

# ДЕРЖАВНІ ФІНАНСИ ТА ФІНАНСОВЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ПРОЦЕСІВ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ

---

УДК 657

В. І. Кузь

*Буковинський державний фінансово-економічний університет*

## СЕК'ЮРИТИЗАЦІЯ ЯК АЛЬТЕРНАТИВНЕ ДЖЕРЕЛО ФІНАНСУВАННЯ ФАКТОРИНГУ

**Досліджено факторинговий ринок в Україні, а також подано зміст сек'юритизації факторингових активів як одного з основних джерел фінансування факторингової компанії.**

*Ключові слова:* факторинг, факторингові активи, сек'юритизація, аналіз, ефективність.

**Исследован факторинговый рынок в Украине, а также раскрыта сущность секьюритизации факторинговых активов как одного из основных источников финансирования факторинговой компании.**

*Ключевые слова:* факторинг, факторинговые активы, секьюритизация, анализ, эффективность.

**The article examines the factoring market in Ukraine. The essence of securitization of factoring assets as one of the main sources of financing factoring companies is being analysed.**

*Keywords:* factoring, assets factoring, securitization, analysis, efficiency.

Посилення конкуренції на внутрішніх фінансових ринках спонукає учасників факторингового бізнесу шукати нові шляхи диверсифікації капіталу, звертаючись до нетрадиційних і альтернативних способів фінансування. Механізм сек'юритизації дозволяє залучити дешевші засоби, реструктуризувати факторинговий портфель таким чином, щоб трансформувати активи факторингової компанії в ефективні інструменти фінансового ринку. З огляду на це доцільно обґрунтувати застосування в Україні сек'юритизації факторингових активів.

Очевидно, що сек'юритизація в Україні може стати каталізатором у розвитку національного ринку факторингових послуг. Якісно новий рівень вартості послуги факторингу внаслідок більш дешевого фінансування угод сприятиме укладанню нових факторингових контрактів.

**Метою цього дослідження є розроблення теоретичних принципів сек'юритизації факторингових активів в Україні.**

Об'єктом дослідження є європейський та український ринок факторингових послуг, суб'єктами якого виступають факторингові компанії і споживачі їхніх послуг. Предметом дослідження виступають економічні відносини, що складаються між господарюючими суб'єктами в процесі сек'юритизації факторингових активів.

Про факторинг йдеться в низці публікацій у сучасному науковому співтоваристві. Це питання розглядають такі дослідники як Л. М. Кожина [4], М. Ю. Лаврик [5], М. В. Леднев [6], І. Є. Покаместов [8], С. Е. Чинахова [10] та інші.

---

© Кузь В. І., 2015

Водночас, сек'юритизацію факторингових активів у цих роботах не розглядали, хоча вона має свої особливості, пов'язані зі специфікою бізнесу. Однак саме сек'юритизація факторингових активів в умовах кризового відновлення ринку капіталів і швидкого розвитку українського ринку факторингу особливо актуальна.

Українському ринку факторингових послуг трохи більше 20 років. До 2013 р. він динамічно розвивався, про що свідчить збільшення обороту ринку факторингу (рис. 1), який у 2009 р. склав 530 млн євро, а в 2013 р. – 1340 млн євро. У 2014 р. через складну політико-економічну ситуацію в країні проявився спад порівняно з попереднім роком на 23 %: обсяг становив 1035 млн євро [7]. Темпи зростання до 2013 р. говорять про те, що факторингова індустрія в Україні розвивається.

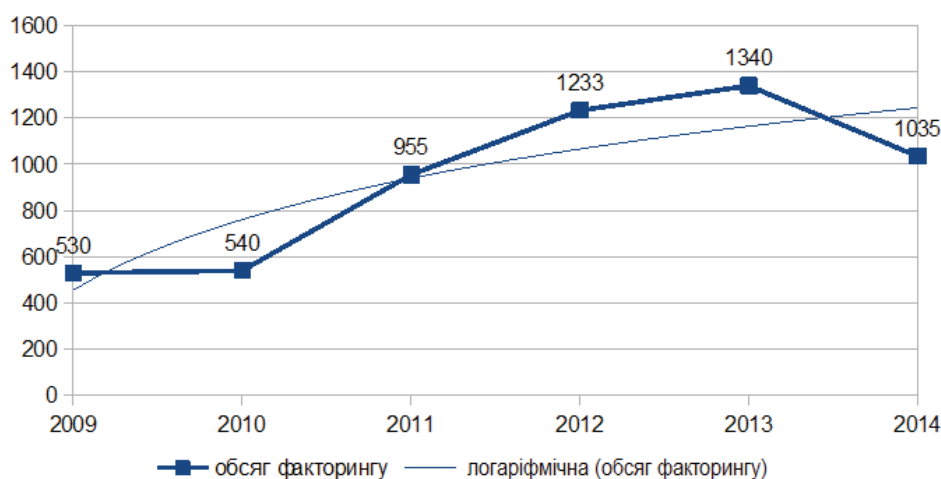


Рис. 1. Обсяг ринку факторингу в Україні 2009–2014 рр., млн євро  
(джерело: складено автором на основі [11])

