

## Секьюритизация лизинговых активов

Газман В.Д.

Секьюритизация лизинговых активов состоялась на стыке применения четырех финансовых инструментов – кредитования, лизинга, факторинга, эмиссии ценных бумаг. Этот инновационный механизм, требующий тонкой научной и практической настройки, использования различных моделей реализации инвестиционных проектов, позволяет достичь замечательных экономических результатов в обновлении основных производственных фондов, модернизации и техническом перевооружении предприятий.

Проведенное исследование позволило автору впервые дать научное определение понятия «секьюритизация лизинговых активов». В статье предложена система неравенств, с помощью которой можно моделировать процесс секьюритизации лизинговых активов и его ценообразование, формализуется порядок определения доходности лизингодателей от проведения секьюритизации.

Автор осуществляет сопоставление контрактной стоимости договора лизинга и объема секьюритизации лизингового актива с помощью показателя, который позволяет инвесторам повысить оценку качества активов и обоснованности риск-менеджмента.

В статье анализируются требования к секьюритизации лизинговых активов; рассматривается взаимосвязь дюрации лизингового портфеля и эффективности секьюритизации; анализируются особенности рынка секьюритизации лизинговых активов США и Италии на основе собранной, систематизированной и обобщенной автором статистики по этим странам; представлен прогноз автора по развитию секьюритизации лизинговых активов России.

**Ключевые слова:** секьюритизация; лизинг; инновационное финансирование; оригинатор; лизингодатель; лизингополучатель; инвестор; факторинг; обеспечение; эмиссия; облигации; уступка по лизинговому договору; залог; финансовые инструменты; ликвидность; качество активов.

### Введение

Традиционно на протяжении почти двадцати лет лизинговые проекты в России финансировались за счет кредитов, займов, собственных средств лизингодателей.

---

**Газман В.Д.** – к.э.н., профессор кафедры фондового рынка и рынка инвестиций Государственного университета – Высшей школы экономики. E-mail: garantinv@bk.ru

Статья поступила в Редакцию в августе 2010 г.

Однако их дефицит и высокая стоимость на внутреннем рынке предопределили поиск принципиально новых, инновационных финансовых механизмов, среди которых наиболее значимое место принадлежит секьюритизации лизинговых активов.

Интерес к секьюритизации обусловлен ее большими возможностями обеспечить дополнительную ликвидность на лизинговом рынке, что крайне важно сейчас, в период посткризисного обновления российского рынка капитала, когда объемы среднесрочного и долгосрочного финансирования сократились более чем вдвое.

Тесная связь между лизингом и секьюритизацией строится на масштабности и срочности сделок, порядке формирования денежных потоков и их направленности, повышенной заинтересованности многих хозяйствующих субъектов в снижении инвестиционных рисков, оптимизации портфеля лизинговой компании за счет полной или частичной его реструктуризации и снижения стоимости привлеченного капитала посредством эмиссии выпуска высоконадежных ценных бумаг.

Действительно, секьюритизация как инновационный метод финансирования может активно способствовать развитию национального рынка лизинговых услуг. Поэтому необходимо исследовать ее достоинства и недостатки по сравнению с другими способами финансирования инвестиционных проектов, представить теоретическое обоснование и подготовить практические рекомендации по применению в России.

Научными исследованиями в области секьюритизации активно стали заниматься в конце прошлого века. В литературе получил распространение тезис, согласно которому секьюритизация относится к одному из важнейших открытий западной экономической мысли. Причем наибольшее внимание исследователей было обращено к секьюритизации ипотечных и банковских кредитов. Вместе с тем отмечалась целесообразность и перспективность проведения исследований использования секьюритизации в инвестиционных лизинговых проектах, а некоторые авторы утверждали, что финансовый лизинг является наиболее традиционной формой его применения [19, р. В2/68].

Востребованность нового финансового инструмента подтолкнула к изучению и объективной оценке опыта, который накопился в деятельности лизингодателей США, Италии, Германии, Франции, Великобритании, Австрии, Нидерландов и других стран, где данный механизм инновационного финансирования оказался полезным для мобилизации денежных ресурсов и сокращения стоимости лизинговых операций.

### **Сущность и экономические предпосылки секьюритизации**

Существует несколько моделей проведения секьюритизации. Соответственно, возникает потребность в научном определении ее сути и классификации разновидностей. Полагаю, что дифференциацию целесообразно осуществлять на основе принципа дихотомии, т.е. деления надвое: на классическую секьюритизацию и синтетическую секьюритизацию.

Оба этих вида, предусматривающие несколько этапов проведения сделки, предполагают определенную последовательность в действиях. Причем на первом этапе, когда происходит отбор и обособление активов, предназначенных для секьюритизации, возможны идентичные процедуры. Затем возникают существенные различия, связанные с проектированием и реализацией ее экономико-правового механизма.

Классическая секьюритизация предполагает непосредственную продажу актива (true sale), когда в качестве продавца выступает оригинатор (инициатор сделки), кото-

рым является лизингодатель, а в качестве покупателя фигурирует специальное юридическое лицо (Special Purpose Vehicle – SPV). При этом происходит передача прав на получение долга новому собственнику актива и последующая эмиссия ценных бумаг.

Вместе с тем при секьюритизации не всегда проводится списание активов с баланса originатора. При синтетической секьюритизации используется прямая или отложенная уступка прав originатором дебиторской задолженности SPV без передачи прав собственности на актив, т.е. когда вместо продажи актива осуществляется передача его в залог, и при этом перенаправленный денежный поток будет являться обеспечением эмиссии.

Предметом секьюритизации становятся один и более активов. Здесь все зависит от намерений и возможностей сторон сделки. Имеются в виду следующие обстоятельства. Лизинговая компания или группа лизингодателей с учетом всех рисков и имеющихся средств «вложились» в одну или несколько лизинговых сделок. Однако наличности для заключения новых контрактов нет, либо ее недостаточно, либо требуется рефинансирование с привлечением более дешевых средств. Поэтому лизинговая компания готова предоставить SPV по договору купли-продажи или по договору уступки прав свой действующий в течение определенного срока контракт. Это означает, что после заключения соглашения originатора с SPV, лизингополучатель продолжает исполнять контракт и платит лизинговые платежи, но не прежнему лизингодателю, а SPV. То есть для лизингополучателя происходит смена лица в обязательстве по договору лизинга. Причем при классической секьюритизации меняется собственник лизингового имущества – им становится SPV, а при синтетической секьюритизации этого не происходит, собственником по-прежнему остается лизингодатель, и осуществляемая уступка прав во многом схожа с факторингом.

Для аккумуляции средств, необходимых для покупки лизинговых контрактов у лизингодателей, либо выплаты определенных сумм по договору уступки прав выпускаются облигации. В качестве покупателей облигаций могут выступать различные инвестиционные фонды, инвестиционные банки, экспортно-импортные агентства и др. Обеспечением эмиссий облигаций служат сами лизинговые активы: основные средства и переданные права на получение лизинговых платежей.

Прежде чем совершится сделка купли-продажи лизинговых контрактов, определяется ликвидность уступаемых активов. Для этого осуществляется оценка финансовой устойчивости и перспектив развития лизингополучателей, выясняется уровень сбалансированности передаваемого портфеля, проводится мониторинг ситуации на рынке активов, передаваемых SPV, составляется подробная информация, характеризующая репутацию лизингодателя, определяются условия привлечения финансирования. Как правило, эту работу осуществляет originатор, привлекая к ней специализированные организации.

