Виктор КИСЕЛЕВ,
директор департамента структурного финансирования, МСП Банк

Дэн СТАДНИК,
старший управляющий директор, Finacity Corporation

Секьюритизация дебиторской задолженности: практические особенности и мировая практика

Дебиторская задолженность значительно уступает другим активам по объемам и количеству реализованных сделок секьюритизации не только в России, но и на более развитых финансовых рынках. В то же время, объем дебиторской задолженности как базового актива для секьюритизации весьма значителен, а в более широкой трактовке, при объединении в один класс с факторинговыми требованиями и требованиями по различным инструментам торгового финансирования, дебиторская задолженность представляет собой самый распространенный актив на балансе компаний.

Собрать статистические данные о рынке секьюритизации дебиторской задолженности довольно сложно, так как многие сделки носят закрытый характер. При этом потенциальные инвесторы, как правило, известны заранее, их требования и специфические условия инвестирования могут быть учтены уже на этапе структурирования. Совокупный объем текущих секьюритизированных дебиторских требований оценивается в $50–60 млрд. При этом размер отдельных транзакций варьируется от $50 млн. до $1 млрд. В крупные сделки привлекается более широкий круг инвесторов, включая кондуитов, спонсируемых крупными банками. Но и в этом случае размещение чаще всего происходит по закрытой подписке среди заранее определенного круга инвесторов.

Основные вопросы, возникающие при организации секьюритизации дебиторской задолженности, являются общими для секьюритизации любых видов активов: сокращение фиксированных расходов на организацию сделки, максимизация суммы привлеченного финансирования, обеспечение стабильности и предсказуемости де-

нежного потока, качество и стандартизация кредитных процедур, процедур обслуживания и предоставления информации, необходимый уровень кредитной поддержки. Однако специфические черты дебиторской задолженности приводят к тому, что и секьюритизация этого актива имеет целый ряд особенностей в части структурирования отдельных сделок, методологии оценки качества и поддержания стабильности денежного потока, текущего мониторинга сделки и техники предоставления фондирования.

Большинство сложностей при структурировании сделок секьюритизации дебиторской задолженности связано с краткосрочным характером активов и с быстрой оборачиваемостью отдельных требований в портфеле обеспечения. Из-за этого возникает необходимость использовать револьверные структуры, когда отдельные новые требования приобретаются в портфель обеспечения еженедельно или даже ежедневно. Это, в свою очередь, требует внедрения специальных процедур верификации вновь приобретаемых требований и контроля за отчетностью оригинатора, направленного на раннее выявление мошенничества и изменения кредитного качества отдельных требований. Кроме того, чтобы снизить специфические риски, такие как риск размывания обеспечения (dilution risk), риск изменения качества обеспечения и необходимости увеличивать кредитную поддержку, риск изменения доходности портфеля обеспечения и досрочного закрытия сделки (termination), в структуру сделки включаются специальные механизмы и целевые резервные фонды.

ОЦЕНКА КАЧЕСТВА АНДЕРРАЙТИНГА

Отличия от секьюритизации розничных кредитов (ипотечных кредитов, автокредитов и кредитных карт) начинают проявляться уже на стадии анализа исторических данных и процедур андеррайтинга оригинатора. Розничным кредитованием занимаются в первую очередь банки, для которых оценка кредитного риска является главной функцией. Надзор за надлежащим исполнением этой функции осуществляет Центральный банк. В связи с этим участники рынка в целом и рейтинговые агентства в частности склонны больше доверять банкам в плане качества процедур оценки рисков и андеррайтинга, обеспечения ресурсами соответствующих подразделений, достоверности исторических данных о дефолтах и финальных потерях. В сделках по секьюритизации дебиторской задолженности оригинаторами могут выступать либо факторинговые компании, либо торговые и производственные компании, которые в большинстве случаев меньше по размеру, чем банки-оригинаторы. Кроме того, у рынка, как правило, более критическое отношение к системам управления рисками в таких компаниях. Можно спорить о том, насколько эти сомнения оправданы, но на практике в производственных и торговых компаниях решение о продаже с отсрочкой и формировании дебиторской задолженности может быть обусловлено не соображениями кредитного риска, а другими бизнес-факторами:

- важностью покупателя с точки зрения общего объема продаж;
- развитием нишевых и региональных рынков;
- продвижением новых продуктов и т.п.

Все это приводит к тому, что сбор корректных исторических данных, верификация кредитных процедур, установление квалификационных требований по отбору активов и прогнозирование денежного потока превращаются в нетривиальную задачу. Поэтому инвесторы и регулятор приветствуют идею привлечь для решения этой задачи независимого опытного партнера.

