

Леверидж в лизинге

В.Д. Газман, профессор НИУ «Высшая школа экономики»

Финансирование лизинга в 2011 г.

Очередное ежегодное обследование лизингового рынка России, проведенное автором на основе данных 97 лизингодателей, на долю которых приходится 87% нового бизнеса, показало, что стоимость заключенных в 2011 г. договоров лизинга достигла 1290 млрд. руб., а средние сроки договоров составили 6,5 лет.

Объем и структура финансирования лизинговых операций в стране во многом являются отражением цикличности его развития. Наш анализ развития российского лизинга за 17 лет с учетом критериев их благополучности показывает, что в среднем продолжительность одного цикла в лизинге составляет около четырех лет. Это соответствует или близко по значению сроку полезного использования передаваемого в лизинг имущества с применением механизма ускоренной амортизации.

Полученные в результате исследования результаты свидетельствуют о том, что отечественная лизинговая отрасль вышла из кризиса. Однако для ее дальнейшего качественного развития, наращивания объемов, формирования наиболее полезной и перспективной для экономики страны структуры требуются надежные и долгосрочные источники финансирования.

Для кредиторов лизинг представляет повышенный интерес. Вместе с тем требования, предъявляемые к заемщикам, в том числе к лизинговым компаниям, во многом зависят от пропорции, сложившейся между размером предоставляемых и собственных средств, т.е. они определяются величиной леввериджа (финансового рычага).

Исходя из первоначальной стоимости приобретенного в 2011 г. имущества, общее фондирование российских лизингодателей достигло 806,6 млрд. руб. При этом структура финансирования лизинга была следующей.

Левверидж лизингодателя бухгалтерский

Левверидж является показателем финансовой устойчивости и определяется на основе данных Бухгалтерского баланса предприятия. Назовем этот показатель левверид-

жем бухгалтерским (L_B). Он рассчитывается по следующей формуле:

$$L_B = \Sigma O / E_R; \quad (1)$$

где: ΣO – сумма обязательств предприятия, включающая долгосрочные обязательства (итоговое значение раздела IV Баланса предприятия, стр. 1400) и краткосрочные обязательства (итог раздела V Баланса, стр. 1500);

E_R – собственный капитал (итог раздела III Баланса, стр. 1300).

Наиболее часто кредиторы заинтересованы в уменьшении L_B заемщиков. Их мотивация при принятии решений такова: чем ниже объем задолженности, тем более основательной становится их защита от возможных потерь в случае банкротства клиента. Считается, что левверидж для обычных хозяйствующих субъектов должен находиться в пределах от 0,5 до 1.

В то же время значение этого показателя для лизинговых компаний значительно больше. Это обусловлено, прежде всего, тем, что расширение бизнеса лизингодателя строится на основе более быстрого увеличения заимствований и активного привлечения средств кредиторов под новые инвестиционные проекты. Например, в 2011 г. значение леввериджа у компании «Райффайзен-Лизинг» равнялось 6,15; «РЕСО-Лизинг» – 1,57; «Элемент-Лизинг» – 3,91. Если L_B у лизингодателей будет соответствовать нормам, присущим обычным заемщикам, то лизинговый бизнес в стране может быстро закончиться. Кроме того, акционеры лизингодателя, а ими часто выступают кредиторы, могут пожелать, чтобы левверидж был больше, поскольку он увеличивает рентабельность их инвестиций.

В истории отечественного лизинга известны курьезные случаи, когда некоторые банки при обращении к ним за кредитом хорошо работающих лизинговых компаний делали заключение: «Сначала погасите ранее полученный кредит, и только после этого будем рассматривать вашу заявку».

Рассматривая «левверидж лизингодателя бухгалтерский», следует особое внимание обратить на авансовые

Таблица 1

Источники финансирования лизинга в 2011 г.

