

Воздействие альтернативных моделей лизинга на финансирование инвестиций

Для модернизации экономики могут быть полезны финансовые технологии, ранее почти не применявшиеся в России, но позволяющие существенно повысить лизингоемкость инвестиций и привлечь отечественный и зарубежный капитал в новые проекты, включая инфраструктурные, увеличить финансовый рычаг заимствований. В статье проанализированы преимущества нетрадиционных моделей лизинга, рассмотрены теоретические и методологические аспекты их формирования, определены критерии целесообразности использования предлагаемых моделей, проведен регрессионный анализ факторов ценообразования крупномасштабных лизинговых проектов. Эти модели позволяют расширить линейку инвестиционных продуктов, стимулируют конкуренцию между источниками лизингового фондирования.

Ключевые слова: левиридж-лизинг, возвратный лизинг, аренда, инвестиции, секьюритизация, синдицированное кредитование, ценообразование.

JEL: G23, D22, F34.

Согласно общепринятой классификации лизинга, он может быть финансовым или оперативным. Однако анализ использования его моделей свидетельствует о том, что палитра лизинговых отношений шире.

Альтернативными мы считаем модели, которые не вписываются в дихотомическое разграничение лизинга на два класса. Удельный вес стоимости договоров, реализуемых в соответствии с ними на мировом и европейском рынках, достигает 45%, а в России — только 6%. В ряде стран эти модели продемонстрировали высокую инвестиционную эффективность. Резонно предположить, что они могут быть полезны для мобилизации денежных средств, ресурсосбережения и привлечения капитала, в том числе иностранных инвестиций, в отечественную экономику. Кроме того, их экономико-правовая конструкция отчасти близка к сложившемуся пониманию лизинга в нашей стране, например временное владение и пользование имуществом, смена собственника при выполнении условий договора. В статье рассмотрены три альтернативные модели лизинга: левиридж-лизинг (*leveraged leasing*); аренда-продажа (*hire-purchase*); возвратный лизинг (*lease-back*).

Левиридж-лизинг

Модель левиридж-лизинга (далее — LL) — одна из наиболее сложных форм лизингового финансирования. Ее используют при реализации крупномасштабных инфраструктурных проектов, включая сделки международного лизинга.

Газман Виктор Давидович (garantinv@bk.ru), к. э. н., проф. НИУ ВШЭ (Москва).

Новый подход к классификации лизинга. По мнению Дж. Себика, LL нужно квалифицировать как «прямой финансовый лизинг» (Sebik, 2008. Р. 461). Другие авторы считают, что LL «включает приобретение капитального оборудования на период, равный большему, но не всему сроку экономической жизни оборудования, продажу имущества по остаточной стоимости» (Ahlstrom et al., 2010—2012. Р. 5-2). Такие особенности свидетельствуют о сходстве LL с финансовым лизингом в российском понимании этого термина. Однако далее отмечается, что в сделках участвуют арендодатель, арендатор и кредитор, который обеспечивает финансирование. Введение кредитора в схему финансового лизинга в качестве прямого участника и исключение из нее продавца имущества явно не согласуются с российской моделью финансового лизинга.

Служба внутренних доходов США считает, что LL «обычно связан с тремя участниками: лизингодателем, лизингополучателем и кредитором лизингодателя. Обычно срок лизинга покрывает большую часть срока эксплуатации арендованного имущества, и выплат со стороны лизингополучателя лизингодателю достаточно для покрытия платежей лизингодателя кредитору»¹.

П. Невитт и Ф. Фабозци полагают, что LL — «одна из двух форм истинного лизинга» (Nevitt, Fabozzi, 2000. Р. 7). Однако «истинный лизинг» (термин, используемый в США) предусматривает, что срок аренды не должен превышать 80% срока экономической жизни актива, и не предполагает переход права собственности в конце срока договора лизинга от лизингодателя к лизингополучателю. Следовательно, уже только поэтому LL нельзя отнести к финансовому лизингу, а следует считать оперативным.

Важный аспект лизинга — налоговые льготы. Лизингодатель в LL «может рассчитывать на все налоговые преференции, положенные собственнику лизингового актива, хотя лизингодатель обеспечивает только 20% капитала, необходимого для покупки оборудования. Эта способность требовать налоговые льготы на всю стоимость арендованного оборудования, хотя обеспечение и риск соответствуют только части его стоимости, выступает рычагом в LL. В результате при левиридж-лизинге лизингодатель может предложить гораздо более низкие ставки аренды, чем при обычном договоре прямой аренды» (Nevitt, Fabozzi, 2000. Р. 7). Аналогичные соображения изложены и в работе: Ahlstrom et al., 2010—2012. Р. 5-2.

Очень лаконичное определение дал С. Амембал: «Левиридж-лизинг — это сделка, в которой задолженность лизингодателя является безоборотной» (Amembal, 2006. Р. 40), то есть без права регресса со стороны кредитора. Как можно видеть, здесь LL вообще не классифицируется с точки зрения принадлежности к тому или иному виду лизинга.

Невитт и Фабозци отмечают, что LL необходим для финансирования особо крупных капитальных проектов с оборудованием, эко-

¹ Internal Revenue Bulletin. Bulletin No 2001-19. Rev. Proc. 2001-28. P. 1157. www.irs.gov/pub/irs-irbs/irb01-19.pdf.

номическая жизнь которого составляет 25 лет и более (оборудование для гидроэлектростанций, или морская платформа для добычи нефти, или туннель и т. п.). Ясно, что в конце срока договора эти активы не будут демонтированы лизингополучателями и возвращены лизингодателям. Логично предположить, что по завершении подобных сделок имущество будет выкуплено у собственников. Следовательно, данные договоры по своим признакам будут отличаться от оперативного и финансового лизинга.

