
ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

FINANCIAL MARKETS

УДК 330.322
ББК 65.263.111
К 21

Е.Е. Кардава

Кандидат экономических наук, заведующая кафедрой экономики филиала Адыгейского государственного университета в г. Белореченске. Тел.: (86155) 319 80.

Секьюритизация лизинговых активов как инновационный инструмент привлечения финансовых ресурсов *(Рецензирована)*

Аннотация. В статье рассмотрены социально-экономические особенности лизинговых отношений; дана динамика основных показателей лизинговой деятельности в РФ; указаны причины, сдерживающие развитие лизингового бизнеса в регионах; представлен один из перспективных источников финансирования — секьюритизация лизинговых активов; дана структура российского рынка секьюритизации по виду активов.

Ключевые слова: финансовые ресурсы, лизинговые активы, секьюритизация, оригинатор.

E.E. Kardava

Candidate of Economics, Head of Economic Department, Branch of Adyghe State University in Belorechensk. Ph.: (86155) 319 80.

Securitization of leasing assets as an innovation tool of attraction of financial resources

Abstract. The paper discusses the social and economic features of leasing relations, focusing on the dynamics of the main indicators of leasing activity in the Russian Federation and on the reasons of suppressing development of leasing business in regions. The author shows one of the most promising sources of financing, i.e. securitization of leasing assets, as well as structure of the Russian securitization market by kinds of assets.

Keywords: financial resources, leasing assets, securitization, originator.

Темпы роста объемов лизинговых сделок опережают динамику основных макроэкономических показателей в мировом масштабе. В 2007 году на 50 крупнейших лизинговых рынках мира были заключены новые договоры более чем на 760 млрд. долл. [1]. При этом лизинговые компании, созданные при производителях или поставщиках оборудования, являются лидерами лизингового бизнеса. Стабильные отношения с поставщиками оборудования позволяют им получить значительные конкурентные преимущества, что касается и

предоставления коммерческого кредита, и обязательства обратного выкупа лизингового объекта, а также продажи его на вторичном рынке, скидок и сервисного обслуживания.

По объемам лизинговых операций лидером в мире являются США, на которые приходится 55% от объемов подобных сделок. Здесь лизинговые операции являются основным инвестиционным инструментом, способствующим обновлению основных фондов [2]. Данные обстоятельства обуславливают все более пристальное внимание, уде-

ляемое различным теоретическим и практическим аспектам лизинговых отношений в отечественной экономической мысли.

В частности, можно согласиться с А. Уколовым [3], который обозначает следующие социально-экономические особенности лизинговых отношений:

— покупатель приобретает у производителя не только товар, но и потенциальную возможность вступать в экономические отношения с будущими арендаторами с целью удовлетворения их спроса на получение предмета лизинга и извлечения дохода;

— выступая в роли лизингодателя, покупатель выполняет стимулирующую функцию, побуждающую производителя лизингового товара к созданию продукции, более полно удовлетворяющей запросы потребителей;

— лизингодатель, выступающий в роли покупателя, продолжает процесс

производства товара в сфере обращения, осуществляя его транспортировку, хранение и т.д.;

— лизинг включает в себя не только отношения по купле-продаже товаров, но также социально-экономические (собственности, распределения, потребления и т.д.) и организационно-экономические отношения (различные конкретные формы организации лизинга и т.д.);

— специфика регулирования лизинга государством нацелена на то, чтобы арендодатели и арендаторы имели возможность получать льготный налоговый режим через механизм ускоренной амортизации и путем включения арендных платежей в себестоимость продукции.

Экономические взаимоотношения участников лизинговой сделки при этом можно представить следующим образом (рис. 1).