В договоре купли-продажи лизингового контракта или его уступки стороны могут предусмотреть ряд сценариев, например:

- право регресса в отношении originатора и возврата этого контракта предыдущему собственнику;
- право перехода всего обеспечения по первичному договору лизинга к SPV;
- возможность выплаты покупателем сразу не всей суммы, а только части ее, например 80%, и т.д.

Как свидетельствует зарубежный опыт, продажа лизинговых контрактов чаще осуществляется в тех случаях, когда портфель лизингодателя достигает достаточно

крупных размеров. При этом лизингодатель продает его SPV целиком или частично. Новый собственник портфеля получает и распределяет поступления от лизинговых сделок. Инвесторы, которые приобрели облигации, эмитированные SPV, получают доход по купонам за счет средств, вырученных от лизинговых платежей.

При использовании механизма синтетической секьюритизации лизинговые платежи по-прежнему платятся лизингодателю. Они становятся обеспечением для эмиссии облигаций и для выдачи кредита лизингодателю, причем на более выгодных условиях по сравнению с тем кредитом, который первоначально был получен для покупки лизингового имущества.

Сравнительный анализ двух видов секьюритизации, применительно к российским условиям, позволил выявить еще ряд некоторых особенностей, в частности:

- при продаже лизинговых контрактов происходит вывод актива с баланса лизингодателя (согласно российскому законодательству актив может находиться и на балансе лизингополучателя). При синтетической секьюритизации актив в виде основных фондов, являющихся предметом лизинга, продолжает оставаться на балансе лизингодателя;

- в случае классической секьюритизации SPV после покупки контракта формально становится лизингодателем, а к лизинговой компании переходят функции сервисной компании. В свою очередь, при синтетической секьюритизации лизингодатель не меняется и никакие функции на сервисную компанию не выделяются;

- поскольку сделки имеют характер трансграничных, то в случае классической секьюритизации возможно возникновение рисков, связанных с налогами, например, с НДС из-за изменения ставки налога, налога на прибыль из-за возможности отмены использования механизма ускоренной амортизации, дополнительных организационных сложностей по налогу на имущество. В схеме синтетической секьюритизации проблемы такого рода не возникают, поскольку не происходит смена лица в обязательстве;

- при классической секьюритизации требуется осуществлять рейтингование эмитируемых бумаг, а также нести расходы по листингу. В сделках синтетической секьюритизации применяется механизм эмиссии еврооблигаций, где данные обязательства не являются обязательными для исполнения;

- ввиду значительной дифференциации стоимости денег на рынке капитала, а также отсутствия национального законодательства по секьюритизации, при классической секьюритизации сделки с участием российских компаний осуществляются в зарубежной валюте. При синтетической секьюритизации стоимость облигаций выражается в любой валюте по выбору эмитента. При этом валюта необязательно является денежной единицей страны регистрации эмитента или страны размещения облигационного займа.

Вместе с тем достоинства и недостатки каждого из видов секьюритизации во многом обусловлены используемыми концептуальными подходами проектантов, которые учитывают перспективы той или иной лизинговой компании после того, как сделка секьюритизации началась. Например, целью создания лизинговой компании может являться только одна крупная сделка, и жизненный цикл лизингодателя изначально проектируется недолгим (1–2 года). В таком случае, скорее всего, будет выбрана схема классической секьюритизации с продажей актива.

Имеют место и не столь значимые, но фрагментарные расхождения. Например, различия в сроках оспаривания сделки. При классической схеме это можно сделать в течение трех лет, а при синтетической – процедура сокращается до полугода.

В результате секьюритизации снижаются риски для инвесторов, поскольку SPV обладает понятным и определенным набором активов с достаточно предсказуемыми поступлениями в виде лизинговых платежей или достаточно существенным залоговым обеспечением; инвестиции осуществляются под конкретные, хорошо проверенные лизинговые сделки, по которым налажен денежный поток и идут платежи, в соответствии с графиком, установленным в договоре.

Лизингодатель за счет секьюритизации получает средства для заключения новых лизинговых сделок, которые для него становятся более выгодными по сравнению с условиями первоначального банковского кредитования лизингового договора. Этот эффект привлекателен и для лизингополучателей.

Таким образом, при проведении секьюритизации лизинговых активов могут происходить следующие процессы:

- селекция и обособление ликвидных лизинговых активов, генерирующих денежные потоки, включая объединение лизинговых активов в единый пул;
- «упаковка» лизинговых активов для использования их в качестве обеспечения эмитируемых ценных бумаг;
- размещение ценных бумаг среди инвесторов.

Для достижения арбитража по процентным ставкам ценные бумаги эмитируются несколькими траншами. Обычно выпускаются один или несколько старших траншей, а также один или несколько промежуточных и младших траншей, и остаточный транш, имеющий более низкий рейтинг и более высокий процент. Соответственно инвесторы приобретают облигации из траншей, руководствуясь соотношением «риск – доходность». Наибольшие риски присущи младшим и остаточному траншу, который обычно выкупается оригинатором. Выплаты по младшим траншам осуществляются после удовлетворения требований владельцев ценных бумаг старших траншей. Использование такого механизма позволяет управлять рисками проекта.

Таким образом, в результате механизм секьюритизации включает в себя процедуру по отбору однородных активов и их объединение в масштабный, подлежащий реализации портфель. Причем, в целом, портфель этих лизинговых активов может обладать лучшими качественными характеристиками благодаря диверсификации кредитного риска, пространственной диверсификации, размерам трансакций и т.д.

Секьюритизация лизинговых активов нацелена на: расширение доступности средств для заемщиков; повышение ликвидности на лизинговом рынке; улучшение условий финансирования лизинговых проектов, включая снижение стоимости привлекаемых ресурсов; замену долгосрочных активов наличностью; структуризацию и упорядочение портфелей договоров; снижение уровня рисков для кредиторов и создание для инвесторов новых инвестиционных возможностей.

Мотивация действий, связанных с процессом секьюритизации активов, становится предметом исследований зарубежных и отечественных специалистов. Так, Фрэнк Фабоцци считает, что компании секьюритизируют активы для того, чтобы снизить стоимость финансирования; диверсифицировать источники финансирования; увеличить доходы для отражения в финансовых отчетах; снизить требования к капиталу, если речь идет о компании, деятельность которой регулируется государством [16, с. 447]. Глен Арнольд добавляет к перечисленным достоинствам секьюритизации активов

«пулинг<sup>1</sup> и переупаковку относительно небольших, однородных и неликвидных финансовых активов в ликвидные ценные бумаги» [1, с. 452].

Более развернутое и детализированное определение секьюритизации активов приводится в документах Комиссии по ценным бумагам и биржам США. В нем указывается, что в целях понимания секьюритизации активов следует рассматривать: «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»<sup>2</sup>.

Как видно из всех приведенных выше определений, в ходе секьюритизации активов участники данного процесса непременно вступают в экономические и правовые отношения, которые определяются, с одной стороны, требованиями регулирующих органов, а с другой стороны, нормами заключенных между сторонами договоров.

Существует мнение, что секьюритизацию активов следует рассматривать как подвид более общего семейства видов финансирования, наряду с факторингом, проектным финансированием, лизингом [4, с. 27]. Однако здесь требуется некоторое уточнение, поскольку в предлагаемой классификации изначально заложен элемент разнородности указанных финансовых инструментов и, в известной степени, их противопоставление как альтернативных источников финансирования. На самом деле, секьюритизация может использоваться применительно к активам, передаваемым и в лизинг, и в факторинг, что уже нашло подтверждение в зарубежной и отечественной практике.

Дело в том, что лизинг, к примеру, является не только инструментом финансирования. В соответствии с существующей доктриной, лизинг в Российской Федерации является видом инвестиционной деятельности. Для выполнения этой функции конструкция лизинговых отношений должна базироваться на привлечении многочисленных источников финансирования.