Дж. Ван Хорн и Дж. Вахович выделяют несколько типов лизинговых контрактов, отмечая, что LL — это специальная форма лизинга (Van Horne, Wachowicz, 2009. Р. 559—560). Заметим, что разные виды лизинга представляют собой модель, которая включает прямые и косвенные контракты. При этом в договоре LL отражаются особенности лизинговой сделки в части выполнения одним из поверенных функций лизингодателя, а другим — кредитора; обязательства и ответственность сторон, ковенанты и т. д.

Мы считаем LL самостоятельным видом лизинга. Ему присуща определенная специфика формирования экономических и правовых отношений. Поэтому сложившийся в нормативных документах² и литературе подход к классификации лизинга (Amembal, 2006. Р. 24; Church, 2000. Р. В 3-6, В 3-7; Арнольд, 2007. С. 395 и др.) нужно пересмотреть. Целесообразно выделить следующие его виды: финансовый; оперативный; левиридж-лизинг; аренда-продажа; возвратный лизинг. При этом участников разнообразных моделей лизинга необходимо уравнивать в правах с точки зрения получения налоговых льгот и преференций.

Сущность левиридж-лизинга. Специфическая особенность LL в большом количестве сторон сделки: более одного акционера, включая лизингодателя; более одного кредитора; один и более продавцов, то есть как минимум пять участников.

Группу соинвесторов проекта образуют акционеры специально созданной компании. В России это может быть управляющая компания, которая становится лизингодателем и непосредственно заключает договор лизинга, договоры купли-продажи имущества, предназначенного для передачи в лизинг, кредитный договор, а также договор страхования, распределяет прибыль от лизингового проекта между акционерами. Эта схема имеет много общих черт с проектным финансированием. Акционеры финансируют лишь часть средств, необходимых для покупки объекта лизинга. Они используют собственные средства, как правило, в объеме 20% от первоначальной стоимости имущества, которые привлекают посредством выпуска акций. Оставшуюся часть средств (80%) покрывает другая группа кредиторов сделки — банки. Складывается пропорция, в которой левиридж равен 4. В зависимости от ликвидности имущества и кредитоспособности лизингополучателя определяется стоимость заимствований без регресса.

² International Accounting Standard 17 — Leases. EC staff consolidated version as of 24 March 2010. § 4. http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias17_en.pdf.

По-видимому, наличие левериджа побудило переводчиков и редакторов книг по финансовому менеджменту употреблять такие термины, как «лизинг с долговой нагрузкой» (Брейли, Майерс, 2004. С. 678), «кредитный лизинг» (Бригхэм, Эрхардт, 2009. С. 790; Йескомб, 2008. С. 48), «аренда активов, частично приобретенных в кредит» (Ван Хорн, Вахович, 2007. С. 967). Эти определения не совсем точны, так как почти 85% лизинговых операций базируется на кредитных и заемных ресурсах.

При использовании рычага для финансирования сложного инвестиционного проекта лизингодатель может, вложив незначительный объем собственных средств, получать налоговые льготы, применяя ускоренную амортизацию. Эти преференции сокращают сумму лизинговых платежей и обеспечивают экономию по сравнению с обычным кредитованием инвестиционного проекта.

Финансирование сделок LL можно осуществлять на основе синдицированного кредитования, которое выступает «длинным» инвестиционным ресурсом и предполагает наличие определенной договорной конструкции между банками-участниками с учетом их долевых обязательств. В результате можно привлекать денежные средства отечественных и зарубежных кредиторов для реализации крупномасштабного инвестиционного проекта, оптимизировать совокупные трансакционные издержки.

Кредит без права регресса предполагает наличие у кредитора возможности получить возмещение в случае дефолта заемщика, то есть использовать активы, указанные в договоре. Здесь речь идет о лизинговом имуществе, для приобретения которого выделяется кредит. Поэтому для российского лизинга было бы точнее определять подобные сделки не «без регресса», а «с ограниченным правом регресса». В случае невыполнения лизингополучателем своих обязательств кредиторы могут потребовать от номинального собственника, то есть лизингодателя, удовлетворить их требования за счет заложенного имущества.

Наиболее распространенная модель LL представляет собой комбинацию ряда элементов: купли-продажи актива за счет собственного капитала лизингодателя и средств, полученных в результате синдицированного кредитования (с ограниченным регрессом); заключения лизингового контракта; уступки дебиторской задолженности на лизинговые платежи в счет погашения задолженности по телу кредита и процентам; смены лица в обязательстве и др.

Ряд российских лизингодателей имеют опыт привлечения синдицированных кредитов. Так, ЛК «Уралсиб» получила 200 млн долл. на пять лет по ставке LIBOR+3%. В качестве обеспечения рассматривались залог активов и переуступка прав требования платежей по лизинговым контрактам. Участниками финансирования выступили Credit Suisse, BNP Paribas, Raiffeisen Zentralbank Osterreich, Nordkap Bank, Bayerische Landesbank и Commerzbank. Лизинговая компания Europlan привлекла на три года кредит в размере 75 млн долл. по ставке LIBOR+3,5%. В пул кредиторов вошли шесть крупных международных банков.

ВЭБ-лизинг в 2013 г. осуществляет инвестиционный проект на сумму 600 млн долл. Предмет лизинга — самолет «Boeing 777-300» для компании «Аэрофлот». В проекте участвует синдикат из трех банков. Страховщик финансовых рисков — Eximbank. Заемщиками по синдицированному кредитованию также выступали компании «Дельта.Лизинг», «Брансвик Рейл Лизинг», «Райффайзен-Лизинг».