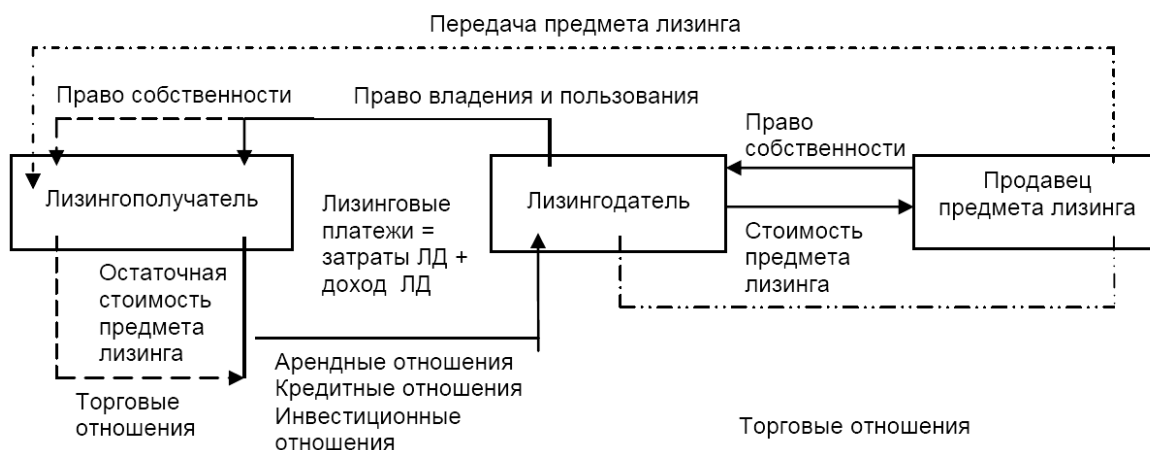


Рисунок 1. Экономические взаимоотношения участников лизинговой сделки [4]

Необходимо подчеркнуть, что в то время, как в мировой практике лизинговые отношения имеют достаточно богатую историю, их активное развитие в российской экономике происходит лишь в последние двадцать лет. Отметим при этом, что впервые в отечественной практике использование лизинговых операций получило распространение во время Великой Отечественной войны, когда поставки военной техники из США производились в рамках лизинга.

В послевоенное время производились операции по приобретению доро-

гостоящего оборудования с использованием лизинговых схем. Например, Министерство морского флота СССР применяло такой вид лизинга, как бербоутчартер, представляющий собой наем судов без экипажа. По окончании срока аренды корабли выкупались у их прежних владельцев [5].

В постсоветское время лизинговая деятельность получила официальное признание и поддержку, начиная с 1994 г., когда были приняты нормативные акты, регулирующие порядок организации лизинговых операций.

Рынок лизинговых услуг в России в последнее время развивается довольно динамично. Так, доля лизинга в ВВП в 2010 году составила 1,63% по сравне-

нию с 0,81% в 2009 году и продолжила увеличиваться в 2011 году, что иллюстрирует рисунок 2.

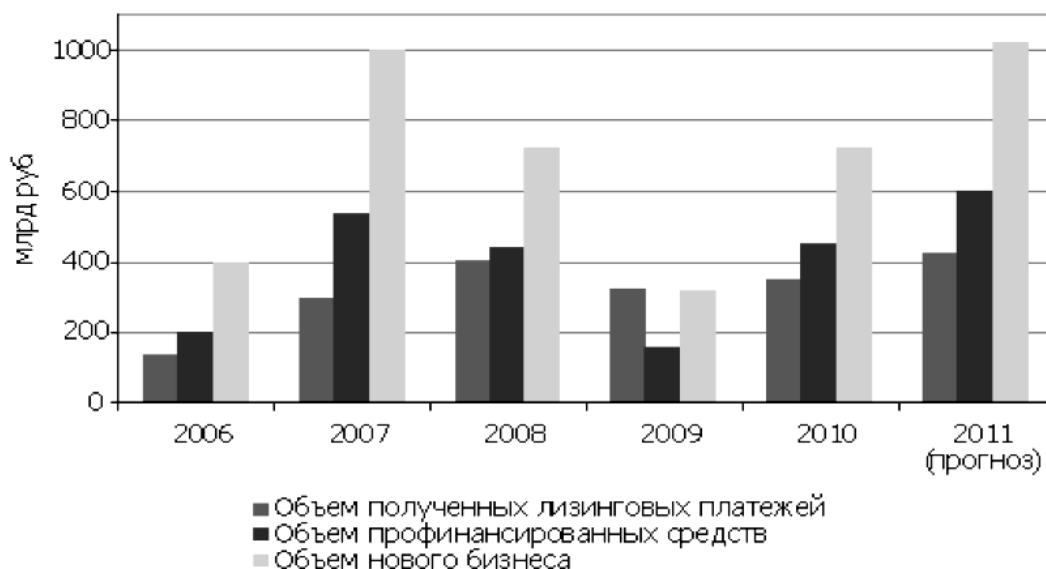


Рисунок 2. Динамика основных показателей лизинговой деятельности в РФ [6]

При этом по доле в лизинговом портфеле на железнодорожную технику пришлось 41,8%, на авиационный транспорт — 12,4%, на грузовой автотранспорт — 6%, на энергетическое оборудование — 5,7% [7]. В настоящее время получает распространение новая разновидность лизинга — лизинг персонала. Ее сущность заключается в том, что компания-провайдер передает своих сотрудников, с которыми имеет гражданско-правовые отношения, компании-заказчику. При этом заказчик имеет возможность значительно оптимизировать затраты на персонал [8].