Поэтому полагаю, что секьюритизацию активов целесообразно рассматривать как эффективный инструмент для развития лизинговых отношений, нацеленных на реализацию инвестиционных проектов.

Кроме того, следует учитывать, что факторинг, сам по себе представляющий уступку дебиторской задолженности, используется в качестве одного из ключевых инструментов проведения сделки секьюритизации.

Важно определить, что является предметом секьюритизации лизинговых активов, т.е. что вкладывается в понятие «лизинговый актив», и какие существуют способы передачи этого актива SPV. Считаю, что в качестве лизингового актива следует рассматривать:

- имущество, которое передается лизингополучателю во временное владение и пользование на условиях договора лизинга (оборудование, транспортные средства, здания, сооружения);

---

<sup>1</sup> В данном контексте используемый термин характеризует усреднение цен на ценные бумаги, купленные в различные периоды, которое производится для установления сумм, облагаемых налогом на прирост капитала.

<sup>2</sup> <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/securitiesanalysts.htm>

- платежи по договору лизинга, которые лизингополучатель обязан перечислить лизингодателю за право временного владения и пользования имуществом в соответствии с заключенным между сторонами договором.

Действительно, операция по привлечению финансирования возможна, если лизингодатель передает третьему лицу право на получение лизинговых платежей, но сохраняет при этом право собственности на лизинговое имущество. Такая модель соответствует сделкам финансового лизинга, которые предполагают смену собственника в конце срока договора лизинга, и оперативного лизинга, когда перехода права собственности не происходит. Причем при финансовом лизинге, когда в конце срока договора чаще всего предусмотрен выкуп имущества, процесс секьюритизации может предполагать не только передачу третьему лицу прав на получение лизинговых платежей, но и непосредственно продажу этому лицу самого имущества, которое в дальнейшем будет использоваться в качестве обеспечения при выпуске ценных бумаг. Рейтинговые агентства в США не без оснований считают, что истинная продажа лизинговых контрактов при проведении секьюритизации имеет место только в случае, когда к третьему лицу переходят права собственности на получение лизинговых платежей и право собственности на имущество, переданное в лизинг. То есть когда способ передачи предполагает возможность осуществления прямой продажи актива.

Вместе с тем, независимо от вида секьюритизации (прямой продажи самого актива или уступки прав на получение платежей по договору лизинга), можно достичь вполне определенной соотнесенности привлекаемого лизингодателем финансирования с потоком лизинговых платежей.

Кроме того, полагаю, что опосредованно к сделкам секьюритизации, имеющим отношение к лизинговым активам, можно отнести и секьюритизацию кредитов, предоставленных банками лизингодателям для реализации лизинговой сделки. Данное соображение обусловлено тем, что лизинговое имущество, которое часто является обеспечением при получении кредита, становится предметом секьюритизации.

Эмиссия ценных бумаг, выпускаемых в процессе секьюритизации, как правило, осуществляется на основе отношений, складывающихся по поводу использования облигаций, обеспеченных денежными потоками по активам, и залогом облигациям, т.е. с учетом залогового обеспечения. Имущественный залог применяется и в отдельных подвидах секьюритизации лизинговых активов, например, в процессе кредитования лизингодателя в моделях синтетической секьюритизации. Здесь следует согласиться с теми авторами, которые считают, что важным достижением секьюритизации стало использование именно имущественного залога [3, с. 763].

В различных формах дополнительное обеспечение имело место при проведении сделок секьюритизации лизинговых активов в Европе и проектов с участием российских лизинговых компаний. Как показал практический опыт, дополнительное обеспечение при секьюритизации лизинговых активов предоставлялось в следующих формах:

- резервирования на специальных счетах, в том числе резерва на выплату НДС, резерва на покрытие налоговых обязательств, других резервов;
- страхования финансовых рисков;
- прав требования по договорам лизинга, в том числе переуступки SPV прав originатора на получение лизинговых платежей;
- гарантии под будущую уступку прав получения кредита;
- залога недвижимости.

Действительно, на основе залоговых отношений сторон устанавливается экономико-правовая взаимосвязь между секьюритизируемым имуществом и выпускаемыми ценными бумагами. Как способ обеспечения исполнения обязательств залог дает право инвесторам в случае неисполнения или ненадлежащего исполнения обязательств эмитента по облигациям с обеспечением обратиться с иском на заложенное имущество.

Вместе с тем отечественное законодательство содержит ограниченный перечень имущества, которое может быть использовано в качестве предмета залога для обеспечения исполнения обязательств эмитента по облигациям. Так, в частности, в ст. 27<sup>3</sup> Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» предусмотрено, что предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением могут быть только ценные бумаги и недвижимое имущество. Обязательства эмитента облигаций с ипотечным покрытием согласно ст. 2 Федерального закона от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» обеспечиваются залогом ипотечного покрытия. Однако в качестве секьюритизируемого имущества, которое передается SPV, наиболее часто выступают денежные права (требования). Поэтому они используются как залог по облигациям, эмитируемым SPV. В отличие от английских, российские законодательные нормы об облигациях с обеспечением не предусматривают возможности обеспечить залогом прав (требований) обязательства эмитента облигаций. В связи с этим обстоятельством юрист компании «Baker & McKenzie» А. Лебедев сделал вывод, что создание такого обеспечения по российскому праву допускается только при выпуске облигаций с ипотечным покрытием, когда в состав закладываемого ипотечного покрытия входят права (требования) по ипотечным кредитам (ст. 3 Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах»). Следовательно, на данный момент в России возможно секьюритизировать с участием российского эмитента только права по ипотечным кредитам путем выпуска ипотечных ценных бумаг. Именно по этой причине большинство секьюритизаций, проведенных российскими оригинаторами, было осуществлено с привлечением иностранных эмитентов путем выпуска ими за рубежом ценных бумаг, обеспеченных российскими активами в виде прав (требований) [10, с. 77–78]. Действительно, отмеченное в юридической литературе обстоятельство является одним из определяющих и при проведении трансграничных сделок по секьюритизации активов российских лизинговых компаний.

Кроме того, при проектировании сделок секьюритизации повышенное внимание уделяется минимизации рисков признания сделки продажи пула требований недействительной, так как тогда механизм обособления активов, служащих обеспечением ценных бумаг, может оказаться разрушенным. При таком разрушении происходит реституция, и SPV теряет права требования, а инвесторы рискуют потерять будущие поступления по ценным бумагам [15, с. 52]. Подчинение соглашения об уступке прав требования английскому праву, в частности нормам таких законодательных актов, как «The Sale of Goods Act 1979», «Law of Property (Miscellaneous Provisions) Act 1994», и передача споров из этого соглашения английскому суду являются одним из способов, которые используют стороны для устранения риска оспаривания продажи.

Крайне важным и значимым при проведении трансграничных сделок секьюритизации лизинговых активов является и экономический аспект, который, к сожалению, остается вне сферы внимания правоведов. Дело в том, что на рынках других стран стоимость капитала ниже, чем в России. Именно разница в стоимости капитала предопределяет проведение этих сделок в других странах. Полагаю, что независимо от принятия российского закона по секьюритизации, в ближайшие несколько



лет сделки по секьюритизации лизинговых активов будут продолжать осуществляться по зарубежным законодательным актам. Как уже отмечалось, неликвидность активов в лизинге сведена до минимума. Другое дело, что при секьюритизации ликвидность может вырасти за счет сокращения доходности ценных бумаг по сравнению с процентом по кредитам, направленным на финансирование лизингового проекта.