Следует отметить, что оценка качества андеррайтинга является лишь одним из факторов, необходимых для проведения портфельного анализа всех требований, которые являются обеспечением по сделке секьюритизации.

Как и при секьюритизации других видов активов, суть анализа сводится не к оценке и подтверждению кредитного качества каждого отдельного требования, когда-либо приобретенного оригинатором, а к использованию статистических методов и моделирования, которые позволяют отследить текущее качество и денежный поток от всего портфеля обеспечения. Специфика секьюритизации дебиторской задолженности заключается в том, что уровень кредитной поддержки и соотношение объема полученного финансирования к объему обеспечения (advance rate) может меняться в течение жизни сделки в зависимости от того, как изменялось качество портфеля в предшествующие месяцы.

Если в портфеле возросло количество просроченных платежей и дефолтов или увеличились показатели размывания портфеля, то в следующем же месяце автоматически происходит пересчет и уменьшение соотношения предоставленного финансирования к обеспечению, чтобы отразить изменение качества портфеля. И наоборот, если качество портфеля улучшается, это отражается в увеличении соотношения предоставленного финансирования к обеспечению. Таким образом, сделка секьюритизации дебиторской задолженности производит постоянное саморегулирование в соответствии с изменениями в качестве портфеля обеспечения. На практике механизмом регулирования часто служит динамический резерв на возможные потери, а изменение данного резерва происходит на основе усредненных данных за несколько последних месяцев, чтобы сгладить эффект изменений в качестве, которые вызваны разовыми аномальными событиями.

Есть еще одно важное последствие того, что анализ обеспечения основан на статистическом анализе всего портфеля, а не на верификации андеррайтинга отдельных требований и селекции лучших с точки зрения кредитной оценки требований. В реальности нет никакого смысла исключать из портфеля обеспечения требования невысокого кредитного качества. Ключевым фактором, определяющим надежность сделки секьюритизации, является качество и предсказуемость денежного потока, который генерирует весь портфель обеспечения, а не кредитное качество отдельных требований. В свою очередь, большая диверсификация и большее количество отдельных требований в портфеле обеспечения могут значительно улучшить качество и повысить предсказуемость денежного потока. В результате увеличение количества отдельных требований в портфеле обеспечения обычно приводит к уменьшению требования по кредитным улучшениям сделки и к увеличению соотношения объема привлеченного финансирования к объему обеспечения.

ОБСЛУЖИВАНИЕ

Традиционно в сделках секьюритизации обслуживанием всего портфеля обеспечения и предоставлением отчетности по его текущему качеству занимается одно и то же лицо, которое и получает финансирование под залог этого обеспечения. Это создает серьезные риски. В случае с дебиторской задолженностью эти риски многократно возрастают из-за краткосрочного характера актива и быстрой заменяемости отдельных требований в обеспечении. После того как оригинатор продает портфель дебиторской задолженности компании специального назначения и получает финансирование, его мотивация добросовестно обслуживать портфель может измениться под влиянием многих факторов. Одним из самых очевидных факторов является мошенничество, которое может произойти как на уровне оригинатора, так и на уровне дебиторов оригинатора. Результат в обоих случаях одинаковый: обесценение портфеля обеспечения из-за того, что в него попадают фальсифицированные требования. Кроме того, опыт секьюритизации показывает, что в случае дефолта и банкротства оригинатора его способность и мотивация обслуживать портфель значительно снижаются. При этом дебиторы часто используют ситуацию с ухудшением обслуживания в свою пользу, еще больше усугубляя проблему задержки платежей. С учетом краткосрочности активов любой перерыв в качественном обслуживании портфеля может быть критическим для отдельной сделки. В этой связи особую роль при секьюритизации дебиторской задолженности играет организация детальной отчетности по портфелю обеспечения с разбивкой по каждому отдельному требованию. Отчетность должна включать в себя данные, позволяющие идентифицировать отдельные требования и проводить кросс-проверки на достоверность и целостность. Это дает возможность решать две критические задачи: ранняя диагностика мошенничества и возможность быстрого перехвата обслуживания резервным сервисным агентом. Чтобы снизить перечисленные риски и обеспечить дополнительный комфорт инвесторам, можно передать обслуживание независимому сервисному агенту с момента продажи портфеля дебиторской задолженности компании специального назначения.