Заметим, что основной объем лизинговых операций приходится на Москву и Санкт-Петербург. В этой связи отметим, что основными причинами, сдерживающими развитие лизингового бизнеса в регионах, являются [9]:

- отсутствие достаточного капитала для долгосрочных инвестиционных вложений;

- нежелание крупных российских компаний продвигаться в регионы, поскольку им достаточно сложно оценить сопутствующие этому риски;

- «фиктивный» лизинг, проявляющийся в том, что некоторые местные лизинговые компании зачастую создаются с целью минимизации налоговых платежей;

- слабое участие властей регионов в поддержке развития лизинговой деятельности.

Условия банковского кредитования также очень часто не соответствуют потребностям лизинговых компаний как по срокам и уровню эффективной ставки, так и по требованиям к заемщику. В этой связи лизинговые компании стали обращаться к долговому финансированию как альтернативе банковскому кредитованию. В настоящее время можно отметить ряд успешных размещений корпоративных облигационных займов лизинговых компаний, которые пришлось на второе полугодие 2010 года, когда шесть эмитентов разместили облигации на сумму 22,25 млрд. руб. [10]. Интерес к такому инструменту, как облигации, был связан с повышением активности на долговом рынке, увеличением потребности лизингодателей в расширении фонди-

рования, отсутствием необходимости предоставления залога, приемлемыми процентными ставками, отсутствием требований к целевому назначению использования привлекаемых средств.

По нашему мнению, одним из перспективных источников финансирования является такой механизм, как секьюритизация лизинговых активов. Понятие «секьюритизация» является производным от другого термина — «security», который, со множеством оговорок, может быть признан аналогом понятия «ценная бумага». Д.А. Пенцов определяет security как сделку по предоставлению денежных средств в пользование другого лица с целью извлечения прибыли, удостоверяющий такую сделку документ, а также право на его приобретение или продажу («инструмент»), который характеризуется следующими обстоятельствами [11]:

1) мотивацией продавца, заключающейся в привлечении капитала, необходимого для общего использования в коммерческом предприятии продавца или для финансирования существенных инвестиций;

2) мотивацией покупателя, заключающейся в получении прибыли от предоставления средств;

3) выступлением инструмента в роли «предмета обычной торговли»;

4) разумными ожиданиями покупателя о применении к инструменту федеральных законодательных актов;

5) отсутствием сокращающего риск фактора.

Х.П. Бэр указывает, что речь идет о механизме, при котором финансовые активы списываются с баланса предприятия, отделяются от остального имущества и передаются специально созданному финансовому посреднику, а затем рефинансируются на денежном рынке или рынке капитала [12]. По мнению И.Л. Бланка, секьюритизация — это процесс преобразования низколиквидных финансовых активов в ликвидные ценные бумаги, обращающиеся на рынке капитала [13].

Как отмечают Дж. Пизли и Д. Найренберг, в типичной сделке секьюритизации владелец пула прав требования передает их, непосредственно или через посредника, в траст или другому юридическому лицу, которое, в свою очередь, выпускает ценные бумаги, подержанные этим имуществом [14].

Экономический смысл секьюритизации состоит в том, чтобы компания могла использовать секьюритизированные активы для мобилизации средств на рынках капитала по более низкой стоимости, нежели если бы она, выступая в обороте с присущими ей рисками, привлекала средства напрямую [15]. При этом главной предпосылкой появления современного механизма секьюритизации активов явилось последовательное смещение от традиционного банковского кредита в пользу выпуска ценных бумаг как альтернативной формы финансирования [16].

При этом эффективность секьюритизации лизинговых активов носит комплексный характер, проявляющийся как в снижении доходности выпущенных ценных бумаг при их размещении относительно лизингового процента, так и в дюрациях портфеля ценных бумаг при их размещении, отмечаемой вследствие реструктуризации потока платежей по лизинговому портфелю [17].