Таким образом, при секьюритизации лизинговых активов мы сравниваем процент по доходности ценных бумаг и процент по кредиту. Разница между ними позволяет удовлетворить интересы участников сделки секьюритизации.

Руководствуясь философским принципом «от общего к частному», постараемся сформулировать понятие «секьюритизация лизинговых активов», исходя из более общих определений: «секьюритизация» и «секьюритизация активов».

Секьюритизация лизинговых активов представляет собой 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 и сопряженных с этим процессом формированием залогового обеспечения, перераспределением рисков и проведением эмиссии ценных бумаг.

Исходя из данного определения, можно сделать вывод, что секьюритизация лизинговых активов охватывает сложный комплекс договорных отношений, состоящий из трех важнейших элементов:

- отношений по уступке прав на активы;
- формирования залогового обеспечения для использования этих активов при эмиссии ценных бумаг;
- проведения эмиссии ценных бумаг.

Действительно, все данные элементы должны быть тесно взаимосвязаны между собой и взаимообусловлены. Эти элементы следует классифицировать как определяющие, стержневые в секьюритизации.

Считаю важным проанализировать, возможна ли «трансформация неликвидных лизинговых активов в ликвидные»? Термин «секьюритизация» является производным от понятия «ценная бумага» (security) и означает комплекс действий по превращению дебиторской задолженности в ценные бумаги, которые имеют хождение на фондовом рынке и позволяют заменить кредитование иной формой привлечения финансирования – эмиссионной.

Анализ нескольких десятков работ зарубежных и российских исследователей, в которых дается определение термина «секьюритизация активов», позволяет сделать вывод, что однозначных трактовок здесь нет, но имеется широкий спектр мнений и толкований этой дефиниции. Следовательно, существует различное понимание сущности секьюритизации и форм ее проявления.

В настоящее время превалирует мнение тех авторов, которые акцентируют внимание на том, что секьюритизация – это процесс трансформации неликвидных или низколиквидных активов в ликвидные [1, с. 452; 2, с. 448; 4, с. 37; 5, с. 917; 13, с. 429].

Отчасти это может быть и верно, например, в тех случаях, когда изначально предусматриваются определенные ограничения, связанные с куплей-продажей актива, или когда оригинаторы хотят списать с баланса сомнительные долги и, по сути, в сделках задействованы бросовые ценные бумаги, которые отличаются высоким кредитным риском. Такая практика допускается законодательством Франции, хотя об-

щий порядок, закрепленный в Законе от 23 декабря 1988 г. № 88-1201 (Loi Titrisation), специально оговаривает, что в целях секьюритизации используются активы хорошего качества.

Вместе с тем имеются отдельные научные разработки, в которых отмечается, что класс активов можно признать полностью пригодным для секьюритизации только тогда, когда он достигает высокой ликвидности. В качестве одного из примеров такого зрелого класса активов приводятся первоклассные британские жилищные ипотечные ценные бумаги (Prime RMBS) [11, с. 432]. Помимо этого, в литературе высказывались соображения, что выплаты по ценным бумагам, выпускаемым в ходе секьюритизации, осуществляются из средств, поступающих от объединения активов, и поэтому такие активы, как несостоятельные долги, никак не могут быть использованы в качестве источника платежа [12, с. 26].

Применительно к лизингу упоминаемая выше схема обязательной трансформации неликвидных активов в ликвидные, трактуемая авторами как характерная особенность секьюритизации, представляется нам достаточно сомнительной. Дело в том, что секьюритизация лизинговых сделок предполагает, как правило, использование ликвидных активов. Под ликвидностью мы здесь понимаем свободное обращение этих активов на вторичном рынке. То есть лизинговая сделка ограничивает возможность отбора неликвидных активов для секьюритизации. Поэтому трансформация неликвидных активов российских лизингодателей в ликвидные – нонсенс.

Полагаю, что предрекаемую некоторыми авторами «алхимию» преобразования простого камня (денежных требований) в драгоценный (высоколиквидные ценные бумаги)» [22], применительно к лизинговым операциям, нельзя признать точным прогнозом. Это обусловлено следующими соображениями. Еще на стадии проектирования лизинговой сделки, когда банк решает вопрос предоставления кредитных средств лизингодателю под закупку необходимого клиенту имущества, обязательно осуществляется рейтинговое как самого лизингодателя, так и его инвестиционного проекта, т.е. секьюритизируемого в будущем актива. Вот почему следует принимать во внимание то, что кредитор постарается не ссужать деньги под приобретение какого-либо неликвидного или низколиквидного актива<sup>3</sup>. Далее, по мере реализации лизингового проекта, если лизингополучатель несвоевременно или в неполном объеме выплачивает лизинговые платежи, то возникает сомнительная или проблемная задолженность по данному активу, и в силу этих обстоятельств он никак не сможет стать предметом секьюритизации.

Процесс трансформации финансовых обязательств в виде лизинговых платежей в ценные бумаги позволяет развить конвергенцию между лизинговым рынком и фондовым рынком, а значит, повысить ликвидность находящихся в обороте активов.

Вместе с тем в период финансового кризиса на фондовом и лизинговом рынках США проявилась ситуация, когда инвесторы, приобретавшие ценные бумаги секьюритизируемых лизинговых активов с высокими рейтинговыми характеристиками, убедились, что их качество было на самом деле завышенным. Здесь сказались очень короткие сроки между заключением новых договоров лизинга и их секьюритизацией (всего от нескольких недель до нескольких месяцев). Это не позволяло инвесторам должным образом убедиться в надежности формирования и движения денежных по-

---

<sup>3</sup> Если актив все же имеет ограниченное хождение на вторичном рынке, например в случаях, когда предметом лизинга является энергетическое оборудование, то кредитор войдет в сделку только при достаточном дополнительном обеспечении.

токов в части погашения задолженности по лизинговым контрактам. SPV тоже не отвечали по рискам. Они занимались только «переупаковкой» активов.

Наиболее часто инициаторами ускоренных процессов секьюритизации становились банки, кредитующие лизингодателей для приобретения оборудования. Затем достаточно быстро риски банков-кредиторов и лизингодателей перекладывались на инвесторов. Нередко первоначальные кредиты на покупку лизингового имущества выдавались на короткие сроки, но в ходе секьюритизации осуществлялось перекредитование в долгосрочные лизинговые проекты. При этом банковские кредиты замещались средствами инвесторов. Причем банкам предоставлялась возможность дополнительно заработать на структурировании и реализации сделок секьюритизации. Такая модель финансирования достаточно рискованная, и в период кризиса она стала давать сбои.

Действительно, одна из системных причин, породивших мировой финансовый кризис, заключается в том, что неликвидные активы стали преобладать в моделях ипотечных кредитов – наиболее масштабном сегменте секьюритизации. По мере нарастания критической массы неликвидных активов в 2007–2008 гг. все больше и больше надувался пузырь их необеспеченности, ставший предвестником финансового разора не только отдельных компаний, но и целых стран. В результате частные долги перерастали в государственные, и к середине 2010 г. проблема с суверенными долгами все еще оставалась обостренной.

Таким образом, секьюритизация, действительно, будучи замечательным творением современной экономической мысли, должна иметь определенные и жесткие рамки применения. Не принимать данное обстоятельство во внимание – значит обречь себя на те многочисленные проблемы, с которыми столкнулись мировой и российский финансовые рынки. Вот почему следует исходить из того, что активы приемлемы для секьюритизации тогда и постольку, когда и поскольку они связаны со стабильным и предсказуемым денежным потоком.

### **Эффективность секьюритизации лизинговых активов**

Исследование существенных характеристик секьюритизации лизинговых активов позволяет систематизировать те целевые функции, которые выполняет этот финансовый инструмент, и определить направленность интересов участников сделки. Секьюритизация лизинговых активов – это сделка, целью которой являются следующие меры.