Позиция Высшего арбитражного суда РФ по вопросам уступки права (требования) заключается в том, что действия участников сделок не противоречат законодательству. Кроме того, предполагается внести в ст. 309 ГК РФ норму, в соответствии с которой «при наличии между кредитором одного должника соглашения о порядке осуществления (в том числе очередности удовлетворения требований об исполнении обязательств должником), полученное от должника исполнение распределяется между такими кредиторами в соответствии с условиями соглашения»³.

При формировании российской модели LL будем исходить из следующего: изначально договор лизинга предполагает, что лизингодатель в течение всего срока его действия будет представителем собственников имущества, которое, по сути, выступает обеспечением по договору. Лизингодатель может начать процедуру изъятия имущества у неисполнительного лизингополучателя при нарушении последним своих обязательств. При уступке прав на получение кредиторами только лизинговых платежей собственник имущества не меняется. На первом этапе сделки для собственников возникает ситуация «избыточного обеспечения», поскольку их капитал составляет только $\frac{1}{5}$. «Избыточное обеспечение», то есть сверх 20%, можно оценить на уровне 50—60% от первоначальной стоимости имущества, передаваемого в лизинг. В то же время у кредиторов обеспечение отсутствует. В таком случае возникает дисбаланс интересов участников сделки, преодолеть который можно посредством уступки прав не только по лизинговым платежам, но и по самому предмету лизинга. При этом договора залога, как такового, нет.

В результате возникает коллективный собственник лизингового имущества, состоящий из акционеров и кредиторов, которым уступили часть собственности. Меняет ли эта ситуация положение лизингополучателя по договору LL? Нет, поскольку его права по-прежнему регулируются действующим договором, включая право выкупа имущества. При таком сценарии, в отличие от применяемого в США, лизингополучатель может стать собственником лизингового имущества в конце срока договора, если погасит всю задолженность перед кредиторами. Данное обстоятельство позволяет проектантам гибко варьировать сроки договоров, увязывая их с амортизацией имущества, а также сроки кредитования, и точнее определять величину выкупной стоимости.

Преимущества модели леверидж-лизинга для России. Модель LL формирует дополнительный канал привлечения капитала в страну. С ее помощью можно увеличить линейку инвестиционных финансовых продуктов, что усилит конкуренцию между источниками финансирования и расширит возможности реализации инвестиционных проектов с наибольшей выгодой для участников. Назовем основные преимущества использования модели LL.

1. Применение налоговых льгот (по налогу на имущество и налогу на прибыль). Для России это важно еще по двум соображениям:

³ Проект Федерального закона № 47538-6 «О внесении изменений в части первую, вторую, третью и четвертую Гражданского кодекса Российской Федерации, а также в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (принят Госдумой РФ в первом чтении 27 апреля 2012 г. www.consultant.ru/law/hotdocs/17947.html).

в силу размерности предоставляемых льгот, связанных с механизмом использования ускоренной амортизации; благодаря возможности получать льготы в двух странах (double-dipping) при правильном структурировании сделки в рамках одного инвестиционного проекта.

2. Возможность экономить 15–18% по сравнению с иными схемами финансирования инвестиционных проектов, например кредитом или международным торговым финансированием с участием агентств по страхованию финансовых рисков экспортно-импортных операций, используя нормы действующего налогового и таможенного законодательства.

3. Возможность встраивать в инвестиционные проекты наиболее привлекательные элементы других моделей, например торгового финансирования, факторинга, форфейтинга. В частности, это облегчает финансирование оборотных средств, необходимых участникам инвестиционного проекта.

4. Использование в качестве обеспечения имущества, являющегося предметом лизинга, а не международных контрактов на поставку высоколиквидных продуктов, прежде всего сырьевых.

5. Максимально привлекательное структурирование сделки для конечного пользователя с точки зрения объема предоставляемых ему услуг.

6. Возможность увеличить финансовый леверидж для конечного заемщика-лизингополучателя при использовании механизма синдикации в большей степени, чем при других схемах финансирования инвестиционного проекта.

7. Эффективное встраивание модели LL в механизм проектного финансирования.

Ценообразование в модели леверидж-лизинга. Важнейшей составляющей ценообразования выступает маржа лизингодателя⁴. Ее размер зависит от масштабности лизинговой операции, рисков, связанных с конкретным лизингополучателем, срока лизингового договора, валюты сделки, условий кредитования по срокам, способа начисления платежей и т. д. В модели LL цена определяется с учетом всех расходов и доходов лизингодателя, которые становятся расходами для лизингополучателя:

$$PL_L = (PC + CB_L + M_L + AS + I + PT) \times VAT, \quad (1)$$

где: PL_L — цена LL; PC — первоначальная стоимость имущества; CB_L — стоимость заимствований в модели LL; M_L — маржа лизинговой компании; AS — дополнительные услуги; I — страхование; PT — налог на имущество; VAT — коэффициент удорожания за счет НДС.

Стоимость заимствований рассчитывается следующим образом:

$$CB_L = I + M_T + LM_F + A_F + F_L + I, \quad (2)$$

где: I — ставка банковского процента; M_T — вознаграждение управляющей компании; LM_F — вознаграждение доверенному банку за организацию синдиката кредиторов; A_F — вознаграждение доверенному банку за

⁴ Подробно о ценообразовании лизинга и марже лизинговых компаний см.: Газман, 2006.

выполнение агентских функций; F_L — вознаграждение за юридические услуги; I — расходы на страхование финансовых рисков инвесторов.

