Факторинговые платежи — активы, финансирующие бизнес

Тим НИКОЛЛЬ,

глава департамента секьюритизации по региону CEEMEA, Deutsche Bank

Тим Николль занимается сделками по структуризации и секьюритизации в течение 20 лет. На его счету много структурных сделок, которые впервые были осуществлены как на европейских, так и на мировом рынках. Среди них — недавно состоявшаяся первая сделка по секьюритизации активов в местной валюте в регионе Центральной и Восточной Европы, Ближнего Востока и Африки.

До прихода в Deutsche Bank Тим Николль работал в HVB, где создал подразделение, занимающееся секьюритизацией на рынках стран СНГ. Тим закончил Кембриджский университет и имеет степень в области юриспруденции.

Данная статья писалась в первом квартале 2008 года, когда на рынке наблюдалась значительная волатильность. Однако это не очередной комментарий по поводу кредитного кризиса и отошедшего в мир иной рынка секьюритизации и не невнятные слова утешения, обращенные к и без того обремененным проблемами оригинаторам. В декабре 2007 года Deutsche Bank организовал две сделки финансирования для российских факторинговых компаний, в основе которых лежали счета-фактуры, приобретаемые компаниями в ходе текущих деловых операций. Это финансирование обеспечило компаниям столь необходимую им ликвидность. Сделки имели рыночную основу: Deutsche Bank распространил бумаги факторинговых компаний среди инвесторов. Статья предлагает описание некоторых технических моментов, с которыми довелось столкнуться банку, и, что более существенно, отвечает на вопрос, почему полученные в ходе сделки бумаги (ABS) оказались привлекательными для инвесторов.

ФАКТОРИНГ В РОССИИ

Факторинг — это один из способов предоставления финансирования корпорациям. Для удобства приводим ниже используемые в статье термины.

Факторинговая компания (англ. **Factoring Company**) — российская корпоративная организация, оказывающая факторинговые услуги, а также организация, которая предоставляет финансирование.

Клиент (англ. **Customer**) — российская корпоративная организация или зарегистрированное в России частное предприятие (но не физическое лицо и не иностранная организация), выпустившие одну или более счет-фактуру, которые финансируются факторинговой компанией.

Дебитор (англ. **Debtor**) — российская корпоративная организация или зарегистрированное в России частное предприятие (но не физическое лицо и не иностранная организация), которым клиент предоставил товары или услуги и которые, таким образом, должны клиенту сумму,

указанную в одном или нескольких счетах-фактурах, выпущенных клиентом по данным товарам или услугам.

Счет-фактура (англ. **Invoice**) — долговой инструмент, деноминированный в рублях, представляющий собой задолженность дебитора перед клиентом. Счета-фактуры могут иметь разные условия выплат, их номинальная стоимость (**номинальная стоимость счета-фактуры** (англ. **Invoice Face Value**)) может быть определена как полный объем долга, который дебитор юридически обязан выплатить наличными. В случае если дебитор имеет юридически обоснованную причину уменьшить выплачиваемую сумму (например, из-за некачественных товаров, поставленных клиентом), тогда данное уменьшение суммы покрывается через соответствующее денежное требование к клиенту.

В ходе сделки возникают трехсторонние отношения. Факторинговая компания покупает счета-фактуры, выпущенные клиентом, по сниженной цене (например, 90%), уведомляет дебитора о данной покупке, и дебитор соглашается оплатить эти счета-фактуры факторинговой компании. Когда дебитор платит по данным счетам (например, 100%), факторинговая компания удерживает вознаграждение и комиссии, относящиеся к предоставлению финансирования, и оставшуюся сумму выплачивает клиенту.

Факторинг является для клиента хорошим способом получить финансирование по ряду причин. Во-первых, кредитное качество дебитора, как правило, выше кредитного качества клиентов. Во-вторых, с ростом и расширением бизнеса клиента растет и количество непогашенных счетов-фактур, и наоборот — факторинговое финансирование может, таким образом, идти в ногу с бизнесом, предоставляя дополнительные средства, когда это необходимо. В-третьих, грамотно работающие факторинговые компании могут привлечь ликвидность с рынков капитала, когда другие финансовые институты, например, банки, сталкиваются со сложностями при выходе на рынок.

Факторинговая компания также находится в более выгодном положении по сравнению с банком, предоставляющим кредиты. Для факторинговой компании обычной практикой в каждом конкретном случае является всесторонняя оценка рисков (как говорят, на 360 градусов) при покупке счета-фактуры, которая включает в себя оценку клиента и счетов-фактур, выпущенных клиентом и для клиента, а также оценку дебитора. Этот непрерывный процесс реандеррайтинга рисков означает, что объемы финансирования могут динамично уменьшаться (при изменении финансовых условий сделки) по мере того, как компании переживают хорошие или плохие времена с точки зрения их торговых операций. С другой стороны, важно отметить, что факторинговые компании в целом подвержены риску мошенничества (например, в случае двойного финансирования счетов-фактур или предъявления счетов-фактур по несуществующим поставкам), кроме того, еще одним недостатком факторинга является то, что, согласно распространенному мнению, в период рецессии первыми страдают малые и средние предприятия.