1. Расширение доступности лизингодателей к финансовым ресурсам и, как следствие, для лизингополучателей. Это достигается посредством выхода на международный долговой рынок и рефинансирования текущего кредита; создания истории международных заимствований лизингодателя.

2. Снижение зависимости от банковского кредитования с помощью: диверсификации используемых источников финансирования; получения финансирования в условиях, когда прочие источники оказываются труднодоступными, например, в период рецессии банки кредитуют неохотно, а в период бума они часто не покрывают весь имеющийся спрос на ссуды.

3. Улучшение условий финансирования за счет появления мобильного источника финансирования проектов, снижения стоимости привлекаемых ресурсов, благодаря уменьшению доходности инвесторов, посредством сокращения рисков и понижения процентной ставки привлекаемых лизингодателем средств финансирования, а значит,

снижения стоимости лизинговых услуг; использования более удобных для заемщика схем обеспечения сделок.

4. Повышение ликвидности на лизинговом рынке для долгосрочного и среднесрочного финансирования и замена определенных лизинговых активов наличностью, необходимой для реализации новых лизинговых проектов; получение доступа к относительно дешевому финансированию. Оригинатор при уступке контракта сразу получает дисконтированную сумму будущих лизинговых платежей, не дожидаясь срока исполнения требований.

5. Снижение рисков для кредиторов и создание для инвесторов более привлекательных инвестиционных возможностей за счет перераспределения рисков между участниками процесса секьюритизации (собственником активов, инвесторами, участниками кредитной и ликвидной поддержки); «переупаковки» активов; снижения кредитного риска определенного класса активов. В том случае, если определенный класс активов становится слишком большим по отношению к валюте баланса, то секьюритизация позволяет, посредством снятия этого актива с баланса, снизить риски. Снижение риска ликвидности определенного класса активов, поскольку секьюритизация дает возможность обеспечить доступ к ресурсам более продолжительным по срокам по сравнению с другими ресурсами. Здесь следует иметь в виду, что на изменение структуры рисков оригинатора влияет качество использования полученных денежных средств при секьюритизации, т.е. насколько последующие вложения станут эффективными и малорискованными.

6. Рост доходности инвесторов за счет приобретения эмитируемых ценных бумаг.

7. Структурное реформирование портфеля лизингодателя посредством достижения нормативов соотношенности по срокам и объемам между платежами по договорам заимствования лизингодателей и поступлениями по лизинговым платежам; повышения ликвидности лизингового портфеля, в том числе за счет сдвига дюрации; расширения клиентской базы лизингодателей. Лизингодатели, не имеющие высоких рейтингов, но в лизинговый портфель которых входят лизингополучатели с высоким рейтингом, могут получить большие выгоды от секьюритизации лизинговых активов.

8. Оптимизация управления балансом предприятия, так как для целей бухгалтерского учета секьюритизация рассматривается как продажа активов, а не как заем. Это позволяет не показывать долг на балансе (забалансовое финансирование), как это было бы при ином источнике финансирования, и устраняет необходимость поддержания достаточности капитала. Происходит диверсификация структуры пассивов баланса лизингодателя, улучшение состояния счетов.

9. Улучшение финансовых показателей. В частности, это гибкий инструмент управления показателями лизинговой компании, например, такими показателями, как ROA (Return of Assets) – рентабельность (доходность) активов, рассчитываемая как отношение прибыли к стоимости активов, так как при неизменной величине дохода сокращение объема активов на балансе предприятия приводит к увеличению доходности активов; ROE (Return of Equity) – рентабельность собственного капитала, рассчитываемая как отношение прибыли к собственному капиталу; ROCE (Return on Capital Employed) – рентабельность вложенного капитала, поскольку не требуемый для поддержания секьюритизируемых активов капитал будет способствовать росту доходности капитала при неизменности величины получаемого дохода. Происходит рост capital ratio (отношение капитала к активам). Секьюритизация активов приводит

к уменьшению взвешенных по риску активов, тем самым повышая показатель «capital ratio» при исходной величине капитала.

Следует также учитывать, что для инвестора результат секьюритизации – инвестиционный продукт, обладающий достоинствами, о которых говорилось выше, и риски по которому инвесторам оценить легче, нежели риски, связанные с совокупностью материальных и нематериальных активов фирмы. В результате риски инвестора снижаются.

Для лизингодателей механизм секьюритизации активов становится более привлекательным по следующим причинам:

- во-первых, в силу того, что стоимость заемного капитала (банковского кредита) для лизинговой компании в определенном моменте при высоком значении леввериджа (финансового рычага) оказывается слишком высокой. Секьюритизация позволяет аккумулировать более дешевые ресурсы, так как за ними теперь стоят отдельные активы, а не лизинговая компания в целом;
- во-вторых, лизинговые активы обладают характеристиками, позволяющими эффективно проводить их секьюритизацию без значительных затрат на формирование секьюритизируемого портфеля активов;
- в-третьих, значительная интеграция финансовых рынков вызывает как рост конкуренции на рынке капитала среди лизингодателей, так и поиск более дешевых источников финансирования;
- в-четвертых, возрастающая с каждым годом возможность получать и использовать информацию, доступную через информационные системы всем рыночным агентам. Эта информация предоставляется конкретно по каждому виду лизинговых активов, поэтому участники лизингового рынка могут полностью отделять оценку каждого из активов.

В сделках секьюритизации банковских кредитов или ипотечных кредитов в качестве обеспечения эмиссии облигаций, которые выпускают SPV, выступают платежи по обязательствам заемщиков. При финансировании лизинга первичным заемщиком является лизингодатель (за исключением случаев использования собственных средств), который, в свою очередь, становится кредитором лизингополучателя. В результате при секьюритизации лизинговых активов обеспечением выступают лизинговые платежи, т.е., в большинстве своем, обязательства заемщиков второго порядка. Это обстоятельство может делать схемы секьюритизации лизинговых активов более сложными по сравнению с секьюритизацией других активов. Сложность процессов структурирования и реализации сделки обусловлена большими рисками. Ситуация усугубляется при комбинированном финансировании лизинга, когда для одной крупной сделки используется банковское кредитование нескольких банков (например, при операциях «левверидж-лизинг»), других кредиторов. Поэтому здесь важно определиться, насколько риски, присущие лизинговым операциям, накладываются на риски, характерные для сделок секьюритизации.

Нередко, анализируя риски, возникающие в процессе секьюритизации, исследователи акцентируют внимание на том, что рейтинговые агентства оценивают активы, подлежащие секьюритизации, и при этом отмечают, что отпадает необходимость осуществлять оценку оригинатора. При секьюритизации лизинговых активов в тех случаях, когда предусматривается переуступка прав на получение лизинговых платежей, должна осуществляться не только оценка качества уступаемой задолженности, но и оценка финансового состояния лизингодателя – оригинатора, поскольку он сам, как мы выяснили, чаще всего, является заемщиком. Но при этом рейтинг ценных бумаг,

эмитированных в ходе секьюритизации, может оказаться выше, чем рейтинг самой лизинговой компании.

Качество секьюритизируемого лизингового актива – это характеристика, с одной стороны, полноты и своевременности возврата лизинговых платежей с учетом сомнительной и проблемной задолженности в увязке с общим риском платежеспособности лизингополучателя по портфелю договоров, а с другой стороны, ликвидности (лизингуемости) самого актива.

Требования к секьюритизированным лизинговым активам предполагают учет следующих факторов (обстоятельств).