СТАНДАРТНЫЕ МЕТОДЫ РЕЗЕРВИРОВАНИЯ

Самым распространенным методом кредитной поддержки при секьюритизации дебиторской задолженности является избыточное обеспечение (overcollateralization), которое предоставляется в форме различных

структурных резервов. Дебиторская задолженность не является активом, приносящим процентные доходы. В то же время, обязательства компании специального назначения по привлеченному финансированию — в форме облигаций либо старшего кредита — подразумевают уплату инвесторам процентного дохода. Точный расчет размера резервных фондов довольно сложен, но логика их формирования следует из вполне понятной методологии и характеристик самого портфеля обеспечения.

Наиболее типичными для сделок секьюритизации дебиторской задолженности являются четыре вида резервных фондов. Два из них особенно важны для определения объема получаемого оригинатором финансирования: резерв на возможные потери и резерв на размывание обеспечения. Кроме того, резервы создаются для компенсации изменений в доходности активов в обеспечении и уплаты расходов на содержание компании специального назначения в случаях досрочной амортизации. Хотя некоторые сделки могут иметь и другие виды резервных фондов, например резерв на покрытие юридических расходов и резерв на покрытие валютных рисков, мы подробнее остановимся только на резервах, которые создаются именно для сделок с дебиторской задолженностью.

РЕЗЕРВ НА ВОЗМОЖНЫЕ ПОТЕРИ

В диверсифицированном портфеле обеспечения наверняка будут отдельные требования, по которым могут происходить технические задержки платежей, просрочки и дефолты. В основу расчета резерва берутся исторические данные о просрочках и дефолтах в портфеле обеспечения, которые обновляются ежемесячно. Размер динамического резерва должен меняться по мере того, как изменяются вероятности потерь в отобранном портфеле обеспечения, появляются стрессовые сценарии ухудшения макроэкономической обстановки и снижается качество портфеля в целом, а также меняется объем квалифицированных требований в портфеле.

Размер резерва на возможные потери определяется за счет трех компонентов:

1) Стресс-фактор.

2) Вероятность потерь, рассчитанная для конкретного портфеля обеспечения на основе исторических данных.

3) Соотношение, называемое коэффициентом горизонта потерь (loss horizon ratio).

Произведение этих трех компонентов и дает процентное соотношение между размером резерва и объемом квалифицированных требований в портфеле обеспечения.

Стресс-фактор обычно определяется по методологии рейтингового агентства и является коэффициентом, на который нужно умножить резервный фонд для достижения заданного уровня рейтинга. Следует отметить, что и при расчете стрессовых сценариев, и при определении конкретного стресс-фактора обычно учитывается, что в портфеле обеспечения находится некоторое количество неквалифицированных требований. Хотя с точки зрения оценки стоимости обеспечения ценность таких требований равна нулю, денежный поток от таких требований продолжает поступать на счета компании специального назначения и добавляет определенный уровень защиты инвесторам.

При расчете вероятности потерь по текущему портфелю берутся обычно усредненные исторические данные на определенных временных отрезках. Например, выбирается усредненный показатель потерь за три месяца. При этом для расчета резерва используется худший трехмесячный показатель из последних 12. За счет этого достигаются две цели: во-первых, нивелируется эффект разовых событий, произошедших в одном неудачном месяце, во-вторых, показатель остается довольно стабильным в течение жизни сделки, изменяясь обычно один или несколько раз в год. Кроме того, поскольку в определении показателя участвуют только последние 12 трехмесячных периодов, неудачный и выпадающий из общей статистики трехмесячный интервал постепенно выбывает из расчетов.

Третий коэффициент, а именно коэффициент горизонта потерь, представляет собой соотношение объема продаж в течение горизонта потерь (обычно горизонт потерь определяется как число месяцев, в течение которых требование продолжает оставаться квалифицированным, и чаще всего этот срок равен четырем месяцам) к общему объему портфеля обеспечения. Цель использования этого коэффициента — привести в соответствие размер резерва и объем ожидаемых потерь в квалифицированном портфеле обеспечения в отличие от всего объема требований, составляющих портфель обеспечения.

РЕЗЕРВ НА РАЗМЫВАНИЕ

Размывание происходит, когда отдельные требования становятся недействительными и неквалифицированными по причинам, не связанным с кредитоспособностью должника. Обычно причинами размывания являются поставка бракованного товара, выставление ошибочных счетов, скидки от объема приобретенного товара, разногласия по коммерческим вопросам соглашения, в рамках которого произошла поставка. Хотя в большинстве случаев инвесторы защищены от размывания тем, что у компании специального назначения появляется требование к поставщику товара, анализ кредитоспособности поставщиков не проводится, и риск неплатежей по таким требованиям в сделках обычно покрывается за счет создания специального резервного фонда. В качестве упрощенного примера определения размера резерва на размывание можно использовать методологию рейтинговых агентств, согласно которой для достижения инвестиционного рейтинга размер резерва на размывание должен более чем в два раза превышать усредненный за период (к примеру, за три месяца) пиковый показатель размывания.