Величину лизинговых платежей в модели LL целесообразно рассчитывать на основе метода аннуитета, учитывая основные параметры договора, равномерность платежей, временную стоимость денег. Соотнесение PL_L с PC с учетом срочности договоров позволяет определить среднегодовое удорожание лизинга по сравнению с первоначальной стоимостью имущества и ставку лизингового процента. К началу 2012 г. она соответствовала уровню LIBOR плюс 300—450 б. п.

Эмпирический анализ. Рассмотрим зарубежный опыт дифференциации лизинговых договоров.

Несмотря на отсутствие нормативных значений размерности лизинговых договоров, временных критериев их продолжительности и финансирования, в США к крупным относят договоры лизинга, стоимость которых превышает 5 млн долл. Удельный вес таких сделок в объеме новых договоров лизинга в 1999—2010 гг. составил 26,1%. В Великобритании крупными договорами лизинга признавали проекты стоимостью сначала свыше 10 млн, а затем — 20 млн ф. ст. В Италии крупные договоры делят на три группы: от 2,5 млн до 10 млн евро; от 10 млн до 50 млн; свыше 50 млн евро. В 2010 г. доля сделок в первой группе составляла 18,1% стоимости всех договоров лизинга, во второй — 10,5, а в третьей — 1,9%. В лизинговых компаниях Германии, например в Deutsche Leasing, к крупномасштабным относят проекты, решение о финансировании которых утверждает наблюдательный совет лизингодателя, а контрактная стоимость составляет 50 млн евро и более. Аналогичный подход применяют в компаниях MAN и Volvo. В Китае крупномасштабные проекты делят на две группы: 100—500 млн и свыше 500 млн юаней.

В России 70% новых договоров лизинга по стоимости относятся к крупномасштабным. Однако потенциал их роста не исчерпан, в том числе за счет LL. Поэтому мы исследовали сделки, связанные с разработкой и реализацией дорогостоящих проектов, причем с точки зрения не только их стоимости, но и качественных характеристик, отражающих сложность отношений сторон. Это обусловлено числом участников, необходимостью согласовать их интересы и создать конструкцию, которая обеспечила бы уникальные преимущества для каждой стороны при расширении числа и объемов договоров. Проектантам подобных сделок нередко приходится рассматривать в качестве предмета лизинга не отдельные виды оборудования или транспортных средств, а крупные имущественные комплексы. Таким образом, важнейшими критериями крупномасштабных лизинговых сделок становятся: размер инвестиционных проектов и способы их финансирования; число участников; сроки; количество и направленность заключаемых договоров; величина авансового платежа лизингополучателя; риски и достигаемый эффект. Возможный вариант дифференциации лизинговых сделок в России с учетом зарубежного и отечественного опыта предложен в таблице.

Предлагаемое ранжирование апробировано на основе информации о 427 проектах крупной российской лизинговой компании в 2010—2012 гг. (контрактная стоимость — 225,4 млрд руб., первоначальная стоимость имущества — 162,2 млрд руб., аванс лизингополучателей — 8,4%). Для реализации этих проектов лизингодатель должен заимствовать у кредиторов и (или) использовать собственные средства в раз-

Шкала размеров лизинговых сделок в России
(по курсу ЦБ РФ на 1 января 2013 г.)

Группа	Интервальные значения групп:		
	в тыс. руб.	в тыс. долл.	в тыс. евро
Микро	< 2000	< 60,7	< 80,5
Малые	2000–20 000	60,7–607	80,5–804
Средние	20 001–200 000	608–6075	805–8049
Большие	200 001–1 200 000	6076–36 447	8050–48 274
Большие +	1 200 001–3 200 000	36 448–97 193	48 275–128 732
Большие ++	> 3 200 000	> 97 193	> 128 732

мере 148,7 млрд руб. на срок 7,4 года. Средневзвешенная ставка составляет 10,4%, маржа — 0,8%, то есть лизинговый процент равен 11,2. Деятельность этой компании ориентирована на работу с крупными проектами, особенно относящимися к 5-й и 6-й группам, на долю которых приходится 78% стоимости всех договоров. Для ряда российских лизингодателей они могли бы стать предметом сделок LL.

Анализ показал, что с ростом контрактной стоимости увеличиваются сроки договоров, сокращаются авансы, ставки кредитов и маржа лизингодателя. Для крупномасштабных сделок не подтвердился кажущийся очевидным тезис, что с увеличением сроков договоров растут риски и, следовательно, повышается стоимость заимствования.

При эмпирическом анализе взаимосвязи лизингового процента с другими составляющими цены лизинговой услуги учитывались следующие факторы: аванс; привлеченные средства; срок; ставка финансирования; маржа; выкупная стоимость имущества по договору лизинга (первоначальная и контрактная стоимости отражены в учитываемых факторах). Однако при наборе из пяти факторов в полученных уравнениях регрессии возникала мультиколлинеарность. Действительно, коэффициент, характеризующий взаимосвязь «ставка/лизинговый процент», — один из наиболее высоких среди всех показателей парной корреляции, причем наивысшие его значения приходятся на крупномасштабные проекты. Согласно общепринятому подходу, в таком случае уравнения регрессии неадекватно отражают реальные экономические взаимосвязи. Тогда при построении уравнения множественной регрессии мы исключили ставку кредитования, и на втором этапе регрессионного анализа число включенных в модель факторов снизилось до четырех.

Мы проверяли гипотезу о том, что, несмотря на увеличение рисков для лизингодателя, связанных с ростом масштабов и сроков выполнения проектов, с сокращением авансов, относительные цены реализации инвестиционных проектов снижаются.

Составленные на втором этапе анализа уравнения регрессии прошли необходимое тестирование на автокорреляцию (тест Дарбина—Уотсона), на гетероскедастичность (тест Уайта) и мультиколлинеарность (тест Фишера). Причем, так как *F*-статистика оказалась хорошей, можно сделать вывод, что количество анализируемых факторов достаточное. В целом результаты тестирования показали отсутствие критических отклонений, то есть в построенных моделях нет недостатков, нередко присущих регрессионному анализу.