Механизм секьюритизации можно схематично изобразить следующим образом. Желая привлечь финансирование при помощи секьюритизации фирма, называемая «оригинатор», обособляет определенные активы от связанных с ней рисков. Активы передаются вновь создаваемому лицу, обозначаемому как «компания / лицо со специальной целью» (Special Purpose Vehicle, SPV), которое структурируется таким образом, чтобы минимизировать вероятность банкротства. SPV эмитирует ценные бумаги, обеспеченные требованиями, передавая вырученные средства оригинатору. Графически механизм секьюритизации иллюстрирует рисунок 3.

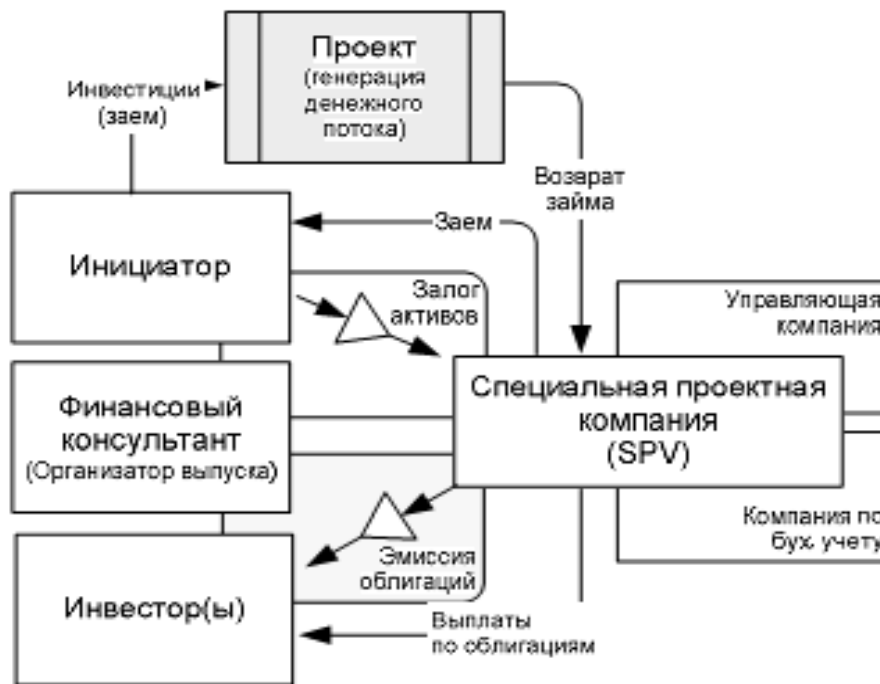


Рисунок 3. Концептуальная схема механизма секьюритизации

Таким образом, секьюритизация активов — это техника (способ) финансирования, при которой [18]:

- некоторый генерирующий потоки платежей актив (диверсифицированный пул такого рода активов) выделяется (списывается) с баланса инициатора;

- этот актив приобретает юридическую самостоятельность путем передачи SPV;

- SPV осуществляет его рефинансирование на рынке капиталов или денежном рынке посредством выпуска ценных бумаг.

Необходимо указать на особую роль, которую при секьюритизации лизинговых активов играют трастовые компании. Лизинговые компании порой предоставляют в финансовую аренду объекты, стоимость которых может превышать размер собственного капитала компании, что обуславливает переуступку лизинговых контрактов трастовой компании, осуществляемую с определенным дисконтом методами цессии, новации и субучастия. Особенностью процедуры переуступки лизинговых контрактов является то, что по передаваемым контрактам не происходит смены собственника, кото-

рым остается сам инициатор, что значительно упрощает механизм секьюритизации [19].

В США за последние 15 лет величина сделок по секьюритизации лизинговых активов составила 124,4 млрд. долл., или в среднем 8 млрд. долл. в год. Наиболее развитым в Европе является рынок секьюритизации лизинговых активов Италии. Ежегодно в Италии заключается около десяти подобных сделок, средняя стоимость которых составляет 828 млн. евро. Предметами секьюритизации выступают лизинговые контракты с различными видами имущества. При этом удельный вес оборудования составляет 60%, недвижимости — 25%, автотранспорта — 15% [20].

Первая в отечественной практике сделка по секьюритизации лизинговых обязательств была реализована в 2006 году группой компаний (в т.ч. «Магистраль Финанс») по договорам лизинга с ОАО «Российские железные дороги». Стоимость сделки составила 12,6 млрд. руб., а в качестве предмета секьюритизации выступал портфель из семи лизинговых контрактов. Данная сделка представляет собой классический случай секьюритизации, при которой

имеет место уступка прав требования по договору лизинга и реальная продажа предмета лизинга. В результате секьюритизации были эмитированы обеспеченные еврооблигации сроком на

шесть лет с доходностью 7,875% [21]. При этом на долю операций по секьюритизации лизинговых активов приходится 12% от общего объема рынка подобных сделок в РФ (рис. 4).