За підсумками 2014 р. український ринок за обсягом факторингових операцій в Європі посів 28-е місце, а за кількістю факторингових компаній – 23-тє (табл. 1). Незважаючи на зростання українського факторингового ринку, його обсяг у разі відрізняється від обсягів розвинених країн світу. Наприклад, показник українського факторингу здається досить скромним порівняно з одним лише ринком Франції, що досяг 189880 млн євро в 2014 р.

У загальноєвропейському масштабі на частку України припадає всього лише 0,07 % від сукупного обсягу факторингу.

Оскільки сек'юритизація є новим явищем на українському ринку, то вважаємо за доцільне розглянути її детальніше. Однак потрібно зазначити, що на поточний момент ні серед учасників ринку, ні в науковій літературі не склалося єдиної думки щодо визначення поняття «сек'юритизація».

Автор монографії «Сек'юритизація активів» Х. П. Бер розглядає сек'юритизацію в широкому і вузькому значенні. У широкому значенні «сек'юритизацію» розуміється як переміщення міжнародного фінансування з ринку кредитів на грошовий ринок і ринки капіталу; заміна кредитного фінансування схемами, орієнтованими на випуск цінних паперів; виведення банків із схем

фінансування. «Сек'юритизація» у вузькому значенні – це «інноваційна техніка фінансування; основна ідея: списання фінансових активів з балансу підприємства та їх рефінансування за допомогою випуску цінних паперів на міжнародному ринку та ринку капіталів» [2].

Таблиця 1

## Обсяг факторингу в країнах Європи за 2014 рік, млн євро

№	Країна	Кількість факторингових компаній	Місце країни в рейтингу за кількістю факторингових компаній	Загальний обсяг факторингу	Місце країни в рейтингу за обсягом факторингу
1	Австрія	4	29	16400	15
2	Бельгія	5	27	55374	4
3	Болгарія	7	17	1728	26
4	Великобританія	40	5	16400	13
5	Греція	6	24	2827	21
6	Данія	6	23	10463	17
7	Естонія	4	28	2010	25
8	Ірландія	6	22	183	34
9	Іспанія	18	10	112976	3
10	Італія	40	4	183004	2
11	Кіпр	2	32	2671	23
12	Латвія	6	21	680	29
13	Литва	7	16	5550	19
14	Люксембург	1	34	339	31
15	Мальта	2	31	296	33
16	Молдова	1	33	13	35
17	Нідерланди	5	26	53378	5
18	Німеччина	190	1	13017	16
19	Норвегія	6	20	17182	14
20	Польща	35	6	33497	7
21	Португалія	14	14	21404	11
22	Росія	64	3	29170	8
23	Румунія	16	12	2700	22
24	Сербія	12	15	306	32
25	Словакія	5	25	1036	27
26	Словенія	3	30	563	30
27	Турція	76	2	41229	6
28	Угорщина	18	9	25476	10
29	Україна	23	8	1035	28
30	Фінляндія	-	35	20554	12
31	Франція	14	13	189880	1
32	Хорватія	17	11	2498	24
33	Чеська Республіка	6	19	5912	18
34	Швейцарія	6	18	3832	20
35	Швеція	30	7	28290	9
36	Загалом	695	-	1487986	-

Джерело: [11].

Згідно із «Фінансово-кредитним енциклопедичним словником» під сек'юритизацією потрібно розуміти тенденцію зростання ролі цінних паперів та інструментів на їхній основі на ринку капіталів, залучення фінансування шляхом випуску

цінних паперів та інструментів на їхній основі замість залучення банківських позичок [9].

У Положенні Комісії з цінних паперів і бірж США від 18 січня 2005 р. указується, що сек'юритизація активів – це «цінні папери, що випускаються під певний дискретний потік майбутніх грошових надходжень чи інші фінансові активи, постійні або оборотні, які за своєю природою конвертуються в грошові надходження протягом установленого періоду часу, а також певні права чи інші фінансові активи, призначені для забезпечення випуску або своєчасного розподілу грошових надходжень власникові цих цінних паперів» [12].

Аналіз праць зарубіжних і українських дослідників, у яких подано визначення терміна «сек'юритизація активів», дозволяє зробити висновок, що однозначних трактувань немає, але наявний широкий спектр думок і тлумачень цього поняття. Отже, існує різне розуміння сутності сек'юритизації. На сьогодні переважає думка тих авторів, які акцентують увагу на тому, що сек'юритизація – це процес трансформації неліквідних або низьколіквідних активів у ліквідні [1, с. 452; 2, с. 37; 3, с. 917].