Общее уравнение множественной регрессии, которое учитывает информацию о всех 427 лизинговых проектах, имеет следующий вид:

$$Y = 9,899 + 1,39X_1 - 2,4X_2 + 0,087X_3 + 1,215X_4, \quad (3)$$

где: X_1 — авансы лизингополучателя; X_2 — кредиты, полученные лизингодателем; X_3 — сроки лизинговых контрактов; X_4 — маржа лизингодателя.

Значение коэффициента детерминации R^2 для совокупности рассматриваемых лизинговых проектов составляет 0,7005. В соответствии со шкалой Чеддока этот показатель оценивается как заметный.

С помощью бета-коэффициента были учтены различия в варьировании вошедших в уравнение регрессии (3) факторов, а с учетом дельта-коэффициента определено влияние каждого фактора на ставку лизингового процента. Тем самым удалось оценить изменение значимости ценообразующих факторов и сравнить их по группам. Наша гипотеза получила подтверждение: наиболее значимым фактором оказалась маржа лизингодателя, однако с ростом объемов нового бизнеса ее влияние ослабевает. Например, для группы микролизинговых сделок значимость маржи составляла 85,4%, а значения других факторов были незначительными. Для групп «Большие +» и «Большие ++» значение маржи так же велико, но меньше, чем в первой группе (соответственно 56,4 и 53,1%). При этом влияние срочности договоров по наиболее крупным сделкам стало заметным, достигнув 8,4%, воздействие авансов оценивается на уровне 26,2, а влияние кредитов — всего 2,1%.

Количественные оценки масштабы лизинговых проектов тесно связаны с качественными показателями. Так, анализ проектов, попавших в ту или иную группу договоров по стоимости, показывает, что объемы сделок во многом зависят от срока договора и ставки процента по кредиту; в свою очередь, на нее влияют политика банка по формированию резервов и статистика выполнения обязательств лизингодателем и его контрагентом-лизингополучателем⁵. Нередко при сопоставимых объемах и сроках договоров ставка процента в них разная.

Эмпирический анализ показал, что наличие рисков можно компенсировать либо увеличением аванса в зависимости от вероятности дефолта и масштабов убытка при его наступлении, либо ростом маржи, часть которой выступает премией за риск, либо увеличением обоих показателей одновременно. Выбор обусловлен прежде всего кредитными рисками проектов и соответственно процентной ставкой — ключевым фактором в модели ценообразования лизинга, на условиях которой кредитор предоставляет средства лизинговой компании для приобретения необходимого лизингополучателю имущества.

LL и секьюритизация активов. «Золотое правило» проектирования лизинговых сделок предполагает соразмерность сроков договора лизинга, кредитного договора и амортизации предмета лизинга. При

⁵ При анализе качества портфелей лизингодателей особое внимание уделяется сомнительной и проблемной задолженности. По данным наших обследований российского лизингового рынка, в 2008 г. этот показатель составлял 2,3% совокупного портфеля лизингодателей; в 2009 г. — 11,7; в 2010 г. — 11,2; в 2011 г. — 4,0; в 2012 г. — 3,3%.

такой пропорциональности удастся максимизировать льготы, связанные с использованием механизма ускоренной амортизации. Вместе с тем имущество крупномасштабных инвестиционных проектов, реализуемых с помощью модели LL, как правило, имеет длительные сроки амортизации, составляющие несколько десятков лет. Возможна также поэтапная реализация инвестиционного проекта. Однако кредиторов не всегда можно привлечь к участию в проекте на столь продолжительный период. Следовательно, они не смогут получить налоговые льготы в полном объеме, что не позволит удешевить инвестиционный проект. Для решения этой проблемы и лучшего структурирования проекта можно воспользоваться механизмом секьюритизации лизинговых активов⁶.

Сопоставление контрактной стоимости договора лизинга и объема секьюритизации лизингового актива (коэффициент K) помогает инвесторам оценить качество активов и повысить обоснованность риск-менеджмента:

$$K = (E_L - E_S) / E_S, \quad (4)$$

где: E_L — контрактная стоимость договора лизинга; E_S — сумма погашенной задолженности по договору лизинга до секьюритизации.

В формуле (4) числитель выражает сумму уступаемой задолженности при секьюритизации, то есть речь идет о пропорциональном разделении лизинговых платежей между старым и новым лизингодателями. Причем чем больше величина K (чем меньше значение E_S), тем больше риск возникновения плохих долгов. Вместе с тем инвесторы должны понимать качество актива на стадии не только проектирования сделки, но и ее реализации. Для этого необходимо оценить поток поступающих денежных средств, связанных с погашением задолженности по договору лизинга, так как именно он выступает обеспечением эмиссии ценных бумаг при секьюритизации. Если принято решение войти в инвестиционный проект с короткой позиции, то есть трансформировать краткосрочные заимствования в долгосрочные кредиты, то тренд значений K будет растущим.

Аренда-продажа

Аренда-продажа (далее — НР) изначально использовалась в Великобритании, затем — в Германии, Финляндии, Швеции и ряде других стран. В Великобритании НР включают в объем нового лизингового бизнеса. В одной из крупнейших компаний Lombard предметами сделок НР выступают: легковые автомобили и фургоны; паркоместа; автобусы; заводы и различные виды оборудования; сельскохозяйственное оборудование; строительная техника; подъемно-транспортное оборудование; компьютерные системы.