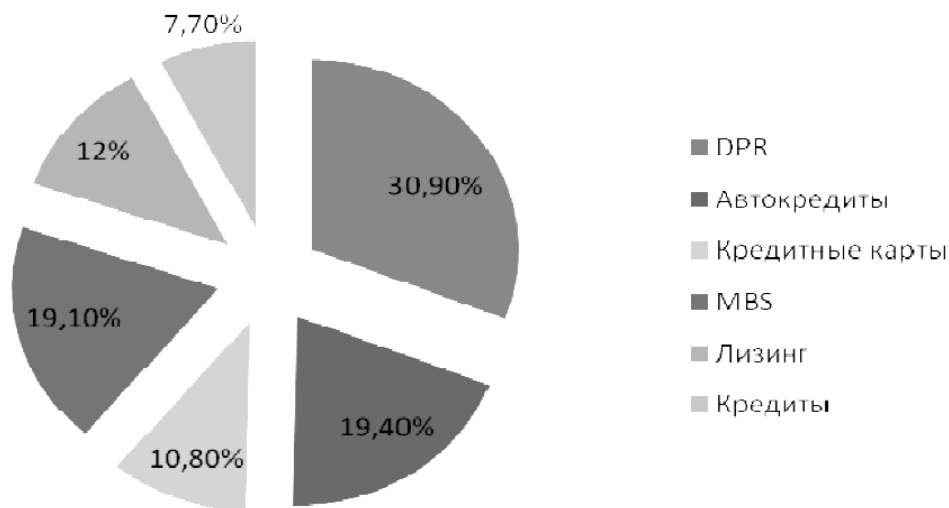


Рисунок 4. Структура российского рынка секьюритизации по виду активов [22]

Можно выделить характерные проблемы, присущие механизму секьюритизации лизинговых сделок в отечественной практике. Прежде всего, на рынке пока не существует каких-либо финансовых конструкций, приспособленных под инструмент секьюритизации. Данное обстоятельство явилось важнейшей причиной того, что SPV при проведении рассматриваемых сделок находилась за пределами границ РФ. Кроме того, развитию института секьюритизации препятствуют относительная узость отечественного фондового рынка, неподготовленность инвесторов и отсутствие законодательной базы.

Решение данных проблем видится возможным при выполнении следующих первоочередных условий:

— расширении номенклатуры лизинговых активов, которые могут быть использованы в процессе секьюритизации;

— расширении прав требования, используемых для целей секьюритизации;

— введении ограничений на возможность признания уступки прав требования недействительной;

— определении требований к эмитентам ценных бумаг, выпускаемых при секьюритизации лизинговых активов;

— уточнении законодательства в части специфики ценных бумаг, обеспеченных лизинговыми активами.

Примечания:

1. Газман В. Аритмия лизингового рынка // Вопросы экономики. 2010. №3. С. 102.
2. Опалева О.И. Лизинговая деятельность — один из факторов устойчивого экономического роста // Финансы и кредит. 2006. №34. С. 80.
3. Уколов А. Развитие рынка лизинговых услуг в современных условиях // Социальная политика и социальное партнерство. 2011. №5. С. 49.
4. Трифонова Е.М. Реализация функций лизинга участниками лизинговых отношений // Вестник Чувашского университета. 2008. №4. С. 473.
5. Газман В.Д. Лизинг: теория, практика, комментарии. М.: Правовая культура, 1997. С. 19.
6. Беданокоев М.К., Машинина М.Г. Лизинг как инструмент воспроизводственной политики // Новые технологии. 2012. Вып. 1. С. 83.

