

ИННОВАЦИОННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ЛИЗИНГА

Финансирование лизинга — один из ключевых моментов в разработке и проведении лизинговых операций. Традиционно лизинговые проекты в России финансировались за счет кредитов, займов и собственных средств лизингодателей. Однако их дефицит и высокая стоимость предопределили поиск принципиально новых, инновационных финансовых механизмов, среди которых наиболее значимым выступает секьюритизация лизинговых активов.

Для инновационного финансирования характерны повышенные риски, неопределенность, обострение конкуренции. Но оно позволяет добиться конкурентного преимущества, снизить затраты, быстрее реализовать инвестиционный проект, что приводит к росту доходности.

Применительно к лизингу новации могут осуществляться на основе известных элементов, присущих традиционным формам финансирования, но с помощью их частичного видоизменения и определенной комбинаторики. Так, Х. Бэр считает: «Секьюритизация активов оказывается еще одним случаем реализации часто используемого при создании финансовых инноваций принципа, суть которого состоит в том, чтобы последовательно разложить финансовые соглашения на отдельные компоненты, затем изолировать их или сгруппировать по-новому, сделав тем самым оборотоспособными, и, наконец, запустить в обращение среди различных рыночных участников»¹.

Научные исследования в области секьюритизации активизировались в конце XX в. Получил распространение тезис, согласно которому она относится к числу важнейших открытий западной экономической мысли. Причем наибольшее внимание уделялось секьюритизации кредитов. Вместе с тем отмечалась перспективность исследований использования секьюритизации в инвестиционных лизинговых проектах, а некоторые авторы называли финансовый лизинг его традиционной формой².

Концепция секьюритизации лизинговых активов

Классическая секьюритизация предполагает непосредственную продажу актива, когда в качестве продавца выступает оригинатор (лизингодатель), а покупателя — специальное юридическое лицо — Special Purpose Vehicle (SPV). При этом осуществляются передача прав на получение долга новому собственнику актива и последующая эмиссия ценных бумаг. Однако при секьюритизации активы не всегда

¹ Бэр Х. П. Секьюритизация активов. М.: Волтерс Клувер, 2006. С. 47.

² Jones D. G., Kapadia R. Debt Instruments in the Act Manual of Corporate Finance and Treasury Management. L.: Gee Publishing Ltd., 2000. P. B2/68.

списывают с баланса originатора. При синтетической секьюритизации используют прямую или отложенную уступку originатором прав на дебиторскую задолженность SPV без передачи прав собственности на актив, то есть вместо продажи его передают в залог, при этом перенаправленный денежный поток становится обеспечением эмиссии.

По мнению Ф. Фабоцци, компании секьюритизируют активы с целью уменьшить стоимость финансирования; диверсифицировать его источники; увеличить доходы для отражения в финансовых отчетах; снизить требования к капиталу, если речь идет о компании, деятельность которой регулируется государством³. Г. Арнольд добавляет к перечисленному «пулинг и переупаковку относительно небольших, однородных и неликвидных финансовых активов в ликвидные ценные бумаги»⁴.

С. Амембал полагает, что в процессе секьюритизации арендодатель продает часть своей дебиторской задолженности по лизингу, в основном через SPV⁵. Это определение характеризует важную составляющую секьюритизации лизинговых активов, однако она включает еще ряд элементов, в том числе эмиссию ценных бумаг и привлечение с ее помощью средств инвесторов. Поэтому требуется более широкое определение секьюритизации.

В Положении Комиссии по ценным бумагам и биржам США от 18 января 2005 г. (Правило АВ, Форма S-3) указывается, что секьюритизация активов представляет собой «ценные бумаги, выпускаемые под определенный дискретный поток будущих денежных поступлений или иные финансовые активы, постоянные или оборотные, которые по своей природе конвертируются в денежные поступления в течение установленного периода времени, а также определенные права или иные финансовые активы, предназначенные для обеспечения выпуска или своевременного распределения денежных поступлений держателю этих ценных бумаг»⁶.

В качестве лизингового актива следует рассматривать: имущество, которое передается лизингополучателю во временное владение и пользование на условиях договора лизинга; платежи по договору лизинга. При финансовом лизинге секьюритизация может предполагать не только передачу третьему лицу прав на получение лизинговых платежей, но и непосредственно продажу ему самого имущества, которое в дальнейшем будет использоваться в качестве обеспечения при выпуске ценных бумаг. Рейтинговые агентства в США считают, что действительная продажа лизинговых контрактов при проведении секьюритизации имеет место, когда к третьему лицу переходят права собственности на получение лизинговых платежей и на имущество, переданное в лизинг. Вместе с тем независимо от вида секьюритизации (классической, синтетической) можно обеспечить определенное соответствие привлекаемого лизингодателем финансирования потоку лизинговых платежей.