Источник	Удельный вес источника в общем объеме финансирования, %
Кредиты банков	61,0
в т.ч. кредиты российских банков	52,6
кредиты иностранных банков	8,4
Займы организаций, включая учредителей	2,7
Коммерческие кредиты поставщиков лизингового имущества	0,1
Авансы лизингополучателей	15,0
Собственные средства лизинговых компаний	7,1
в т.ч. уставный капитал	3,8
Прибыль	3,3
Бюджетные средства	0,1
Векселя	5,6
Эмиссии облигаций и валютных кредитных нот	6,3
Другие источники финансирования	2,1

платежи лизингополучателей в адрес лизингодателей. Дело в том, что авансовые платежи – это одна из форм финансирования лизинговых сделок. Вместе с тем аванс является и способом обеспечения сделки. Следовательно, авансы при лизинге выполняют несколько функций. По своей правовой природе, в соответствии со ст. 823 ГК РФ, аванс (или предварительная оплата) является формой коммерческого кредита. Это обстоятельство предполагает их возвратность, за исключением случаев, когда обязательства лизингодателя исполнены в полном объеме и суммы авансовых платежей переквалифицированы в платежи в счет стоимости товаров, работ, услуг.

Когда лизинг в нашей стране только зарождался, сложилось представление о том, что аванс лизингополучателя должен составлять около трети от первоначальной стоимости имущества. Это связывалось с большими рисками лизингодателей, нехваткой финансирования и его короткими сроками. Вместе с тем за почти два десятка лет произошло постепенное уменьшение величины авансовых платежей, причем у многих лизинговых компаний. Каковы причины изменений «авансоемкости» лизинговых сделок в России? Здесь заметную роль сыграли несколько факторов.

Во-первых, обострилась конкуренция среди участников лизингового бизнеса как в регионах, так и в отдельных сегментах рынка. Имеется много примеров того, что лизингодатели пошли по пути существенного сокращения авансов. В отдельных случаях лизинговые компании во-

обще не берут авансового платежа. Дело в том, что если клиент приходит к лизингодателю в третий, четвертый, десятый раз и у него сформировалась вполне добропорядочная лизинговая история (по аналогии с кредитной), то велика вероятность того, что у лизинговой компании авансовый платеж как функция обеспечения сделки, отойдет на второй план, а превалировать будет намерение повысить доходность проводимой операции. Ведь чем меньше авансовый платеж, тем больше задолженность клиента, и тем больший получается доход лизингодателя. Таким образом, лизингодателю при наличии уверенности в финансовой состоятельности лизингополучателя и наличии средств для приобретения имущества и обустройства лизинговой сделки нет резона настаивать на значительных по размеру авансовых платежах.

Во-вторых, относительно небольшой удельный вес авансовых платежей в лизинговых компаниях, которые обслуживают крупные холдинги, когда лизингополучателями являются корпоративные клиенты. Нередко авансы в договорах лизинга, заключенных этими компаниями, вообще отсутствуют. Однако такая тактика лизингодателей характерна для взаимоотношений с финансово-обеспеченными клиентами в проектах, риски по которым определены как незначительные.

В-третьих, в тех случаях, когда растет доля лизинга с использованием государственных средств, сокращается удельный вес авансовых платежей, размер которых регулируется на уровне незначительного фиксированного процента, например, при лизинге сельхозтехники.

В-четвертых, применение в практике работы лизингодателей большого количества новых лизинговых продуктов, предусматривающих минимизацию авансовых платежей и максимизацию доходности по сделке.

В-пятых, кредитование лизинговых сделок поставщиками имущества. Эта схема вендор-лизинга изначально предполагает освобождение лизингополучателя от уплаты авансового платежа.

В 2011 г. авансоемкость лизинговых проектов составляла 15%. Этот показатель по своей значимости полностью совпадает с нормативом ряда западных стран по уровню вовлеченности инициаторов инвестиционных проектов в процесс их финансирования.

Следовательно, при расчете леввериджа авансовые платежи необходимо исключить из краткосрочных обязательств. К слову, чаще всего они таковыми по существу и не являются. Дело в том, что в договорах лизинга наиболее часто зачет по авансовым платежам осуществляется равномерно в течение срока договора лизинга. При этом удается

оптимизировать налогообложение лизинговой компании. Исключением становятся случаи, когда лизингодатели, обеспокоенные возможностью досрочного расторжения договоров лизингополучателями, стремятся снизить риск возврата незачтенного аванса посредством неравномерного графика начисления лизинговых платежей.