- В процессе сделки должно возникнуть право на получение денежных потоков от дебитора и определенных сумм на конкретные даты, закрепленные в графике платежей, т.е. активы могут рассматриваться как серии денежных потоков.

- Необходимо наличие обеспечения, доступного для гарантирования денежных потоков, которое обладает высокой ценностью, а следовательно, может быть легко реализовано. Для лизинговых активов обеспечением выступает представленное в лизинг имущество, которое может компенсировать любые потери, возникшие в ходе секьюритизации. Следовательно, в случае дефолта лизингополучателя гарантируется, что требования инвесторов будут исполнены в кратчайшие сроки. Секьюритизируемые активы должны достаточно свободно продаваться и передаваться с учетом законодательства той или иной страны. Этому не должно препятствовать возможное несогласие на движение активов со стороны лизингополучателей. Необходимо соблюдать определенное превышение балансовой стоимости участвующих в сделках активов над суммой выпущенных обязательств по облигациям.

- Секьюритизированные активы должны быть относительно однородны, т.е. не должно быть значимых расхождений в структуре лизинговых договоров и их условиях. В этой ситуации портфель лизинговых активов определяется как однородный. Кроме того, принцип однородности следует распространить и на виды секьюритизируемых лизинговых договоров: финансовый лизинг, оперативный лизинг, возвратный лизинг, левверидж-лизинг, международный лизинг.

- Уступленные SPV активы должны продолжать действовать даже в том случае, если оригинал испытывает финансовые сложности или оказывается в ситуации банкротства, т.е. лизингополучатель обязан продолжать исполнять условия ранее заключенного договора при смене лица в обязательстве и появлении нового лизингодателя. Используя специальную лизинговую терминологию, можно сказать, что секьюритизироваться могут только лизинговые активы, сформированные в результате проведения операций, которые составляют «чистый лизинг». Если же лизинговая сделка включает предоставление определенных услуг со стороны лизингодателя, то возникают так называемые условия об исполнении, делающие процесс секьюритизации значительно более сложным.

- Характеристики секьюритизированных лизинговых активов должны включать такое свойство, как независимость от результатов деятельности оригинала. Это более широкое условие по сравнению с условием об исполнении, так как могут возникнуть технические проблемы в случае несостоятельности оригинала. Например, порядок расчета доходности секьюритизированных активов. В случае дефолта лизингодателя расчет доходности лизинговой операции будет представлять собой более сложную задачу.

- В мировой практике секьюритизация используется при больших объемах финансирования. При этом, чем больше оказывается пул секьюритизируемых акти-

вов, тем более выгодной становится секьюритизация, поскольку понесенные компанией операционные издержки составляют меньший удельный вес в сделке. Существует некий минимально необходимый объем сделки, при котором проведение секьюритизации является экономически целесообразным, т.е. при такой сделке полученный эффект экономии перекрывает понесенные компанией трансакционные издержки. Иными словами, имеет место экономия на масштабе. По различным оценкам специалистов, применение секьюритизации эффективно при объеме эмиссии не менее 100 млн. долл. В США средний объем эмиссии ценных бумаг составляет 100 млн. долл., а сделки с одним продавцом осуществляются при объемах от 300 млн. долл., случаи частного размещения ABS возможны на суммы от 50 млн. долл. На практике расходы могут распределяться между участниками сделки, если речь идет о нескольких продавцах активов в проекте. Тогда минимально необходимый объем, приходящийся на каждого из оригинаторов проекта, может сократиться в разы, составив менее 50 млн. долл. По этой схеме возможность использования секьюритизации могут иметь и небольшие, средние предприятия, объединившиеся в единый пул оригинаторов.

- Секьюритизированные активы должны иметь характеристики распределенного риска либо рейтинговую кредитную поддержку. Например, когда один лизинговый контракт имеет относительно небольшую стоимость в общем объеме заключенных контрактов, то характеристики этого актива нерелевантны для характеристик всего портфеля, и, наоборот, качественные характеристики портфеля не всегда адекватны рейтингу отдельного актива, предназначенного для секьюритизации. Вместе с тем при секьюритизации лизинговых активов следует поддерживать определенный баланс качества всех активов лизингодателя. Дело в том, что если лучшие активы выйдут из портфеля, то его качество может ухудшиться, и это отразится на рейтингах лизингодателя.

Сопоставление контрактной стоимости договора лизинга и объема секьюритизации лизингового актива (коэффициент  $K$ ) позволяет повлиять на оценку инвесторами качества активов и повысить обоснованность риск-менеджмента.

$$(1) \quad K = \frac{(E_L - E_S)}{E_S},$$

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. Таким образом, чем больше  $K$ , тем больше риск плохих долгов. Так, если средний срок договора лизинга 60 месяцев, срок между началом действия договора лизинга и секьюритизацией лизингового актива – 3 месяца, и график погашения задолженности по договору равномерный, то превышение числителя над знаменателем в формуле (1) будет девятнадцатикратным.

Вместе с тем для инвесторов должно быть ясно и понятно качество актива не только на стадии проектирования сделки, но и ее реализации. Это достигается путем оценки потока поступающих денежных средств, связанных с погашением задолженности по договору лизинга, так как именно он является обеспечением эмиссии ценных бумаг при секьюритизации. Если период до начала секьюритизации увеличить до четверти от срока договора лизинга и тем самым повысить убежденность инвесторов в непрерывности денежного потока на протяжении 15 месяцев, то  $K$  составит 3. При

увеличении границ до трети срока договора лизинга значение  $K$  будет двукратным. Следовательно, с точки зрения риск-менеджмента инвесторов, при структурировании сделки секьюритизации целесообразно проектировать значение коэффициента  $K$  в пределах не выше 2–3. Вместе с тем здесь следует принять во внимание и сроки первоначального кредитования лизингового проекта. Если принято решение войти в инвестиционный проект с короткой позиции, т.е. трансформировать краткосрочные заимствования в долгосрочные кредиты, то значение  $K$  будет стремиться к росту.

Основной эффект секьюритизации заключается в том, что лизинговая компания, по сути, переадресует поток платежей через SPV прямому инвестору, который, при определенных условиях требует меньшую доходность на эти потоки, чем лизинговая компания.

Дело в том, что доходность инвестора может уменьшиться по ряду причин. Во-первых, кредитный риск секьюритизированного портфеля всегда ниже кредитных рисков по отдельным контрактам. Кроме того, выпущенные в ходе секьюритизации ценные бумаги могут оказаться более ликвидными, чем лизинговые активы. Во-вторых, доходность прямого инвестора понижается за счет повышения расходов, соответствующих уплате маржи лизингодателю и маржи банку.

Риск можно распределять во времени путем создания траншей с различными сроками погашения. Наиболее важным результатом становится снижение риска для инвесторов, так как, напомним, новое юридическое лицо обладает понятным и определенным набором активов с достаточно предсказуемыми поступлениями в виде лизинговых платежей. Следовательно, риск для инвестора окажется ниже по сравнению с прямыми инвестициями или предоставлением заемных средств лизинговой компании. Возникающий эффект у лизингодателя от снижения доходности выпущенных ценных бумаг при их размещении относительно лизингового процента (банковская ставка кредитования плюс маржа лизингодателя) можно охарактеризовать как «первый эффект секьюритизации» или эффект «открытого рынка» (open market effect – OME).

В ходе секьюритизации можно достичь «второго эффекта секьюритизации». Его суть заключается в том, что за счет реструктурирования потока платежей по лизинговому портфелю можно добиться сдвига дюрации (duration shift effect – DSE) портфеля ценных бумаг при их размещении. Это позволяет увеличить прирост аккумулированных средств для финансирования лизинговых проектов. Расчет дюрации по пулу секьюритизируемых активов позволяет определить срок погашения эмитируемых бумаг.