³ Фабоцци Ф. Д. Рынок облигаций: Анализ и стратегии. 2-е изд., испр. и доп. Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 447.

⁴ Арнольд Г. Руководство по корпоративным финансам: пособие по финансовым рынкам, решениям, методам. Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2007. С. 452.

⁵ Amemba С. Winning with Leasing / Amemba & Associates. 2006. P. 42.

⁶ www.sec.gov/divisions/marketreg/securitiesanalysts.htm.

По нашему мнению, *секьюритизация лизинговых активов представляет собой комплекс имущественных отношений, которые складываются между участниками сделки в рамках системы взаимосвязанных договоров по поводу привлечения лизингодателем выгодного финансирования новых лизинговых проектов. Это осуществляется посредством селекции и обособления ликвидных активов, генерирующих денежные потоки, уступки прав по дебиторской задолженности по лизингу и сопряженных процессов формирования залогового обеспечения, перераспределения рисков и проведения эмиссии ценных бумаг.*

Как следует из данного определения, секьюритизация лизинговых активов охватывает сложный комплекс договорных отношений, состоящий из трех важнейших элементов: отношений по уступке прав на активы; формирования залогового обеспечения для их использования при эмиссии ценных бумаг; проведения эмиссии таких бумаг. Все названные элементы тесно взаимосвязаны и взаимообусловлены, играют определяющую роль в секьюритизации.

В литературе нередко указывают, что при секьюритизации происходит «трансформация неликвидных лизинговых активов в ликвидные»⁷. Отчасти это справедливо, например, когда изначально предусматриваются определенные ограничения, связанные с куплей-продажей актива, или когда оригинаторы хотят списать с баланса сомнительные долги и в сделках задействованы ценные бумаги с высоким кредитным риском. Такая практика допускается законодательством Франции, хотя в общем порядке, закрепленном в Законе от 23 декабря 1988 г. № 88-1201, специально оговорено, что в целях секьюритизации используются активы хорошего качества.

В отдельных работах отмечают, что класс активов можно признать полностью пригодным для секьюритизации, если он имеет высокую ликвидность. Кроме того, высказывают соображения, что выплаты по ценным бумагам, выпускаемым в ходе секьюритизации, осуществляют из средств, поступающих от объединения активов, поэтому такие активы, как плохие долги, нельзя использовать в качестве источника платежа⁸.

Упомянутая выше схема обязательной трансформации неликвидных активов в ликвидные, трактуемая как характерная особенность секьюритизации, применительно к лизингу представляется сомнительной. Дело в том, что секьюритизация лизинговых сделок предполагает, как правило, использование ликвидных активов, свободно обращающихся на вторичном рынке. Другими словами, лизинговая сделка ограничивает отбор неликвидных активов для секьюритизации. Поэтому трансформировать неликвидные активы российских лизингодателей в ликвидные вряд ли возможно.

Предрекаемую профессором Школы бизнеса Университета Дьюк (США) С. Шварцем «алхимию» преобразования простого камня

⁷ Ван Хорн Дж., Вахович Д. мл. Основы финансового менеджмента. 12-е изд. М.: Вильямс, 2007. С. 917; Роуз П. С. Банковский менеджмент. М.: Дело, 1997. С. 429; Бланк И. А. Основы инвестиционного менеджмента. 3-е изд. Киев: Эльга-Н, Ника-Центр, 2008. Т. 2. С. 448; Арнольд Г. Указ. соч. С. 452; Бэр Х. П. Указ. соч. С. 37.

⁸ Рачкевич А. Ю., Алексеева И. А. Секьюритизация: характерные признаки и определение // Деньги и кредит. 2008. № 8. С. 26.

(денежных требований) в драгоценный (высоколиквидные ценные бумаги)⁹ применительно к лизинговым операциям нельзя признать реалистичной. Это обусловлено следующими соображениями. Еще на стадии проектирования лизинговой сделки, когда банк решает вопрос о предоставлении кредитных средств лизингодателю для покупки необходимого клиенту имущества, осуществляется обязательное рейтингование как самого лизингодателя, так и его инвестиционного проекта, то есть секьюритизируемого в будущем актива. Кредитор постарается не ссужать деньги на приобретение неликвидного или низколиквидного актива¹⁰. По мере реализации лизингового проекта, если лизингополучатель несвоевременно или не в полном объеме выплачивает лизинговые платежи, то возникает сомнительная или проблемная задолженность по данному активу, в силу чего он не сможет стать предметом секьюритизации.