З огляду на викладене потрібно дати визначення, яке охоплювало б основні ознаки й сутнісні характеристики сек'юритизації саме факторингових активів, які виділяють як вітчизняні, так і зарубіжні автори.

Уважаємо, що під сек'юритизацією факторингових активів потрібно розуміти комплекс майнових відносин, які складаються між учасниками угоди з приводу залучення факторами вигідного фінансування нових факторингових проектів.

Сек'юритизація факторингових активів охоплює складний комплекс договірних відносин, що складається з трьох найважливіших елементів:

- відносин із відступлення або продажу прав на активи;
- формування заставного забезпечення для їх використання під час емісії цінних паперів;
- проведення емісії таких паперів.

Сек'юритизація так само може бути і інструментом, який дозволяє компанії залучити фінансування шляхом випуску цінних паперів, забезпечених конкретним активом. Механізм сек'юритизації полягає у відділенні деяких активів від решти майна підприємства для передачі їх спеціально створеному фінансовому посереднику, який рефінансує їх на грошовому ринку або на ринку капіталу. Згодом грошові потоки, генеровані сек'юритизованим активом, будуть спрямовані на обслуговування залученого боргу (на виплату відсотків і погашення основного боргу).

У світовій практиці сек'юритизація існує в різних формах.

Залежно від типу активів виділяють:

- сек'юритизацію майбутніх надходжень (future flow securitization);
- сек'юритизацію наявних активів (existing-assets securitization);
- сек'юритизацію боргових зобов'язань (Collateralized Debt Obligations, CDOs);
- корпоративну сек'юритизацію (corporate securitization).

Залежно від способу відокремлення активів від оригінатора існує:

- сек'юритизація за допомогою прямого продажу активів (класична);
- сек'юритизація за допомогою штучного відокремлення або створення активів (синтетична).

Залежно від місцезнаходження емітента:

- внутрішні угоди (domestic transactions), коли емітент перебуває в тій же країні, що й оригінатор;
- транскордонні угоди (cross-border transactions), коли емітент і оригінатор знаходяться у різних країнах.

Залежно від мети проведення виділяють різні схеми побудови сек'юритизації активів. Багатокритеріальну класифікацію угод сек'юритизації подано в табл. 2. Наведена класифікація включає не лише традиційні критерії аналізу, такі як вид активу, ступінь його передачі, а й специфічні, наприклад способи хеджування та структурування угоди.

Таблиця 2

Класифікація угод сек'юритизації		
Критерій аналізу	Різновиди угоди	Характеристика
Спеціалізація бізнесу	Сек'юритизація невеликих угод факторингу Сек'юритизація великомасштабних угод факторингу Сек'юритизація бізнесу або корпоративна сек'юритизація	Малі / середні підприємства; Великі універсальні компанії; Промислове обладнання; Диверсифікований факторинговий портфель із різних видів активів
Вид використуваних активів	Житлова, комерційна іпотека Неіпотечні кредити (автокредити, позики студентам, споживчі кредити) Дебіторська заборгованість за кредитними картками Торгово-експортні контракти Заборгованість за договорами лізингу Запаси підприємства Заборгованість за договорами факторингу	Сек'юритизація іпотеки Сек'юритизація активів
Ступінь передачі активів компанії спеціального призначення	Класичні угоди Синтетичні угоди	Реальний продаж активів фінансовим посередникам Передача ризику фінансовим посередникам, що не призводять до продажу активів
Форма передачі активів	Договір купівлі-продажу Договір міни Договір цесії	Продаж Обмін Уступка
Склад учасників	Автономна Кондуїтна	Проводиться одним фінансовим посередником Кондуїт може складатися з декількох фінансових посередників
Спосіб структурування угоди	Прямий розподіл Непрямий розподіл	Пропорційний розподіл потоку платежів Послідовний розподіл платежів
Спосіб хеджування ризиків	Внутрішні способи захисту Зовнішні способи захисту	Використання механізмів, убудованих в угоду сек'юритизації Залучення сторін, які не беруть участі в угоді

Джерело: склав автор.

Сек'юритизація відкриває доступ до нових інвесторів і, отже, дозволяє знизити ризик рефінансування, тобто великі, середні і навіть невеликі компанії мо-

жуть отримати альтернативне джерело фінансування у вигляді сек'юритизації, забезпеченої активами. Однак на сьогодні, як зазначалося раніше, сек'юритизація не є одним з основних джерел фінансування факторингової компанії.