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

На факторинговом рынке России существует пять доминирующих организаций, две из которых работают с малыми и средними корпоративными клиентами: МФК «ТРАСТ» (дочерняя компания Национального Банка «ТРАСТ») и «Еврокоммерц» (частное предприятие, крупнейшая в России факторинговая компания). В 2007 году факторинг для малого и среднего бизнеса показал стремительный рост, а значит, факторинговым

компаниям, работающим с данным сектором, требовались значительные объемы финансирования (к примеру, баланс компании «Еврокоммерц» вырос в течение одного года с $200 млн до $1.4 млрд).

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В РОССИИ

Секьюритизация в России проводится по определенной модели со времени проведения первых сделок в 2005 году. Схема финансирования счетов-фактур в целом схожа. В общих чертах процесс секьюритизации факторинга можно описать следующим образом. Счета-фактуры продаются SPV-компании, которая затем выпускает облигации и размещает их среди инвесторов для финансирования данной сделки. Оригинатор предоставляет часть средств SPV-компании на субординированной основе (например, от 10% до 20%), таким образом, инвесторы, предоставившие финансирование старшего долга компании, оказываются более защищенными от некоторой доли убытков. Рассматривая в комплексе субординацию, характер пула активов и структуру сделки, рейтинговые агентства впоследствии могут присвоить хороший кредитный рейтинг старшему долгу (как правило, рейтинг уровня BBB или выше — на уровне странового рейтинга России).

ФИНАНСИРОВАНИЕ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ

Инвесторы, покупающие секьюритизированные факторинговые бумаги, должны представлять те риски, которые влечет за собой такая покупка. Как правило, такие инвесторы рассчитывают принять только простой кредитный риск по лежащим в основе сделки активам. Однако здесь есть свои подводные камни. Существуют следующие три вопроса, которыми должен задаваться инвестор.

1. Знаю ли я, под залог чего я предоставляю финансирование (например, счета-фактуры, ипотечные кредиты, ценные бумаги и т.п.)?

2. Соответствуют ли данные активы в действительности моему представлению о них (например, действительно ли они прошли все кредитные проверки и процедуры, обеспечивающие соответствие реального кредитного риска заявленному)?

3. Какие еще риски, кроме чистых кредитных рисков, принимает на себя инвестор (например, правовые и налоговые риски)?

Отсутствие ясности по этим аспектам является одной из основных причин снижения доверия рынка к данным бумагам. Российские сделки секьюритизации, на первый взгляд, предлагают прозрачное финансирование, так как они строятся на основе просто и четко построенных пулов активов, кроме того, для российских финансовых институтов обычно характерно хорошее управление с надлежащим андеррайтингом и процессом построения пула. Основную озабоченность вызывает третий из перечисленных вопросов: «Каким еще рискам я подвергаюсь?» Здесь ситуация представляется более сложной для российской секьюритизации. Подтверждением этому может служить внушительное количество страниц, обычно посвященных разделу «Факторы риска», присутствующему в проспектах по российским сделкам секьюритизации.

Финансирование дебиторской задолженности не отличается от финансирования других классов активов. Можно быть в достаточной степени уверенным в прозрачности сделки. Счета-фактуры являются простыми активами, а сделки предполагают только операции со счетами-фактурами, исключая какие-либо еще классы дебиторской задолженности. Кроме того, так как дебиторская задолженность в данных сделках полностью прошла процесс анедррайтинга относительно очень разнообразного пула активов малых и средних предприятий, специфические риски, связанные с данными активами, в значительной степени находятся под контролем. Основную озабоченность вызывают риски, отличные от чисто кредитных рисков, но существующие в структуре сделки. Невозможно подробно остановиться на каждом из данных рисков в короткой статье, однако представляется важным осветить некоторые основные моменты.

- **Истинная продажа** (англ. **True Sale**). Российская правовая система не имеет продолжительной истории вынесения решений по такому виду финансирования, как секьюритизация. Отсутствие проверенной на практике правовой модели касательно секьюритизации означает, что инвесторам придется обращаться в суд с запросом о разрешении каждого случая в индивидуальном порядке.

• **Риск смешения** (англ. **Commingling Risk**). В России, как и во многих других странах с развивающимися рынками, не существует юридического разграничения терминов «владение» и «собственность» (англ. possession и ownership). Это означает, что хотя инвесторы могут быть уверены в названии счета-фактуры, который они получают (что иллюстрирует риск, связанный с «истинной продажей»), остается значительный кредитный риск, связанный с денежными поступлениями по счету-фактуре, так как они должны пройти через банки и юридических лиц перед тем, как попасть к инвестору. В большинстве российских сделок секьюритизации 50% механизма кредитной защиты (англ. credit enhancement) приходится на риски, когда не платят дебиторы, и 50% — на риски, когда дебиторы платят, однако деньги теряются при банковских переводах.