РЕЗЕРВЫ НА КОМПЕНСАЦИЮ ИЗМЕНЕНИЙ В ДОХОДНОСТИ АКТИВОВ И УПЛАТУ РАСХОДОВ НА СОДЕРЖАНИЕ КОМПАНИИ СПЕЦИАЛЬНОГО НАЗНАЧЕНИЯ

Причиной создания данных резервов является тот факт, что дебиторская задолженность не является активом, который приносит процентные доходы. Уплата вознаграждения за предоставление финансирования чаще всего производится путем продажи дебиторской задолженности с дисконтом, размер которого рассчитывается таким образом, чтобы компенсировать процентный доход за время предоставленного финансирования. С учетом этих факторов размер данных резервных фондов рассчитывается таким образом, чтобы после окончания револьверного периода у компании специального назначения было достаточно средств для уплаты процентного дохода инвесторам и покрытия расходов на собственное содержание.

На российском рынке еще не было опыта реализации сделок секьюритизации дебиторской задолженности за исключением сделок секьюритизации факторинговых платежей, реализованных по английскому праву до кризиса 2008 г. Мы полагаем, что в будущем российские корпоративные заемщики, в первую очередь из числа крупных торговых компаний, будут все больше внимания уделять секьюритизации дебиторской задолженности как альтернативе необеспеченным облигациям и банковскому кредитованию.

В зависимости от природы дебиторской задолженности такие сделки могут иметь различную структуру и инвесторскую базу.

1. Российские экспортеры могут использовать в качестве обеспечения по сделкам секьюритизации дебиторскую задолженность по экспортным контрактам, которая обычно формируется на балансе иностранных трейдинговых подразделений экспортеров и номинирована в иностранной валюте. Имеющие такую структуру сделки могут быть интересны как международным банкам, так и кондуитам (ABCP Conduits).

2. Российские факторинговые, а также производственные и торговые компании, портфель дебиторской задолженности которых состоит из рублевых требований к российским же дебиторам, могут использовать российское законодательство о неипотечной секьюритизации, размещая облигации среди российских банков и институциональных инвесторов. С учетом международного опыта отдельные сделки могут быть структурированы как частные размещения в пользу фондирующего банка, использующего секьюритизацию в качестве средства снижения кредитных рисков. При этом старшее фондирование может быть организовано в форме кредитной линии с изменяющимся объемом задолженности, повторяющим флуктуации в объемах и кредитном качестве обеспечения. Для расширения круга инвесторов необходимо структурировать старший транш в форме облигаций, которые имеют фиксированный номинал в течение револьверного периода и амортизируются после его окончания, а также удовлетворяют требованиям по включению в Ломбардный список ЦБ.

В целом, с учетом развития российской регулятивной и законодательной базы по секьюритизации, в ближайшие годы секьюритизация дебиторской задолженности должна стать для российских компаний инструментом привлечения финансирования и управления капиталом.

Программа поддержки малого и среднего предпринимательства

ВЭБ МСП Банк

МСП Банк — один из ключевых элементов развития малого и среднего предпринимательства в стране. Банк является проводником государственных ресурсов для МСП на территории всей страны, в том числе и в регионах со сложной социально-экономической обстановкой и в моногородах.

Деятельность банка направлена на поддержку приоритетных точек роста сегмента МСП и оказывает ощутимое мультипликативное влияние на весь бизнес сектор в России, а также содействует развитию новых рынков финансирования МСП.

Ключевые инструменты поддержки МСП:

- Банковское кредитование
- Секьюритизация МСП активов
- Факторинг
- Лизинг
- Микрофинансирование
- Участие в капитале

Эксперты МСП Банка всегда готовы оказать профессиональную консультационную поддержку и ответить на интересующие вопросы по телефону:
+7 (495) 783 79 98

Акционерное общество «Российский Банк поддержки малого и среднего предпринимательства»
Лицензия Банка Росии №3340

Садовническая ул., д. 79, Москва, 115035, Россия
Тел: +7 (495) 783 79 98 / факс: +7 (495) 783 79 74
www.mspbank.ru

На правах рекламы