-
7. По данным агентства «Эксперт-РА».
 8. Уколов А. Указ. соч. С. 51.
 9. Самвелян Р.В. Перспективы развития рынка лизинга. Пути повышения эффективности лизинговой деятельности в России // *Финансы и кредит*. 2011. №3. С. 74.
 10. Герасимов В.Г., Бабиченко М.Б. Факторы, негативно влияющие на развитие лизинговых отношений // *Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук*. 2011. №5. С. 53.
 11. Пенцов Д.А. Понятие «Security» и правовое регулирование фондового рынка США. СПб.: Пресс, 2003. С. 156.
 12. Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов — инновационная техника финансирования банков. М.: Волтерс Клувер, 2006. С. 3.
 13. Бланк И.Л. Основы инвестиционного менеджмента. Киев: Эльга-Н, Ника-Центр. 2001. Т. 2. С. 448.
 14. Peaslee J., Nirenberg D. Federal Income Taxation of Securitization Transactions. New Hope: Frank J. Fabozzi Associates, 2001. P. 1.
 15. Schwarcz S. The Universal Language of International Securitization. URL: www.law.duke.edu/journals/djcil/articles/djcil12p285.htm.
 16. Белозеров С.А., Лупырь А.А. Становление современного механизма секьюритизации активов // *Финансы и кредит*. — 2011. №7. С. 9
 17. Газман В. Инновационное финансирование лизинга // *Вопросы экономики*. 2011. №9. С. 115.
 18. Терещенко Н.Н. Квалификация сделок секьюритизации как способ повышения их надежности // *Финансы и кредит*. 2011. №8. С. 35.
 19. Лещинский М. Секьюритизация как механизм рефинансирования лизинговых активов // *Банковское дело*. 2007. №4. С. 32.
 20. Газман В. Инновационное финансирование... С. 113.
 21. Солдатова А.О. Секьюритизация лизинга на российском рынке: продолжение следует // *Лизинг ревью*. 2007. №6. С. 6.
 22. Морозов А.Н., Магруппова З.Н., Еремеева А.С. Инновационные инструменты развития рынка лизинговых активов в России // *Перспективы науки*. 2010. №3. С. 141

References:

1. Gazman V. Arrhythmia of the leasing market // *Questions of Economy*. 2010. No. 3. P. 102.
2. Opaleva O.I. Leasing activity as one of sustained economic growth factors // *Finance and the Credit*. 2006. No. 34. P. 80.
3. Ukolov A. Development of the market of leasing services in modern conditions // *Social policy and social partnership*. 2011. No. 5. P. 49.
4. Trifonova E.M. Realization of leasing functions by participants of the leasing relations // *Bull. Chuvash University*. 2008. No. 4. P. 473.
5. Gazman V.D. Leasing: theory, practice and comments. M.: Legal Culture, 1997. P. 19.
6. Bedanokov M.K., Mashinina M.G. Leasing as a tool of reproduction policy // *New Technologies*. 2012. Iss. 1. P. 83.
7. According to Expert-RA agency.
8. Ukolov A. Ibid., P. 51.
9. Samvelyan R.V. Prospects of development of the leasing market. Ways to increase efficiency of leasing activity in Russia // *Finance and the Credit*. 2011. No. 3. P. 74.
10. Gerasimov V.G., Babichenko M.B. The factors negatively influencing development of the leasing relations // *Actual Problems of Humanitarian and Natural Sciences*. 2011. No. 5. P. 53.
11. Pentsov D.A. Concept “Security” and legal regulation of stock market of the USA. SPb.: Press, 2003. P. 156.
12. Ber Kh.P. Securitization of assets: securitization of financial assets as an innovative equipment of bank financing. M.: Volters Kluver, 2006. P. 3.
13. Blank I.L. Bases of investment management. Kiev: Elga-N, Nika Center. 2001. V. 2. P. 448.
14. Pleaslee J., Nirenberg D. Federal Income Taxation of Securitization Transactions. New Hope: Frank J. Fabozzi Associates, 2001. P. 1.
15. Schwarcz S. The Universal Language of International Securitization. URL: www.law.duke.edu/journals/djcil/articles/djcil12p285.htm.

-
16. Belozerov S.A., Lupyr A.A. Formation of the modern mechanism of securitization of assets // Finance and the Credit. 2011. No. 7. P. 9.
 17. Gazman V. Innovative financing of leasing // Questions of Economy. 2011. No. 9. P. 115.
 18. Tereshchenko N.N. Qualification of transactions of securitization as the way to increase their reliability // Finance and the Credit. 2011. No. 8. P. 35.
 19. Leshchinsky M. Securitization as the mechanism to refine leasing assets // Banking. 2007. No. 4. P. 32.
 20. Gazman V. Innovative Financing ... P.113.
 21. Soldatova A.O. Leasing securitization in the Russian market: continuation follows // Leasing revue. 2007. No. 6. P. 6.
 22. Morozov A.N., Magrupova Z.N., Yeremeyeva A.S. Innovative instruments of development of the market of leasing assets in Russia // Science Prospects. 2010. No. 3. P. 141.