Применительно к портфелю лизинговых активов дюрацию можно охарактеризовать как средневзвешенный срок до наступления остающихся лизинговых платежей. Чем больше при проведении секьюритизации лизинговых активов дюрация портфеля при размещении, тем в большей степени его стоимость может увеличиться в зависимости от требуемой доходности инвесторами. Следовательно, посредством сдвига дюрации можно управлять приращением объема вырученных средств от реализации портфеля ценных бумаг.

Портфель договоров лизинговой компании состоит из имущества с разновеликими нормами амортизации и финансируется за счет заимствований с различными сроками и разными графиками погашения задолженности. Следовательно, при синтетической секьюритизации структура лизинговых платежей и структура погашения задолженности по заимствованиям должны остаться без изменений. В противном случае портфель может деформироваться.



Вместе с тем необходимо иметь в виду, что с ростом дюрации возрастает процентный риск портфеля для инвестора, что повышает требуемую доходность по нему. Это означает, что сдвиг дюрации не является произвольным, а должен быть привязан к возможности понижения доходности инвесторов при размещении выпуска ценных бумаг.

Проектантам секьюритизации лизинговых активов следует учитывать дюрацию лизингового портфеля, дюрационный дифференциал (разница дюрации портфеля ценных бумаг и портфеля лизинговых активов) и процентный дифференциал (разница лизингового процента и доходности при размещении).

При низкой дюрации лизингового портфеля эффективность секьюритизации можно значительно повысить через реструктурирование денежных потоков: низкая дюрация лизингового портфеля предполагает короткий срок договоров лизинга, высокий аванс, высокую периодичность лизинговых платежей, небольшую величину выкупной (остаточной) стоимости предмета лизинга, зафиксированную в договоре.

В случае отсутствия возможности значительного понижения доходности при размещении и высокой дюрации лизингового портфеля проведение секьюритизации не принесет значимых выгод.

### Ценообразование секьюритизации лизинговых активов

Формирование системы ценообразования секьюритизации лизинговых активов осуществимо с помощью набора неравенств, на основе которых можно достичь баланса интересов участников сделок. Рассмотрим составляющие этой системы.

Интерес инвесторов облигаций, связанный с доходностью бумаг, формализуем следующим образом:

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

где  $I_{YT}$  – процентная ставка, характеризующая стоимость долгосрочных или среднесрочных денег, например, 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.

Рассматривая это неравенство, будем исходить из того, что купонная облигация продается по номиналу и котируемая цена бумаги совпадает с ее номинальной стоимостью, т.е. ожидаемые доходы по этим облигациям (в понимании Харри М. Марковица – итоговые доходы, взвешенные по вероятности их получения) находятся на уровне номинального или обещанного значения. Соответственно здесь не рассматривается ситуация, насколько покрываются обязательства по этим бумагам по причинам, связанным, например, с конкуренцией или циклическим развитием.

Необходимо исходить из того, что средняя премия по облигациям ABS к уровню доходности казначейских облигаций US Treasuries может колебаться в зависимости от класса, суммы эмиссии, срока, рейтинга. Например, незадолго до финансового кризиса и начала сделок секьюритизации лизинговых активов с участием российских компаний отклонение по бумагам долгосрочного рейтинга AAA составляло 67,3 базисного пункта (б.п.), т.е. 0,67 процентного пункта (п.п.); по бумагам AA – 86 б.п.; по бумагам A – 105 б.п.

Для originатора и SPV здесь важно принять правильные решения в ходе поиска цены и при ее последующем установлении посредством процента на уровне, обозначенном инвесторами на рынке.

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

где  $ABS_S$  – спред между среднерыночной доходностью облигаций и доходностью по купонам инвесторов сделки секьюритизации.

В одной из сделок синтетической секьюритизации лизинговых активов с участием российской компании была установлена процентная ставка на уровне плюс 382,67 б.п. к доходности десятилетних американских казначейских облигаций US Treasuries (10Y).

Таким образом, инвесторы получают выгоду на величину разницы между ставками доходности по приобретенным ценным бумагам российской компании и доходностью на мировом рынке капитала.

Интерес SPV в сделке секьюритизации определяется величиной маржи этой организации, т.е.

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

где  $I_{SPV}$  – доходность SPV.

Причем

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

где  $I_C$  – расходы по проведению сделки синтетической секьюритизации, включая эмиссию облигаций.

$$(6) \quad I_C = F_O + F_{OB} + F_{SPV} + F_L + F_{PA} + F_T + F_A + F_{MA} + F_{INS} + F_{RS},$$

где  $F_O$  – премия банку-организатору сделки секьюритизации и коменеджерам;  $F_{OB}$  – премия организатору сделки секьюритизации за размещение облигаций;  $F_{SPV}$  – вознаграждение SPV;  $F_L$  – вознаграждение за юридическое сопровождение сделки;  $F_{PA}$  – вознаграждение платежному агенту;  $F_T$  – вознаграждение трасти;  $F_A$  – вознаграждение аудиторам;  $F_{MA}$  – вознаграждение распорядителю счетов;  $F_{RS}$  – расходы по презентации проекта.

Могут возникнуть и дополнительные расходы, например, по страхованию финансовых рисков, или в том случае, если используется модель классической секьюритизации, расходы по вознаграждению рейтингового агентства, осуществляющего оценку бумаг. Тогда формула (6) пополнится новыми слагаемыми.

Исходя из российской практики, разница между  $I_{YC}$  и  $I_{SPV}$ , т.е. маржа SPV, которая включает затраты на содержание этой организации и прибыль, составляла 110 б.п.<sup>4</sup> в размере разового платежа или 44 б.п., если произвести перерасчет на условия кредитной схемы погашения задолженности. Это означает, что

<sup>4</sup> Бэр Х.П. отмечает, что дополнительные затраты в размере 25–40 б.п. вполне реалистичны [4, с. 349].

$$I_{SPV} = \text{USTreasuries} + 425 \text{ б.п.}$$

Лизинговая компания принимает решение о выборе финансирования, нацеливаясь на минимизацию ставки процента по привлеченным ресурсам и максимизацию своей маржи. Действительно, интерес originатора (лизингодателя) отражается в величине лизингового процента  $I_{\text{Lease}}$ , заложенного в контрактной стоимости нового договора лизинга. Финансирование по нему осуществлялось с учетом привлечения средств, полученных при секьюритизации, и формируется с учетом ставки процента и маржи лизингодателя. При этом

$$(7) \quad I_{\text{Lease}} = I_{CB} + I_{LM},$$

где  $I_{CB}$  – процент за кредит или другую форму заимствования;  $I_{LM}$  – маржа лизингодателя.

В таком случае

$$(8) \quad I_{SPV} < I_{\text{Lease}}.$$

Сравнения суммарных расходов, связанных с кредитным финансированием лизинговой сделки и секьюритизацией лизингового актива, и определение экономической выгоды лизингодателя можно осуществить с помощью различных методов, в том числе основываясь на методе аннуитетов, предусматривающем равномерное внесение платежей. Используем для этой цели следующую формулу:

$$(9) \quad D = C \cdot \left[ \frac{I_{CP}/T}{1 - 1/(1 + I_{CP})^{P \cdot T}} - \frac{(I_{CS} + I_{IC})/T}{1/(1 + I_{CS} + I_{IC})^{P \cdot T}} \right] \cdot P \cdot T,$$

где  $D$  – доход originатора от применения секьюритизации лизинговых активов;  $C$  – 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;  $P$  – срок договора лизинга после начала секьюритизации;  $T$  – периодичность лизинговых платежей в течение одного года из срока договора лизинга.