Например, в период кризиса многие лизингодатели были вынуждены расторгать договоры лизинга и заниматься изъятием имущества у неплатежеспособных и неисполнительных лизингополучателей. Затем такого рода имущество вне рамок лизинговой деятельности реализовывалось на рынке. Соответственно, эти операции отразились на величине выручки лизинговых компаний.

Несмотря на то что аванс является формой кредитования, необходимо учитывать, что никакой платы за перечисленные лизинговой компании авансовые платежи лизингополучатель не имеет. В то же время по заемным средствам в соответствии со ст. 809 ГК РФ предусматривается, что «займодавец имеет право на получение с заемщика процентов на сумму займа в размере и порядке, определенном договором. При отсутствии в договоре условия о размере процентов их размер определяется, ... если займодавец является юридическим лицом, в месте его нахождения ставкой банковского процента (ставкой рефинансирования) на день уплаты заемщиком суммы долга или его соответствующей части».

Следовательно, для займа характерны принципы кредитования: платность, возвратность, срочность. В то же время по авансовым платежам лизингополучателей при лизинговых операциях формально платность не предусматривается. Хотя лизингодатель может иметь в виду, что «стоимость» полученных от клиента средств, необходимых для финансирования лизингового проекта, учитывается при установлении величины лизингового процента.

Таким образом, можно считать оправданным, при определении левериджа (L_B) осуществлять корректировку в сторону уменьшения на величину авансов, полученных в части краткосрочной кредиторской задолженности (стр. 15202 Баланса «Расчеты с покупателями и заказчиками»).

Леверидж лизингодателя экономического

Расчет левериджа, характеризующего деятельность лизингодателя по новым сделкам, условно назовем его экономическим (L_E), мы осуществляли следующим образом:

$$L_E = (BC + Loan + CC + PN + B) : ER; \quad (2)$$

где: BC – средства, полученные за счет всех банковских кредитов;

Loan – займы учредителей, других организаций;

CC – коммерческие кредиты поставщиков;

PN – векселя;

B – эмиссии облигаций и валютных кредитных нот;

ER – собственные средства лизингодателей.

Эта формула предполагает, что расчет левериджа лизингодателя экономического в большей степени привязан к показателям, характеризующим структуру финансирования новых лизинговых договоров, которые были заключены лизинговыми компаниями в течение отчетного периода.

В 2011 г. величина L_E составляла у «Райффайзен-Лизинг» – 2,49; «РЕСО-Лизинг» – 1,57; «Элемент-Лизинг» – 3,91.

Значения L_E отличаются от L_B . Поясним, в чем различие между бухгалтерским и экономическим левериджем? Прежде всего, в L_E , как видно из формулы (2), не присутствует авансовый платеж лизингополучателя. Далее. Показатель L_B рассчитывается на определенную дату, соответственно, его значение – накопленный результат за весь период деятельности лизинговой компании, как правило, превышающий срок отчетного года. Если при расчете рассматривать разницу между значениями по датам, то велик риск неправильно оценить движение денежных средств внутри отчетного периода. Это особо важно при расчете краткосрочных обязательств, а они могут быть достаточно велики. Кроме того, на величину данного показателя может повлиять и нелизинговая деятельность той или иной лизинговой компании. И еще одно важное обстоятельство. В отдельных случаях значения L_E , в отличие от L_B , могут быть бесконечно велики. Это происходит, если в финансировании лизинговых проектов отчетного года по каким-то причинам не использовался или использовался совсем в незначительных объемах собственный капитал лизинговой компании.

Леверидж лизинговых проектов

Наиболее точным для оценки ситуации с пропорциями финансирования лизинга является показатель «Леверидж лизинговых проектов» (L_{LP}), который предполагает, что при его расчете учитываются не только собственные средства лизингодателя, но и средства лизингополучателя.

Для расчета этого показателя используем следующий порядок:

$$L_{LP} = (BC + Loan + CC + PN + B) : (ER + A); \quad (3)$$

где: A – собственные средства лизингополучателя в виде аванса, направленного лизингодателю.