Во время последнего финансового кризиса в США многие инвесторы, приобретавшие ценные бумаги секьюритизируемых лизинговых активов с высокими рейтинговыми характеристиками, убедились, что их декларируемое качество было на самом деле завышенным. Здесь сыграли свою роль очень короткие сроки между заключением новых договоров лизинга и их секьюритизацией. Это не позволяло инвесторам должным образом оценить надежность формирования и движения денежных потоков в части погашения задолженности по лизинговым контрактам. SPV тоже не отвечали по рискам, поскольку занимались лишь «переупаковкой» активов.

Чаще всего инициаторами секьюритизации становились банки, кредитующие лизингодателей. Но достаточно быстро риски банков и лизингодателей перекладывались на инвесторов. Нередко первоначальные кредиты на покупку лизингового имущества выдавались на короткий срок, но в ходе секьюритизации осуществлялось перекредитование в долгосрочные лизинговые проекты. При этом банковские кредиты замещались средствами инвесторов. Такая модель финансирования не могла не дать сбой. Действительно, одна из системных причин, породивших финансовый кризис, заключается в том, что в моделях кредитования стали преобладать неликвидные активы. Следовательно, необходимо исходить из того, что для секьюритизации активы приемлемы, если они генерируют стабильный и предсказуемый денежный поток.

Качество активов и эффективность секьюритизации

В сделках секьюритизации кредитов в качестве обеспечения эмиссии облигаций выступают платежи по обязательствам заемщиков. При финансировании лизинга первичный заемщик — это лизингодатель, который становится кредитором лизингополучателя. В результате обеспе-

⁹ *Schwarcz S. L.* The Alchemy of Asset Securitization // *Stanford Journal of Law Business and Finance*. 1994. Vol. 1, No 1. P. 133–154.

¹⁰ Если актив все же имеет ограниченное хождение на вторичном рынке, например, когда предметом лизинга выступает энергетическое оборудование, то кредитор войдет в сделку только при достаточном дополнительном обеспечении.

чением служат лизинговые платежи, то есть в большинстве своем обязательства заемщиков второго порядка. Данное обстоятельство может усложнять схемы секьюритизации лизинговых активов по сравнению с другими видами активов. Сложность структурирования и реализации сделки обусловлена высокими рисками. Ситуация усугубляется при комбинированном финансировании лизинга, когда, например, одну крупную сделку кредитуют несколько банков (левередж-лизинг).

Нередко при анализе рисков, возникающих в процессе секьюритизации, исследователи акцентируют внимание на том, что активы оценивают рейтинговые агентства, при этом отпадает необходимость осуществлять оценку оригинатора. При секьюритизации лизинговых активов, когда предусматривается переуступка прав на получение лизинговых платежей, должна проводиться оценка не только качества уступаемой задолженности, но и финансового состояния лизингодателя, поскольку он сам выступает заемщиком. Но при этом рейтинг ценных бумаг, эмитированных в ходе секьюритизации, может оказаться выше рейтинга лизинговой компании. Качество секьюритизируемого лизингового актива характеризует, с одной стороны, полноту и своевременность возврата лизинговых платежей с учетом сомнительной и проблемной задолженности в увязке с общим риском платежеспособности лизингополучателя по портфелю договоров, а с другой — ликвидность самого актива.

Считается, что секьюритизированные активы должны быть относительно однородными, то есть в структуре лизинговых договоров и их условиях не должно быть значимых расхождений. В этой ситуации портфель лизинговых активов определяется как гомогенный. Исходят из того, что статистически большой пул прав требования, собранных со многих должников, исполнение которых достаточно предсказуемо, предпочтительнее меньшего пула прав требования, собранных с нескольких должников. Сделки с однородными активами широко распространены.

Например, с 1996 по 2011 г. Volkswagen Leasing GmbH осуществил 14 проектов секьюритизации на 9,4 млрд евро, в которых предметом лизинга выступали только автомобили. Однако в Италии в последние годы большинство сделок негомогенные. Так, UBI Leasing S.p.A. в 2008 г. начал секьюритизацию лизингового портфеля на 4 млрд евро, сформированного из 48 тыс. контрактов. Предметы лизинга — заводы, компьютеры, промышленное оборудование, легковые и грузовые автомобили, коммерческий автотранспорт, недвижимость (отели, офисные помещения, здания и сооружения). Проектантам удалось совместить в рамках одной сделки разнообразные активы с различными сроками перенесенной амортизированной стоимости, с разной периодичностью погашения задолженности. Структурно сделка предусматривает, что на пул автолизинговых контрактов приходится 11,1%, на пул оборудования — 26,3, на пул недвижимости — 62,6%.