В докризисный период в Европе прирост сделок НР был заметно ниже динамики лизинга: новый финансовый инструмент использовался в ограниченном числе стран, в то время как лизинг на континенте

⁶ Подробнее о секьюритизации лизинговых активов см.: Газман, 2011; Gazman, 2013. Р. 352–353.

существовал уже более 30 лет и развивался по экспоненте. В период кризиса объемы сделок НР сократились в меньшей степени, чем лизинга. По-видимому, здесь сказалась более низкая рискованность для кредиторов, связанная с масштабностью и дюрацией, а значит, и с гибкостью сделок. В восстановительный период приросты объемов сделок с этими инструментами почти сравнялись.

В 2011 г. отношение объема нового бизнеса по сделкам НР ко всему лизингу в Англии превышало 71%, в Финляндии — 55, Словакии — 50, Швеции — 44%. На европейском континенте доля НР составляет около 17% всего лизингового рынка.

Для сделок НР характерны: наличие опциона на выкуп имущества арендатором при выполнении им условий договора аренды и переход права собственности к арендатору; средняя продолжительность договоров 21 месяц, что, как правило, меньше срока амортизации арендуемого имущества.

В ряде российских лизинговых компаний разработаны специальные программы с относительно короткими сроками договоров, которые стимулируют расширение продаж легковых автомобилей, коммерческой и грузовой техники, сельскохозяйственного оборудования, буровых, деревообрабатывающих станков и т. д. Суммарный удельный вес таких договоров по обследованным лизинговым компаниям в 2011 г. составил около 4%. Следовательно, несмотря на отсутствие законодательных норм, регламентирующих сделки НР, подобные операции на отечественном рынке проводятся, но их объем невелик.

Ранее в российском законодательстве существовали ограничения на выбор имущества в качестве предмета лизинга. Однако с 2011 г. субъектом лизинговых правоотношений может стать физическое лицо и использовать взятое в лизинг имущество для личных, семейных и домашних целей. Следовательно, в России возможны сделки, которые по существенным характеристикам схожи со сделками НР.

Отметим основные преимущества НР: гибкость при погашении задолженности посредством выбора варианта фиксированной или переменной процентной ставки; предоставление опциона арендатору на приобретение имущества по выкупной стоимости; использование в качестве обеспечения по договору самого имущества — предмета сделки; налоговые льготы; меньшее удорожание по сравнению с кредитом; широкий спектр услуг лизингодателя.

В модели НР используют несколько методов ценообразования: на основе заданного уровня доходности (затратный метод — «издержки плюс прибыль»); на основе ценности лизингового продукта (в зависимости от ее восприятия покупателем); целевое (достижение целевой нормы прибыльности лизинговой компании); с учетом «услугоемкости», или «услугобильности» (*lease service capacity*, или *serviceability*).

Так, потребитель (арендатор) определяет, имеет ли предлагаемая ему услуга свойства, которые выгодно отличают ее от альтернативных услуг, например от получения кредита в банке на покупку необходимого оборудования или покупки имущества за счет собственных средств. Если потенциально услуга имеет такие выгодные свойства, то потребитель проводит ее детальный анализ. В результате ценность услуги может быть подтверждена или, наоборот, опровергнута. При этом возможны два сценария: либо цена лизинга может возрасти,

и даже значительно; либо услуга останется невостребованной потребителем, исходя из ее отрицательной ценности. Следовательно, в таком случае предприятие выберет иной метод финансирования инвестиционного проекта.

Хотя стратегия ценообразования на основе ценности продукта востребована и популярна, она не всегда эффективна. Дело в том, что данный метод дает хорошие результаты при отсутствии острой конкуренции на рынке. Чем большую экономию обеспечивает финансовый инструмент, тем больше предприятий захотят им воспользоваться. Это подтверждается статистикой сделок. Если услуга принесет значительную выгоду по сравнению с покупкой оборудования в кредит, то лизингодатель может получить дополнительное вознаграждение. При обострении конкуренции снижается маржа.

Однако с определения преимуществ НР по сравнению с альтернативными способами инвестирования в основные фонды анализ лишь начинается. Далее арендатор должен убедиться, что он получит наибольший эффект при оказании услуги именно этим лизингодателем. Если клиент лизинговой компании выяснит, что эффект от сделки НР минимальный, то он начнет искать иного оператора, предлагающего более привлекательную цену. Таким образом, эта стратегия предполагает, что в ходе ее реализации лизинговые компании корректируют цену, рассчитанную другими методами, с учетом воспринимаемой покупателем ценности услуги.

При расчете экономической ценности сделки НР можно довольно точно определить цену услуги. Для этого необходимы следующие условия: потребители осведомлены о ее экономической ценности; данная информация мотивирует их использовать лизинг; потребители могут и готовы заплатить запрашиваемую цену. Следовательно, рыночная ценность лизинговой услуги обусловлена не только ее экономической ценностью, но и восприятием клиентами.

Для практических целей можно устанавливать пропорцию увеличения цены в прямой зависимости от эффекта, возникающего при применении НР. Например, за каждый 1% доказанного (подтвержденного) роста эффекта для конечного пользователя цена услуги повышается на 0,5% или составляется гибкая шкала формирования дополнительного вознаграждения лизингодателя.

Возвратный лизинг

Возвратный лизинг (далее — LB) представляет собой систему взаимосвязанных соглашений, при которой предприятие — собственник имущества продает этот актив лизинговой компании и одновременно оформляет соглашение о долгосрочной аренде своей бывшей собственности на условиях лизинга, то есть обязательства продавца и лизингополучателя несет одно лицо. При этом продавец может немедленно получить от покупателя согласованную сумму по договору купли-продажи актива, а покупатель продолжает участвовать в этой операции, но уже в качестве лизингодателя.