Таблица 2
Показатели леввериджа на лизинговом рынке России
в 2005–2011 гг.

Показатели	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Левверидж лизингодателей экономического (L _Е)	11,37	11,96	12,35	7,93	7,82	8,49	11,02
Левверидж лизинговых проектов (L _{ЛР})	3,25	3,47	3,26	3,07	2,46	3,39	3,53
Превышение L _Е над L _{ЛР} в разы	3,5	3,4	3,8	2,6	3,2	2,5	3,1

Используя предложенную формулу, мы определили, что в 2011 г. для «Райффайзен-Лизинг» значение этого показателя составляло 1,35; для «РЕСО-Лизинг» – 1,01; для «Элемент-Лизинг» – 2,00. То есть эти показатели существенно меньше значений «леввериджа лизингодателя экономического».

Таким образом, если рассматривать левверидж лизингового проекта как инвестиционного проекта, что вполне оправдано, то логично было бы рассчитывать этот показатель как отношение заемных средств к сумме собственных средств лизингодателя и лизингополучателя, участвующих в финансировании сделки.

На основе данных наших исследований российского лизингового рынка были рассчитаны показатели L_Е и L_{ЛР} за семилетний период (табл. 2).

Благодаря возможности расширять заимствования левверидж в докризисный период увеличивался, затем последовал двухлетний спад. Период посткризисного подъема охарактеризовался опять ростом леввериджа. Если наше предположение о продолжительности циклов в лизинге верно [1], то рост леввериджа экономического сохранится и в 2012 г. Превышение значений «леввериджа лизингодателя экономического» над «леввериджем лизинговых проектов» колебалось в течение семи лет в пределах от 2,5 до 3,8 раза.

Формирующиеся тенденции установления соотношения заемного капитала к собственному капиталу лизинговых компаний способствуют выработке приемлемого норматива леввериджа для лизингового бизнеса в стране.

Возникает резонный вопрос, насколько размерность показателей, приведенных в табл. 1, приемлема для нормального развития лизингового бизнеса? Чтобы на него ответить, целесообразно выяснить пропорции, которые складываются в других странах.

Рассмотрим опыт тех стран, которые занимают ведущие позиции на мировом лизинговом рынке. Например, Китай. В этой стране в последние несколько лет очень активно развивалась лизинговая индустрия. В результате, Китай сумел всего за шесть лет подняться с 26-го на 2-е место в мире в 2010 г. по объему нового бизнеса, увеличив стоимость заключенных договоров лизинга с 2,4 млрд. дол. до уровня, превышающего 63,7 млрд. дол., то есть более чем в 26 раз. Директор Исследовательского центра по лизингу Пекинского университета международного бизнеса и экономики профессор финансов, доктор Янпинг Ши отмечает, что в Китае в соответствии с действующими нормативами для лизингодателей, работающих при банках, уровень финансового леввериджа должен быть не выше 12,5 : 1, а для небанковских лизинговых компаний эта пропорция не может превышать соотношения 10 : 1. [5, р. 168] Если сверить эти показатели с данными L_Е в табл. 2, то можно отметить, что российские лизингодатели вполне «вписываются» в соответствующие китайские требования.

Полагаю, что в дальнейшем, по мере развития отечественного лизингового рынка и роста объемов российских лизинговых операций, увеличения доверия кредиторов лизинговых компаний, левверидж может несколько возрасти. Однако здесь возможны и разнонаправленные тенденции. Например, более активное реинвестирование собственных средств лизингодателей в лизинговые проекты, увеличение авансоемкости в связи с намерением лизингополучателей сократить общие расходы по сделкам, увеличение приростов нового бизнеса в значительной степени за счет роста средней продолжительности договоров лизинга.

Левверидж-лизинг

Левверидж-лизинг является одной из форм финансового лизинга. Это название стало уже русифицированным, и наиболее точно характеризует лизинг, который осуществляется с участием компаний-поставщиков, лизингодателей и с привлечением кредитных средств у ряда банков, а также страхованием лизингового имущества и возврата лизинговых платежей с помощью страховых пулов.