При сопоставлении контрактной стоимости договора лизинга и объема секьюритизации лизингового актива (коэффициент K) можно повлиять на оценку инвесторами качества активов и повысить обеспокоенность риск-менеджмента:

$$K = (E_L - E_S) / E_S, \quad (1)$$

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

В этой формуле числитель выражает сумму уступаемой задолженности при секьюритизации. Следовательно, чем больше K , тем больше риск плохих долгов. Так, если средний срок договора лизинга 60 месяцев, срок между началом действия договора лизинга и секьюритизацией — 3 месяца, график погашения задолженности по договору равномерный, то числитель будет в 19 раз больше знаменателя. В то же время инвесторам качество актива должно быть понятно на стадии не только проектирования сделки, но и ее реализации. Для этого оценивается поток поступающих денежных средств, связанных с погашением задолженности по договору лизинга, поскольку именно он выступает обеспечением эмиссии ценных бумаг при секьюритизации. Если период до ее начала увеличить до $\frac{1}{4}$ от срока договора лизинга, тем самым повысив убежденность инвесторов в непрерывности денежного потока на протяжении 15 месяцев, то K составит 3. При увеличении периода до $\frac{1}{3}$ от срока договора лизинга значение K будет равно 2.

С точки зрения риск-менеджмента инвесторов, при структурировании сделки секьюритизации целесообразно проектировать значение коэффициента K в пределах не выше 2–3, как в ряде случаев в Италии в 2010–2011 гг. Вместе с тем следует учитывать и сроки первоначального кредитования лизингового проекта. Если решено войти в инвестиционный проект с короткой позиции, то есть трансформировать краткосрочные заимствования в долгосрочные кредиты, то значение K будет расти.

Основной эффект секьюритизации заключается в том, что в ходе ее реализации лизинговая компания, по сути, переадресует поток платежей прямому инвестору, который при определенных условиях будет требовать меньшую доходность, чем эта компания. Дело в том, что доходность инвестора может уменьшиться по следующим причинам: кредитный риск секьюритизированного портфеля всегда ниже кредитных рисков по отдельным контрактам; сокращаются расходы на уплату маржи лизингодателю и банку. Однако риск можно распределять во времени, создавая транши с различными сроками погашения.

Портфель договоров лизинговой компании состоит из имущества с разными нормами амортизации и финансируется за счет заимствований с различными сроками и графиками погашения задолженности. С учетом этого *дюрацию* можно охарактеризовать как средневзвешенный срок до наступления остающихся лизинговых платежей.

Проведенные в НИУ ВШЭ исследования показали, что эффективность секьюритизации лизинговых активов носит комплексный характер. Возникающий эффект от снижения доходности выпущенных ценных бумаг при их размещении относительно лизингового процента можно назвать «первым эффектом секьюритизации», или эффектом «открытого рынка». Также наблюдается «второй эффект секьюритизации», когда за счет реструктурирования потока платежей по лизинговому портфелю удается изменить *дюрацию* портфеля ценных бумаг при их размещении. Это позволяет аккумулировать дополнительные средства для финансирования лизинговых проектов.

Как известно, *дюрация* есть мера чувствительности цены облигации к изменению процентной ставки, то есть снижение требуемой

доходности приводит к большему росту цены облигаций при более высокой дюрации. Чем больше в ходе секьюритизации дюрация портфеля при размещении, тем сильнее увеличится его стоимость при снижении требуемой инвесторами доходности. Следовательно, сдвигая дюрацию, можно управлять приращением объема средств, вырученных от реализации портфеля ценных бумаг. Но по мере роста дюрации для инвестора увеличивается процентный риск портфеля, что повышает требуемую доходность по нему. Это означает, что сдвиг дюрации нужно привязать к возможности понизить требуемую инвесторами доходность при размещении выпуска ценных бумаг. Эффекты дюрации при секьюритизации лизинговых активов проявляются в дюрации лизингового портфеля, дюрационном дифференциале (разница дюрации портфеля ценных бумаг и портфеля лизинговых активов) и процентном дифференциале (разница лизингового процента и доходности при размещении).

С учетом названных эффектов секьюритизации и формализации расчетов лизинговых платежей можно реинвестировать временно свободные денежные средства под процент. Это третий эффект секьюритизации — «эффект реинвестирования», позволяющий извлечь выгоду от сделки, снизив конечную стоимость фондирования. При низкой дюрации лизингового портфеля эффективность секьюритизации можно значительно повысить, реструктурировав денежные потоки (низкая дюрация лизингового портфеля предполагает короткий срок договоров лизинга, большой аванс, высокую периодичность лизинговых платежей, низкую величину выкупной стоимости предмета лизинга). В отсутствие возможности существенно понизить доходность при размещении и при высокой дюрации лизингового портфеля секьюритизация не даст значимых выгод.