По своему экономическому смыслу модель ЛВ схожа с кредитованием, при котором ликвидные основные фонды выступают в качестве обеспечения сделки. В финансовом отношении это напоминает заемную операцию: расчеты производятся по согласованному графику лизинговых платежей.

Объектом договора по ЛВ может выступать не только новое, но и уже используемое имущество. В таком случае возникает необходимость оценить его с учетом износа и рыночной стоимости. Соответственно повышается вероятность дополнительных рисков.

При использовании модели ЛВ лизингодатель должен скорректировать требования к оценке лизингополучателя. При этом надо уделить больше внимания не отдаче от предмета лизинга, а способу использования средств, вырученных от продажи имущества. На первый взгляд здесь, в отличие от классической схемы лизинга, нет прямого инвестирования в новые основные фонды предприятия, а имеет место пополнение оборотных фондов. Однако, получив необходимые средства, предприятие может расширить свою производственную базу. В таком случае ЛВ способствует привлечению требуемого капитала.

Возвратный лизинг имеет экономический смысл, если доходность полученных средств по договору купли-продажи выше доходности продаваемого имущества с учетом льгот по налогообложению, предоставляемых бывшему продавцу, а теперь — лизингополучателю. Этот принцип заложен в основу ценообразования ЛВ.

Если используется механизм секьюритизации, то доходность для пользователя лизингового имущества должна быть выше доходности по купонам эмитированных ценных бумаг. В противном случае нельзя рассчитывать по обязательствам.

Предметами средне- и долгосрочного лизинга выступают: промышленное оборудование; машины и оборудование для предприятий, добывающих полезные ископаемые; морские и речные суда; строительное и дорожно-строительное оборудование и техника; медицинское оборудование; муниципальные и корпоративные авиатранспортные средства; железнодорожный подвижной состав; грузовики и транспортное оборудование; оборудование для бизнеса, торговли, офисное.

В Европе сделки ЛВ в недвижимости наиболее развиты в Великобритании, Франции и Германии. Назовем самые заметные из них:

- в 2006 г. на сумму 4,5 млрд евро по 174 зданиям универмагов, стоянок и офисных помещений Karstadt Quelle, расположенных по всей территории Германии (с целью не допустить банкротства компании);

- в 2007 г. стоимостью 1,09 млрд фунтов по зданию лондонской штаб-квартиры банка HSBC на срок 20 лет (аналогичная операция была проведена в 2010 г. в Нью-Йорке со зданием этого банка на 350 млн долл. на срок 10 лет);

- в 2009 г. на сумму более 950 млн фунтов по 41 супермаркету Tesco в Великобритании за счет привлечения средств с помощью эмиссии облигаций Tesco Property Finance 3;

- в 2010 г. на 41,5 млн фунтов по универмару Liberty, имеющему 135-летнюю историю и расположенному в Лондоне на Риджент-стрит, на срок 30 лет;

- в 2011 г. на сумму 77 млн евро по 7 французским отелям Suite Novotel.

Эта модель используется и в сделках с авиатранспортом, когда авиакомпания продает свои самолеты лизинговой компании, после чего возвращает их себе в оперативный лизинг. При этом переход активов на

баланс лизингодателя позволяет снизить долговую нагрузку авиаперевозчика. Например, в 2012 г. корпорации Thomas Cook Group потребовалась наличность, и было принято решение осуществить возвратный лизинг по 17 самолетам (11 Boeing 767 и 6 Boeing 757) на сумму 182,9 млн фунтов.

Преимущества и сложности применения возвратного лизинга. Изначально в Федеральном законе от 29 октября 1998 г. № 164-ФЗ «О финансовой аренде (лизинге)» было предусмотрено, что ЛВ представляет собой «разновидность финансового лизинга, при котором продавец предмета лизинга одновременно выступает и как лизингополучатель». В настоящее время в законе установлен порядок (п. 1, ст. 4), в соответствии с которым «продавец может одновременно выступать в качестве лизингополучателя в пределах одного лизингового правоотношения». Следовательно, ЛВ юридически оформлен в России и имеет полное право на существование.

Вместе с тем в отечественной практике ЛВ нередко используют как легальный инструмент минимизации налогообложения. Это возможно, если в договоре купли-продажи лизинговой компании предоставляется рассрочка платежа, а график выплат по этому договору совпадает с графиком выплат лизинговых платежей по договору лизинга. При таком структурировании сделки стороны заинтересованы не столько в расширении инвестиций, сколько в получении льгот, предоставляемых участникам лизинговых операций.

При ЛВ сумма платежей должна быть достаточной для полного возмещения инвестору средств, уплаченных им при покупке, а также для обеспечения средней нормы прибыли на инвестированный капитал. Модель ЛВ удобна при финансовой реструктуризации предприятия, при проведении сделок слияний и поглощений. Ее основные преимущества:

- пополнение оборотных средств предприятия-продавца при условии возврата их в течение срока договора лизинга, который, как правило, превышает срок кредита на эти цели;

- использование уже находящегося в эксплуатации оборудования в качестве источника финансирования новых инвестиционных проектов;

- рефинансирование капитальных вложений с меньшими затратами, чем при привлечении банковских ссуд, особенно если банк ставит под сомнение платежеспособность предприятия ввиду неблагоприятного соотношения между его собственным и заемным капиталом;

- уменьшение затрат на финансирование, поскольку предоставляется право использовать определенные льготы и преференции, которые распространяются на участников сделок финансового лизинга. Это позволяет применять в расчетах коэффициент ускоренной амортизации и относить лизинговые платежи в полном объеме на себестоимость выпускаемой продукции;

- обеспечение большей гибкости и свободы для финансового маневра, так как сделка может быть структурирована различными способами для удовлетворения потребностей предприятия-продавца, предоставляя ему, как лизингополучателю, дополнительные возможности управлять производством;

- передача части рисков лизингодателю, например, морального устаревания оборудования, поскольку теперь он владеет имуществом;

— удобство для малых предприятий, которые часто не могут получить кредит из-за сложной процедуры его оформления и отсутствия надлежащей отчетности;

— применение гибких условий договора лизинга в части расторжения, фиксации максимальных платежей, расширительной опции по платежам, опции обратного выкупа (при условии сохранения инвестиционного характера аренды).