Этот вид лизинга распространен как форма финансирования сложных, крупномасштабных объектов, таких, как авиатехника, морские и речные суда, строительство электростанций, железнодорожный и подвижной состав, буровые платформы и т. п. В зарубежной практике левверидж-лизинг считается наиболее сложным из лизинговых сделок, что обусловлено большим количеством участников, многоканальным финансированием проекта.

Специфической особенностью этого вида лизинга является то, что лизингодатели принимают участие в финансировании лишь части (на практике 20–40%) суммы, необходимой для покупки объекта лизинга, когда средства привлекаются и аккумулируются путем выпуска акций и распространения их среди лизингодателей-акционеров. Эта схема имеет много общего с проектным финансированием.

Оставшаяся часть (60–80%) контрактной стоимости объекта лизинга финансируется другими кредиторами (банками, инвесторами). Характерно, что при этом кредиторы не имеют права востребования задолженности по кредитам непосредственно у лизингодателей. Заинтересованные в участии в коммерчески привлекательном лизинговом проекте, они приобретают у лизингодателя обязательства его именных лизингополучателей без права на регресс. Правда, банки-кредиторы имеют предпочтение. Оно заключается в том, что в случае дефолта лизингополучателя удовлетворение их требований должно осуществляться раньше требований лизингодателя.

В этих сделках ввиду множества участвующих сторон присутствуют поверенный кредитор — для координации действий займодателей и поверенный лизингодатель — для управления совместными действиями контрагентов. Поверенный лизингодатель действует в качестве номинального лизингодателя и получает титул собственника оборудования. Он же распределяет лизинговую прибыль между акционерами.

В Германии и других странах стало обычаем делового оборота, когда кредиторы осуществляют финансирование инвестиционного проекта (сделки проектного финансирования) в объеме 85% от его стоимости, а лизингодатели — 15%, то есть левиридж равен 5,7. В России в настоящее время практика проектного финансирования предпола-

гает, что пропорции колеблются на уровне 2,3–3 к 1, то есть 70–75% к 30–25%.

В России операции левиридж-лизинга пока применяются в ограниченном объеме. Это обусловлено рядом причин: имущество, которое передается в лизинг по такой форме, как правило, дорогостоящее и для финансирования его покупки необходимо привлечение большого объема денежных средств; формирование акционерного капитала и эмиссия акций — дорогостоящее мероприятие, так как вклад в уставный капитал осуществляется за счет собственных средств предприятий, оставшихся после налогообложения прибыли. Кроме того, необходимо учитывать и расходы, связанные с регистрацией и выпуском акций; повышенные риски акционеров, связанные с возможным банкротством предприятия (требования кредиторов удовлетворяются раньше, чем требования акционеров); не в полном объеме отрегулирован механизм частичной уступки прав по дебиторской задолженности по дящимся договорам, к которым относятся договоры лизинга.

Вместе с тем полагаю, что за левиридж-лизинг в нашей стране большое будущее. Схема левиридж-лизинг в ближайшее время может стать очень интересной и привлекательной для инвесторов, если ее совместить с механизмом секьюритизации лизинговых активов, представляющим комплекс имущественных отношений, которые складываются между участниками сделки в рамках системы взаимосвязанных договоров по поводу привлечения лизингодателем выгодного финансирования для новых лизинговых проектов посредством селекции и обособления ликвидных активов, генерирующих денежные потоки, уступки прав по дебиторской задолженности по лизингу и сопряженных с этим процессом формированием залогового обеспечения, перераспределением рисков и проведением эмиссии ценных бумаг.

Литература:

1. Газман В.Д. Лизинг: финансирование и секьюритизация. — М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2011.
2. Лимитовский М.А. Инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках. Седьмое издание. — М.: Дело, 2011.
3. Йескомб Э.Р. Принципы проектного финансирования. — М.: Вершина, 2008.
4. Nevitt Peter K., Fabozzi Frank J. Project Financing. Seven Edition. Chapter 14 “Leveraged lease”. — London: Euromoney Books, Nestor House, 2000.
5. Yanping Shi. China Market Review // World Leasing Yearbook 2011 / ed. by L. Paul — London: Euromoney Institutional Investor Publication, 2011.