Система неравенств и ценообразование секьюритизации

Сформируем систему ценообразования секьюритизации лизинговых активов с помощью набора неравенств, на основе которых можно сбалансировать интересы участников сделок. Интерес инвесторов облигаций предполагает, что:

$$I_{YT} < I_{YTM} < I_{YC}, \quad (2)$$

где: I_{YT} — долго- или среднесрочная процентная ставка казначейских бумаг, US Treasuries (10Y; 5Y); I_{YTM} — сложившаяся процентная ставка стоимости денег на рынке; I_{YC} — купонная ставка облигаций (coupon rate) ABS (asset-backed security), рассчитываемая как отношение суммы купонных платежей за год к номинальной ставке.

Мы исходим из того, что облигация продается по номиналу и котируемая цена бумаги совпадает с ее номинальной стоимостью, то есть ожидаемые доходы по этим облигациям (в понимании Х. М. Марковица — итоговые доходы, взвешенные по вероятности их получения) находятся на уровне номинального или обещанного

значения. Соответственно мы не рассматриваем степень покрытия обязательств по этим бумагам в связи, например, с конкуренцией или циклическим развитием.

Средняя премия по облигациям ABS к уровню доходности казначейских облигаций US Treasuries может колебаться в зависимости от класса, суммы эмиссии, срока, рейтинга. Оригинатор и SPV должны принять правильные решения при определении цены и ее последующем установлении посредством процента на рыночном уровне:

$$I_{YC} = I_{YTM} + ABS_S, \quad (3)$$

где ABS_S — спред между среднерыночной доходностью облигаций и доходностью по купонам инвесторов сделки секьюритизации. Таким образом, инвесторы получают выгоду в размере разницы между ставкой доходности по приобретенным ценным бумагам отечественной компании и доходностью на мировом рынке капитала.

Интерес SPV в сделке секьюритизации определяется величиной его маржи:

$$I_{YC} < I_{SPV}, \quad (4)$$

где I_{SPV} — доходность SPV. Причем

$$I_{SPV} = I_{YC} + I_{IC}, \quad (5)$$

где I_{IC} — расходы на проведение сделки секьюритизации, включающие: премии банку-организатору секьюритизации и ко-менеджерам, организатору сделки за размещение облигаций; вознаграждения SPV, юристам, рейтинговым агентствам, платежному агенту, трасти, аудиторам, распорядителю счетов; расходы на презентацию проекта и страхование финансовых рисков.

Исходя из российской практики, разница между I_{YC} и I_{SPV} , то есть маржа SPV, которая включает затраты на его содержание и прибыль, составляла 110 б.п. в размере разового платежа, или 44 б.п., если произвести перерасчет на условия кредитной схемы погашения задолженности. Это означает, что: $I_{SPV} = \text{US Treasuries} + 425$ б.п.

Для секьюритизации важны механизмы надежности, в частности страхование финансовых рисков. Гарантии зарубежного страховщика составляют 12–60 б.п. на объем эмиссии. В России тарифы, включающие страхование риска (полной неплатежеспособности лизингополучателя; несоблюдения им договорных обязательств по уплате лизинговых платежей; потерь дохода (прибыли) лизингополучателя, возникающих вследствие вынужденных перерывов в производстве), составляют 170–270 б.п. Тариф страхования зависит от набора рисков, периода ожидания, размера безусловной франшизы и лимита ответственности. При проведении секьюритизации эти показатели могут заметно снизиться, поскольку в проектах используются и другие механизмы защиты от рисков.

Лизинговая компания принимает решение о выборе финансирования, ориентируясь на минимизацию ставки процента по привлеченным ресурсам и максимизацию своей маржи. Действительно, интерес оригинатора выражается в величине лизингового процента

(I_{Lease}), заложенного в контрактной стоимости нового договора лизинга, финансирование по которому осуществляется с учетом привлечения средств при секьюритизации, ставки полученного процента и маржи лизингодателя. При этом

$$I_{Lease} = I_{CB} + I_{LM}, \quad (6)$$

где: I_{CB} — процент по кредиту или другой форме заимствования;
 I_{LM} — маржа лизингодателя.