Можна говорити, що як і будь-яка інша компанія, факторингова може використовувати різні джерела фінансування залежно від цілей і фінансової стратегії підприємства. Аналіз наведених нижче факторів для вибору джерела фінансування дозволить факторинговій компанії зробити вибір на користь того чи іншого інструменту:

1. Вартість даного джерела фінансування.
2. Вплив на фінансові показники компанії.
3. Вплив на рейтинг кредитоспроможності.
4. Ризики, пов'язані з використанням даного фінансового інструменту.
5. Обмеження, що виставляє кредитор залежно від джерела фінансування.
6. Гнучкість виплат (схема погашення платежів, терміни і періодичність).
7. Кон'юнктура грошових ринків (прогноз майбутніх процентних ставок).
8. Прибутковість компанії та наявність ліквідного забезпечення.
9. Стабільність і своєчасність виконання операцій (відсоток безнадійних боргів у дебіторській заборгованості).
10. Ставки податків.
11. Макроекономічні параметри країни-кредитора (темпи інфляції, політична стабільність, рейтинг тощо).

Факторингова компанія більше ніж будь-яка інша компанії та кредитна установа відчуває потребу в позиковому капіталі. В Україні, як правило, факторинговими компаніями є дочірні фірми при великих банках. Це пов'язано з тим, що факторингові операції вимагають залучення великих коштів, яких самі факторингові компанії спочатку не мають, а отримують їх від «материнського банку» на умовах пільгового кредитування.

На збільшуваному ринку факторингових послуг обсяг наданого фінансування прямо залежить від здатності фактора забезпечити необхідну ресурсну базу. Різноманітність і вартість джерел ресурсів, а також якість управління активами і пасивами – це найважливіші фактори, що визначають зацікавленість компанії в здійсненні угод сек'юритизації.

Перелік найчастіших причин для здійснення сек'юритизації:

- диверсифікація джерел фінансування;
- зниження вартості фінансування;
- гнучке джерело фінансування;
- підвищення ліквідності;
- ефективний розподіл ризиків;
- покращення показників балансу;
- покращення фінансових показників.

Оцінити ефективність сек'юритизації кожна компанія може, провівши компаративний аналіз сек'юритизації з іншими джерелами фінансування. Для факторингової компанії базою для порівняння може служити банківський кредит, ставка за яким становить альтернативну вартість фінансування.

**Висновки.** Отже, ефективність сек'юритизації факторингових активів носить комплексний характер. Крім досягнення економічної ефективності, сек'юритизація дозволяє компанії підвищити імідж на ринку. Створення кредитної історії

спрошує для компанії отримання кредитів у майбутньому. Водночас спостерігається ще один ефект сек'юритизації, коли за рахунок реструктуризації потоку платежів акумулюються додаткові кошти для фінансування факторингових проектів. Перспективним напрямом дослідження є диверсифікація факторингових ризиків.

### Бібліографічні посилання

1. **Арнольд Г.** Руководство по корпоративным финансам. Пособие по финансовым рынкам, решениям и методам / Г. Арнольд. – Днепропетровск : Баланс Бизнес Букс, 2007. – 752 с.
2. **Бэр Х. П.** Секьюритизация активов : секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Х. П. Бэр ; пер. с нем. Ю. М. Алексеев, О. М. Иванов. – М. : Волтерс Клувер, 2007. – 624 с.
3. **Ван Хорн Д. К.** Основы финансового менеджмента / Д. К. Ван Хорн, Дж. М. Вахович. – 12-е изд. ; пер. с англ. – М. : Изд. дом «Вильямс», 2007. – 1232 с.
4. **Кожина Л. М.** Снижения риска выполнения факторинговых операций : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Л. М. Кожина. – М., 2008. – 150с.
5. **Лаврик М. Ю.** Эффективность факторинговых операций российских коммерческих банков : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / М. Ю. Лаврик. – М., 2005. – 143 с.
6. **Леднев М. В.** Управление конкурентоспособностью факторинговой компании : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / М. В. Леднев. – М., 2009. – 174 с.
7. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://nfp.gov.ua>
8. **Покаместов И. Е.** Эффективная организация факторингового бизнеса : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / И. Е. Покаместов. – М., 2007. – 27 с.
9. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / колл. авт. ; под общ. ред. А. Г. Грязновой. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 1168 с.
10. **Чинахова С. Е.** Учет и внутренний контроль дебиторской задолженности при осуществлении факторинговых операций : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.12 / С. Е. Чинахова. – Тольятти, 2007. – 22 с.
11. Factors Chain International [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.fci.nl>
12. Litigation Release No. 19037 / January 18, 2005 [Електронний ресурс] // U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. – 2005. – Режим доступу : <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr19037.htm>.

*Надійшла до редколегії 21.05.2015*