Несмотря на перечисленные преимущества, в России далеко не все лизинговые компании предлагают своим клиентам LB. Как свидетельствуют результаты исследований, их удельный вес в общем объеме лизинговых операций составляет всего несколько процентов. Это обусловлено тем, что некоторые достоинства данного механизма для лизингополучателя могут трансформироваться в дополнительные риски для лизингодателей: риск морального устаревания оборудования, риск завышенной оценки имущества при заключении договора его купли-продажи, риск неликвидности имущества, когда не ясны или скрыты истинные намерения продавца, и т. д. Нельзя исключить ситуацию, при которой имущество продавца может быть заложено в качестве обеспечения в банк или одновременно продано третьим лицам. Лизинговая компания может узнать об этом только в процессе исполнения договора лизинга, когда клиент начнет нарушать свои обязательства. Здесь требуется профессиональный риск-менеджмент.

* * *

За счет использования новых моделей лизинга в ближайшее время можно увеличить финансирование инвестиций в России на 520—540 млрд руб. в год. Проведенное исследование позволило: изменить традиционную классификацию лизинга; выявить преимущества моделей LL, HP, LB по сравнению с другими способами привлечения капитала в инвестиционные проекты; определить, что российская модель LL должна учитывать ограниченное право регресса кредиторов; разработать методы ценообразования для альтернативных моделей лизинга и установить значимость ценообразующих факторов по различным категориям проектов. Мы также проверили и подтвердили гипотезу, согласно которой с ростом масштабов сделок, сроков договоров и снижением авансов стоимость заимствования для реализации инвестиционных проектов может уменьшаться; выявили критерии целесообразности использования моделей LL, HP, LB. Полученные результаты могут быть полезны при формировании новых каналов финансирования инвестиций в стране.

Список литературы

- Арнольд Г. (2007). Руководство по корпоративным финансам: пособие по финансовым рынкам, решениям, методам. Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс. [Arnold G. (2007). The Handbook of Corporate Finance. Dnepropetrovsk: Balance Business Books.]

- Брейли Р., Майерс С. (2004). Принципы корпоративных финансов. 7-е изд. М.: Олимп-Бизнес. [Brealey R., Myers S. (2004). Principles of Corporate Finance. 7th ed. Moscow: Olimp-Business.]
- Бригхэм Ю., Эрхардт М. (2009). Финансовый менеджмент. 10-е изд. СПб.: Питер. [Brigham E., Ehrhardt M. (2009). Financial Management. 10th ed. St. Petersburg: Piter.]
- Ван Хорн Д. К., Вахович Дж. М. (2007). Основы финансового менеджмента. 12-е изд.. М.: Вильямс. [Van Horne J., Wachowicz J. (2007). Fundamentals of Financial Management. 12th ed. Moscow: Wiliams.]
- Газман В. Д. (2006). Ценообразование лизинга. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ. [Gazman V. (2006). Pricing of Leasing. Moscow: HSE Publishing House.]
- Газман В. Д. (2011). Лизинг: финансирование и секьюритизация. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ. [Gazman V. (2011). Leasing: Financing and Securitization. Moscow: HSE Publishing House.]
- Йескомб Э. (2008). Принципы проектного финансирования. М.: Вершина. [Yescombe E. (2008). Principles of Project Finance. Moscow: Vershina.]
- Ahlstrom J., Engelson I., Sirelson V. (2010–2012). The Economics of Leveraged Leasing // Equipment Leasing-Leveraged Leasing. 5th ed. / I. Shrank, A. Gough (eds.). N. Y.
- Amembal C. (2006). Winning with Leasing. USA: Amembal&Associates.
- Church M. (2000). Leasing / Updated by D. Crane, M. Percy // Act Manual of Corporate Finance and Treasury Management. Ch. B3. L.: Gee Publishing Ltd.
- Gazman V. (2013). Russia. Market Review // World Leasing Yearbook 2013 / L. Paul (ed.). London: Euromoney Institutional Investor Publication.
- Nevitt P., Fabozzi F. (2000). Equipment Leasing. 7th ed. N. Y.: Wiley.
- Sebik J. (2008). Leasing in the US in 2007 // World Leasing Yearbook. London: Euromoney.
- Van Horne J., Wachowicz J. (2009). Fundamentals of Financial Management. 13th ed. Prentice Hall.

The Impact of Alternative Models of Leasing on Financing Investments

Victor Gazman

Author affiliation: National Research University Higher School of Economics (Moscow, Russia). Email: garantinv@bk.ru.

For the modernization of the economy some specific financial technologies can be useful. They have hardly been used in Russia, but can greatly increase the share of leasing in investment and attract domestic and foreign capital in new projects, including infrastructure, extend financial leverage of loans. This article explores the benefits of innovative models of leasing, theoretical and methodological aspects of their formation, identifies the criteria for using the proposed models, and conducts regression analysis of factors that influence the pricing of large-scale leasing projects. These models expand the line of investment products, promote competition between sources of funding of leasing.

Keywords: leveraged leasing, hire-purchase, lease-back, securitization, investment, syndicated lending, pricing.

JEL: G23, D22, F34.