Тогда

$$I_{SPV} < I_{Lease}. \quad (7)$$

Сравнить суммарные расходы, связанные с кредитным финансированием лизинговой сделки и секьюритизацией лизингового актива, и определить экономическую выгоду лизингодателя можно с помощью метода аннуитета, предусматривающего равномерное внесение платежей:

$$D = C \times \left[\frac{I_{CP}/T}{1 - 1/(1 + I_{CP})^{P \times T}} - \frac{(I_{CS} + I_{IC})/T}{1 - 1/(1 + I_{CS} + I_{IC})^{P \times T}} \right] \times P \times T, \quad (8)$$

где: D — доход originатора от секьюритизации; C — стоимость уступаемого SPV лизингового контракта при секьюритизации; I_{CP} — лизинговый процент с учетом ставки по кредиту для договора лизинга; I_{CS} — лизинговый процент с учетом ставки по кредиту, полученному при секьюритизации.

При расчете следует учитывать рыночную стоимость долгосрочного кредитования лизинговых договоров. Данное обстоятельство особенно важно, когда в начале сделки секьюритизации лизингодатель получил только краткосрочный кредит банка, ставка по которому меньше ставки по долгосрочному кредиту. В таком случае при расчете D вместо I_{CP} подставим значение ставки долгосрочного кредита на соответствующий конкретному инвестиционному проекту срок по условиям внутреннего российского рынка капитала для аналогичного класса заемщиков.

Однако доход секьюритизации может превысить D . При анализе нужно учитывать вид облигаций, эмитированных в процессе секьюритизации, то есть используются бумаги с единовременной датой погашения в конце срока их хождения или облигации, погашаемые постепенно в течение определенного периода и с установленным графиком в зависимости от условий структурирования сделки. В обоих случаях у SPV может возникнуть дополнительный доход за счет временного превышения входящего потока денежных средств над исходящим потоком платежей. Имеется в виду ситуация, когда SPV получает лизинговые платежи, состоящие из основного долга и лизингового процента, а выплачивает инвесторам по купонам только проценты. Тогда у SPV накапливается часть полученных средств до истечения срока погашения облигаций по номиналу. Эта сумма может быть инвестирована в заранее оговоренные инструменты денежного рынка (направлена на приобретение высоколиквидных среднесрочных ценных бумаг или размещена на депозиты в банки), принося дополнительный доход. В зависимости от договоренности сторон такой

доход или часть его возвращается оригинатору, если он выполняет функции сервисера. Доход может образоваться и за счет разницы между текущей и номинальной стоимостью облигаций. Кроме того, оригинатор может получить доход по облигациям младших траншей, которые он приобрел при эмиссии.

Расчеты, проведенные нами по нескольким сделкам с участием российских компаний, показали, что минимальный эффект был равен 100 б.п. Это немного, но следует принять во внимание инновационность и сложность применяемого инструмента, нуждающегося в соответствующей отработке, в частности, апробации механизмов выхода на международные рынки заимствований. Важно также накопить практический опыт реализации подобных проектов. Крупные расходы, связанные с первым выходом оригинатора на рынок, в дальнейшем будут сокращаться, а в некоторых, возможно, отпадет необходимость.

Исходя из приведенных выше неравенств проект секьюритизации лизинговых активов будет финансово реализуем и эффективен, если:

$$I_{SPV} - I_{Lease} > 0 \text{ или } I_{SPV}/I_{Lease} > 1. \quad (9)$$

В результате поэтапного анализа сделки секьюритизации получаем систему неравенств, отражающую экономическую целесообразность проекта:

$$I_{YT} < I_{YTM} < I_{Coupon\ ABS} < I_{SPV} < I_{Lease} < I_{Lessee}, \quad (10)$$

где I_{Lessee} — доходность лизингополучателя по инвестиционному проекту.

Доходность лизингополучателя определяется на основе расчета суммы всех его расходов по договору лизинга (сумма всех расходов и доходов лизинговой компании по сделке), в соответствии с которым получено имущество, используемое в инвестиционном проекте. Здесь следует сравнивать: ставки лизингового процента лизингодателя по старым и новым лизинговым проектам; общие расходы лизингополучателя по новым лизинговым проектам с вариантом приобретения актива за счет кредита банка¹¹.

Эмпирическое исследование рынка секьюритизации лизинговых активов

В США с 1996 до середины 2011 г. стоимость новых сделок секьюритизации активов лизинга оборудования составила 124,4 млрд долл.¹², то есть в среднем 8 млрд долл. в год. При этом уровень волатильности был близок к четырехкратному — от 3,1 млрд до 12,5 млрд долл. Имело место смещение пиковых показателей секьюритизации лизинговых активов по сравнению с новым бизнесом: минимальные значения приходились на годы, которые следовали за периодами максимальных кризисных явлений в экономике. Это было обусловлено

¹¹ Подробно методология рассмотрена в: Газман В. Д. Ценообразование лизинга. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2006. С. 314–351.

¹² Данные Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). www.sifma.org.

