных денежных средств.

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

Yi = a + /3 Хі + є - для случая одной объясняющей переменной, парная регрессия.

Y = X В + є " для случая более чем одной объясняющей переменной (в количестве к штук) уравнение имеет матричный вид, где Y - матрица объясняемых переменных - вектор-столбец размером (п х 1); ft - вектор коэффициентов размером (к х 1); X - матрица объясняющих переменных размером п х (к+1); є - вектор ошибок размером (n х 1).

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

Задача анализа - подбор такой функции Y=f(X) из параметрического семейства функций f(X,/3) , которая наилучшим образом описывала бы зависимость Y и X. Для этого автор оценивал качество параметра /? .

Предпосылки модели.

В качестве мер ы о ткло нения функции f(JC,j3 ) о т набо р а наблюдений использовалась сумма квадратов отклонений j = (/ = 1, n)\Yi - j (Xi, p)\ . Для этого применяется метод наименьших квадратов с задачей поиска наилучшей аппроксимации набора наблюдений Xi,Yi линейной функции F(x)=a = b X в смысле минимизации функционала t = (/ = !, n)\Y і - (а + о Хг)\ где [Yi-(a + b Xi)f =Yjef2 сумма квадратов отклонений.

Основные гипотезы модели.

При предположении о выполнении условий теоремы Гаусса - Маркова случайная ошибка распределена по нормальному закону. ]--Yi = a + j3 Xi + s - модель правильно специфицирована. 2. Xi - детерминированная величин Хі Ф Xj , отсутствие мультиколлинеарности. 3. Е(єг) = 0 равенство нулю математического ожидания ошибок, которое означает отсутствие систематической ошибки. 4. Var(si) -и1 - дисперсия всех ошибок одинакова, свойство гомоскед астичности. 122 5. si = N(0,a2) - нормальное распределенная случайная величина со средним 0 и дисперсией сг . 6. Cov(si, sf) = 0, (/ Ф j) - ошибки не коррелируют друг с другом; учитывая (5) они независимы, свойство отсутствия автокорреляции.

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