• **Правовая неопределенность** (англ. **Regulatory Uncertainty**). Это один из рисков, присутствующий при предоставлении финансирования на любом развивающемся рынке, хотя в России этот риск принимается в расчет в большей степени, чем на некоторых других рынках.

Чтобы инвесторы чувствовали себя комфортно в вышеупомянутых условиях, необходимо в первую очередь обратить внимание на контекст развития факторинга в России, а также учесть специфические риски, связанные с активами и с самой структурой сделки. Факторинг занимает важное место в российской экономике. Без него многие малые предприятия не избежали бы проблем, связанных с ростом бизнеса. Это в первую очередь касается компаний, занимающихся сбытом товаров и предоставлением услуг. Компании-дистрибьюторы объединяют в единую цепочку поставщиков (причем среди них возможны оффшорные компании) и конечных потребителей (розничных продавцов, строительные компании и т.д.). На сегодняшний день факторинг не лицензирован (хотя по этому поводу ведутся дискуссии), однако его важность настолько высока для российской экономики, что существенное вмешательство в беспрепятственное прохождение сделки маловероятно и нежелательно.

Важно грамотно управлять рисками «истинной продажи» и «смешения». Счета-фактуры по сравнению с другими классами активов по своей природе являются краткосрочными (средняя продолжительность жизни — 60 дней). При организации любой подобной сделки нужно иметь в виду, что продажа счетов-фактур будет продолжаться на протяжении всей сделки, чтобы поддержать пул активов SPV-компании (именно поэтому сделка предполагает много продаж), а также не забывать о том, что на протяжении сделки генерируется много наличных денег (что означает большую долю «риска смешения»).

В нашем случае эти два риска были значительно смягчены путем введения новой функции — функции коллекторского агента (англ. Collection Agent). Эта роль была введена повсеместно в факторинговом бизнесе для того, чтобы юридически разграничить денежные поступления и факторинговую компанию. Коллекторский агент — это российская компания (общество с ограниченной ответственностью), основанная третьей стороной для выполнения функций посредника между факторинговой компанией и любой проводимой сделкой секьюритизации. Цель коллекторского агента — получать средства от дебиторов и клиентов и распределять их среди организаций, которым они предназначены (а именно, направлять средства в факторинговую компанию в случае несекьюритизированных счетов-фактур и в SPV-компанию в случае секьюритизации). Это помогает смягчить риск смешения, так как коллекторский агент является простым экономическим объектом, а значит, и вероятность его банкротства крайне мала. Это также помогает смягчить риск, связанный с «истинной продажей» по сравнению с предыдущими российскими сделками секьюритизации, так как в случае банкротства факторинговой компании возможный процесс оспаривания законности секьюритизации становится более сложным.

КАК УБЕДИТЬ ИНВЕСТОРОВ УЧАСТВОВАТЬ В ФИНАНСИРОВАНИИ

Принимая во внимание текущее положение дел на рынке, сейчас чтобы убедить инвесторов в надежности сделки, недостаточно просто хорошо представить сделку, обеспечить

прозрачность и грамотное построение структуры и привлечь сильного организатора. Наши сделки по секьюритизации факторинговой дебиторской задолженности были структурированы так, чтобы обеспечить защиту инвесторов.

- Короткий срок обращения — 9 месяцев. В настоящее время инвесторы неохотно идут на заключение долгосрочных сделок в связи с волатильностью рынков и озабоченностью текущей ситуацией. Короткий срок обращения означает, что волатильность цен, скорее всего, будет низкой, ведь долгосрочные бумаги более подвержены значительным изменениям в цене вследствие изменения ситуации на кредитном рынке.
- Базовое покрытие (англ. underlying collateral) является достаточно простым, надежным и диверсифицированным, что позволяет инвесторам рассматривать эмиссию как краткосрочную сделку, основанную на разнице процентных ставок, которая подвержена российским макроэкономическим рискам.
- Цена — сделки были адекватно оценены.

Уроки, вынесенные из организации факторинговых сделок в России и размещения получившихся в результате ценных бумаг, были в последствии использованы при организации новых сделок для других классов российских активов (потребительских кредитов, автокредитов и даже жилищных ипотечных кредитов). Для данных классов активов в глазах инвесторов должны быть созданы особые характеристики, как в структуре сделки по секьюритизации факторинговых счетов-фактур (также на их месте могут быть потребительские кредиты, выдаваемые в местах торговли), необходимые для того, чтобы получить доступ к рынку в это сложное время.

Disclaimer
Мнение или рекомендации, высказанные в статье, принадлежат ее автору и не являются позицией Deutsche Bank. Банк не несет ответственности за прямые, косвенные или другие потери, понесенные от использования информации, предоставленной в данной статье.

Чтобы узнать об облигациях всё,
достаточно одного клика

FINANCIAL CBONDS INFORMATION
www.cbonds.info