резким снижением деловой и инвестиционной активности лизингодателей и лизингополучателей, сокращением производства, свертыванием программ обновления основных фондов. Данное обстоятельство ставит под сомнение результаты некоторых исследований, в которых указывается, что нельзя установить значимую корреляцию между уровнем секьюритизационной активности на рынке ABS и экономическими циклами¹³. Правда, необходимо учитывать временной сдвиг, так как между заключением новых договоров и началом секьюритизации проходит определенное время, и в пул секьюритизируемых активов попадают лизинговые контракты не только текущего года, но и предыдущих лет, что с точки зрения минимизации рисков можно оценить положительно.

Секьюритизация автолизинга увеличивает общую сумму секьюритизации на 70%. Преобладание сделок с оборудованием над сделками с автомобилями обусловлено большей заинтересованностью инвесторов в приобретении ценных бумаг, обеспеченных платежами по договорам лизинга оборудования и предлагающих более высокую купонную доходность по сравнению с бумагами, эмитированными по сделкам автолизинга. В США сумма новых сделок по секьюритизации активов (оборудование и автотранспорт) составила около 7% стоимости всех новых договоров лизинга.

В конце первого десятилетия XXI в. наиболее развитым в Европе стал рынок секьюритизации лизинговых активов Италии. На основе данных компаний Securitisation Service, Zenith Service, публикации профессора Университета Бари Дж. Ферри «Секьюритизация кредитов. Преимущества для банков и доступ на финансовые рынки для итальянских компаний»¹⁴, данных, опубликованных на интернет-сайте ряда SPV, нам удалось обобщить и систематизировать информацию о 72 сделках на 60 млрд евро за период с 1990 до середины 2011 г.

Секьюритизация лизинговых активов в Италии имеет ряд особенностей. Например, привлечение денежных средств осуществляется в режиме классической секьюритизации. В качестве SPV выступают зарегистрированные в Италии компании. Этому способствовало принятие законодательного акта по секьюритизации от 4 апреля 1999 г. № 130. В нем закреплено, что проценты, уплачиваемые держателям ценных бумаг ABS, кроме нерезидентов Италии, при определенных условиях освобождаются от налога на доход. SPV контролируются Банком Италии и предоставляют ему информацию о проводимых сделках.

Большинство оцененных агентствами Moody's, Fitch и Standard & Poor's облигаций относятся к категории «AAA». Вместе с тем Moody's Investors Service и аналитик К. Пителли отмечают, что в течение 2008 г. доля просрочки выплат по бумагам секьюритизированных лизинговых активов выросла с 2,3 до 4,7%, а дефолтов по облигационным выпускам — с 0,3 до 1,5%¹⁵. Вместе с тем только в пяти случаях рейтинги бумаг, находящихся в обороте, были пересмотрены.

¹³ Verheugen G., Reichenback H. Study on Asset-Backed Securities: Impact and Use of ABS on SME Finance / European Commission. Enterprises. 2004. P. 27. www.easf.fazenda.gov.br.

¹⁴ Ferri G. La Cartolarizzazione dei crediti. Vantaggi per le banche e accesso ai mercati finanziari per le imprese Italiane // Studi e Note di Economia. 1998. No 3.

¹⁵ More Trouble Expected for Italian Leasing ABS in '09. 2009. March 19. www.totalsecuritization.com.

Ежегодно в Италии заключалось до десяти сделок, пулы из контрактов которых находились в интервале от 144 млн до 5151 млн евро, а их средняя стоимость равнялась 828 млн евро. Половина всех проектов — это сделки до 500 млн евро, но в стоимостном выражении их доля — 16%. На шесть наиболее крупных проектов приходится почти $\frac{1}{3}$ стоимости всей секьюритизации лизинговых активов. Масштабы проводимых операций таковы, что в проектах нередко участвуют сразу несколько лизингодателей. Например, в сделке на сумму 831 млн евро, которая началась в 2008 г., оригинаторами выступали Banca Italease, Mercantile Leasing, Italease Network.

В отдельные периоды (2004 и 2008 гг.) от 23 до 30% стоимости нового лизингового бизнеса в Италии покрывалось сделками секьюритизации. При этом усредненный показатель был равен 11,6%, или в полтора раза выше, чем в США. Правда, в Италии расчет осуществлялся с учетом недвижимости. Вырученные от секьюритизации денежные средства составляют 16% совокупного объема финансирования новых лизинговых договоров в стране.

Предметами секьюритизации выступали лизинговые контракты с различными видами имущества. Эволюция сделок секьюритизации лизинговых активов в Италии, по данным Standard & Poor's, была следующей: в 1999 г. недвижимость составляла 80%, оборудование — 12, автотранспорт — 8%, а к 2007 г. удельный вес недвижимости сократился до 25%, доля оборудования выросла до 60, автотранспорта — до 15%. Однако эти данные требуют критической оценки. Дело в том, что полученные показатели не отражают масштабы сделок секьюритизации. Необходимо учитывать, что диапазон их колебаний составлял от нуля до 8759 млн евро. Поэтому более объективными представляются данные о сделках, на которые приходилась примерно половина оставшейся задолженности по всем находившимся в обращении ценным бумагам, а не только по объемам новых эмиссий. Они показывают, что доля недвижимости при секьюритизации равна 57%, оборудования — 26, транспортных средств — 17%¹⁶. Анализ исполнения 24 сделок секьюритизации лизинговых активов показал, что просроченная задолженность по ценным бумагам достигала 1,85% от величины оставшихся выплат.

Основываясь на статистике Ассоциации лизинговых компаний Италии¹⁷, мы определили, что по всем ежегодно заключаемым в течение 16 лет новым договорам лизинга на долю недвижимости приходится 40,4%, оборудования — 33,3, транспортных средств — 26,3%. Большой удельный вес недвижимости в структуре секьюритизации, чем в новых лизинговых договорах, обусловлен тем, что эти активы более привлекательны для секьюритизации ввиду их ликвидности и продолжительности денежных потоков.

Проведенный анализ показал, что средневзвешенный срок обращения ценных бумаг, эмитированных при секьюритизации, составил 19,2 года. Причем с 1990 по 2000 г. он был равен 6,8 года, с 2001 по 2005 г. — 15,1, а с 2006 по середину 2011 г. — 23,9 года. Наибольший объем траншей приходится на бумаги класса «А»: почти 86% от суммы всех эмиссий. Средневзвешенный спред к трехмесячным Euribor

¹⁶ Steadfast Performance of Italian Lease Transactions as Real Estate Continues to Dominate. www.standardandpoors.com.

¹⁷ www.assilea.it.

составлял по бумагам класса «А» 0,23%, класса «В» — 0,45, класса «С» — 0,60, класса «D» — 1,44%.

Как следует из итальянского опыта, на ранних стадиях реализации проектов секьюритизации лизинговых активов дефолты происходят достаточно редко. Наиболее типичными (пиковыми) периодами нарушения обязательств по этим сделкам становились 8–10-й кварталы обращения бумаг. Следует иметь в виду, что большие обороты сделок секьюритизации, связанные с покупкой лизинговых портфелей, могут влиять на исполнение обязательств. Это обусловлено тем, что в результате возрастания объемов сделок, как правило, увеличивается вероятность дефолтов. Здесь важен анализ структуры активов. Так, сделки с недвижимостью более крупные и более продолжительные по срокам, а неисполнительность лизингополучателей по ним меньше, чем по оборудованию и транспорту.

В крупнейшей сделке секьюритизации лизинговых активов (февраль 2011 — декабрь 2038 г.) оригинатором выступает UniCredit Leasing, а функцию SPV выполняет Locat SV S.r.l. В обращение поступили бумаги классов «А» и «В» (спреды 1,35 и 2%). Сумма эмиссии составила 5150,8 млн евро (автолизинг — 16%; оборудование — 29; недвижимость — 43; суда — 12%). Проведение этой сделки убеждает в целесообразности использования секьюритизации лизинговых активов и свидетельствует о выходе лизингового бизнеса Италии из финансового кризиса.

* * *

С участием российских лизинговых компаний пока совершены три сделки секьюритизации на 967 млн долл. Для определения перспектив секьюритизации лизинговых активов в России следует ретроспективно учесть за последние пять лет сделки, элементы которых полностью или частично выступают составляющими моделей секьюритизации: купля-продажа лизинговых контрактов; эмиссия по евронотам, еврооблигациям, внутрироссийским облигациям; непосредственно сами сделки секьюритизации.

Основой для определения искомой величины стали результаты наших ежегодных исследований лизингового рынка России, обобщение и оценка намерений, декларированных отечественными лизингодателями в отношении предстоящих эмиссий и секьюритизации, а также проектов, приостановленных в связи с кризисом. Полученные результаты соотнесены с пропорциями, рассчитанными для США и Италии. Сделан вывод, что в ближайшие пять лет в России реально заключение ежегодных сделок секьюритизации лизинговых активов в размере до 6% от стоимости новых договоров лизинга, то есть порядка 2 млрд долл. Это позволит привлечь по ставкам мирового рынка не менее 10% менее дорогого и долгосрочного фондирования и в целом удешевить реализацию инвестиционных лизинговых проектов на российском рынке.