Проведенный нами расчет формирования минимального дохода originатора на основе предложенной модели (9) показал, что российский лизингодатель сумел при проведении синтетической секьюритизации на сумму в 8322,5 млн. руб. и сроком 5 лет получить выгоду в размере 54 млн. руб., т.е. 70 б.п. Однако этот расчет строится на консервативном предположении о размере эффекта.

При расчете следует учитывать рыночную стоимость долгосрочных кредитов лизинговых договоров. Данное обстоятельство особенно важно при сценарии, когда в прологе сделки секьюритизации лизингодатель получил только краткосрочный кредит банка, ставка по которому меньше ставки по долгосрочному кредиту. В таком случае при расчете  $D$  вместо  $I_{CP}$  в формулу (9) подставим значение ставки долгосрочного кредита на соответствующий конкретному инвестиционному проекту срок по условиям внутреннего российского рынка капитала для аналогичного класса заемщиков.

Кроме того, оригинатор может получить доход по облигациям младших трансшей, которые он приобрел при эмиссии.

Таким образом, заработать на сделке секьюритизации можно и больше, чем сумму  $D$ . Поскольку это была одна из первых сделок, то, по-видимому, лизингодателем была уплачена премия участникам секьюритизации в размере примерно 40–50 б.п.

В другом случае, при продаже лизингового контракта, когда осуществлялась реализация схемы классической секьюритизации на 13730 млн. руб. со сроком 6¼ года, минимальный эффект, рассчитанный по формуле (9), равнялся 133 млн. руб., или 100 б.п.

Полученные результаты могут показаться скромными, но здесь следует принять во внимание инновационность и сложность применяемого инструмента, нуждающегося в соответствующей отработке, в частности, апробации механизмов выхода на международные рынки займов, а также, что крайне важно для последующих сделок, накопить практический опыт реализации подобных проектов. Следовательно, крупные расходы, связанные с первым выходом оригинатора на рынок, в дальнейшем будут сокращаться, возможно, в некоторых из них отпадет необходимость. Поэтому было бы неверным относить все затраты по первой сделке секьюритизации лизинговых активов исключительно на ее счет. Многое здесь зависит от конкретики проекта.

Далее. При проведении сравнительного анализа нужно учесть вид облигаций, которые были эмитированы при секьюритизации, т.е. используются облигации с единовременным сроком погашения в конце хождения бумаг или облигации, погашаемые постепенно в течение определенного периода времени и с определенным графиком погашения в зависимости от условий структурирования сделки. Как в первом, так и во втором случае у SPV может возникнуть дополнительный доход за счет временного аспекта превышения входящего потока денежных средств над исходящим потоком платежей. Имеется в виду ситуация, когда SPV получает лизинговые платежи, состоящие из основного долга (тела кредита) и лизингового процента, а выплачивает инвесторам по купонам только проценты. В таком случае часть полученных средств накапливается у SPV до истечения срока погашения облигаций по номиналу.

Эта сумма может быть инвестирована в заранее оговоренные инструменты денежного рынка, т.е. направлена в высоколиквидные среднесрочные ценные бумаги или на депозиты в банки, и принести значительный общий доход. В зависимости от договоренности сторон этот доход или часть его возвращаются оригинатору, если он выполняет экономические функции сервисной компании. Затем оригинатор направляет вырученные средства, а они могут составлять до 10–15 и более процентов от стоимости уступаемого лизингового контракта при секьюритизации, на финансирование новых лизинговых проектов. Также доход может образоваться за счет разницы между текущей и номинальной стоимостью облигаций.

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

$$(10) \quad I_{SPV} - I_{Lease} > 0 \text{ или } I_{SPV} / I_{Lease} > 1.$$

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

$$(11) \quad I_{YT} < I_{YTM} < I_{Coupon\ ABS} < I_{SPV} < I_{Lease} < I_{Lessee},$$

где  $I_{Lessee}$  – доходность лизингополучателя по инвестиционному проекту.

Определение доходности лизингополучателя осуществляется на основе расчета суммы всех расходов лизингополучателя по договору лизинга (сумма всех расходов и доходов лизинговой компании по сделке), в соответствии с которым получено имущество, используемое в инвестиционном проекте. Здесь следует сравнить: ставки лизингового процента лизингодателя по старым и новым лизинговым проектам; сравнить общие расходы лизингополучателя по новым лизинговым проектам с вариантом приобретения актива за счет кредита, полученного в банке<sup>5</sup>.

### Развитие мирового и отечественного рынков секьюритизации лизинговых активов

В США, ряде европейских стран выделяют секьюритизацию ипотечных кредитов (MBS) и всех иных активов (ABS), в состав которых входят лизинговые активы. В 2008–2009 гг. удельный вес ABS в общем объеме всех эмитированных бумаг при секьюритизации в США составлял около 10%, а в Европе – около 13%. В свою очередь, доли лизинговых активов в ABS в США в 1996–2009 гг. находились в диапазоне от 1,2 до 7,4%, а в Европе – от 1,3 до 13%.

Операции, связанные с секьюритизацией лизинговых активов, начались в США в марте 1985 г., когда компьютерный производитель Sperry Lease Finance Corporation осуществил первое публичное размещение ценных бумаг, в обеспечение которого были переданы требования по договорам лизинга компьютерной техники в объеме 192 млн. долл. С 1987 г. предметами секьюритизации лизинговых активов стали авиационные суда, с 1988 г. – различные виды оборудования, с 1992 г. – железнодорожные вагоны.

Пропорции, складывающиеся на рынке секьюритизации лизинговых активов США, представлены в табл. 1.

Здесь следует обратить внимание на ряд особенностей, в частности, на волатильность новых сделок (столбец 2), уровень колебаний которых близок к четырехкратному – от 3,1 до 12,5 млрд. долл. Смещение пиковых показателей секьюритизации лизинговых активов по сравнению с новым бизнесом проявилось в том, что минимальные значения первого показателя приходились на те годы, которые следовали за периодами максимальных кризисных явлений в экономике (2000, 2007 гг.). Это было обусловлено резким снижением деловой и инвестиционной активности лизингодателей и лизингополучателей, сокращением производства, свертыванием программ обновления основных фондов. Примечательно, что в 2009 г. стоимость новых сделок секьюритизации лизинговых активов стала увеличиваться и достигла 7,7 млрд. долл. В то же время стоимость новых договоров лизинга, рассчитанная нами по индексу MLFI-25, сократилась до 82,4 млрд. долл., т.е. на 33,5%. Кроме того, такого рода смещение свидетельствует и о скорости проектирования новых сделок. По части из них работы начинались в одном году, а заканчивались в другом.

Наш анализ результатов лизингодателей-оригинаторов США показывает, что у четверти из них коэффициент отношения стоимости новых сделок секьюритизации к стоимости новых договоров лизинга почти равняется единице или превышает единицу. То есть имеет место следующая ситуация:

$$(12) \quad NP_S \geq NP_L.$$

<sup>5</sup> Подробно предлагаемая методология автора раскрыта в книге [8, с. 314–351].

Это означает, что в пул секьюритизируемых активов попадают однозначно или с высокой вероятностью лизинговые контракты не только текущего года, но и предыдущих лет.

Таблица 1.

**Пропорции секьюритизации лизинговых активов в США  
в 1996–2008 гг.**

Годы	Стоимость новых сделок секьюритизации лизинговых активов ( $NP_S$ ), млрд. долл.	Секьюритизируемые лизинговые активы в обращении ( $O_S$ ), млрд. долл.	Стоимость новых договоров лизинга ( $NP_L$ ), млрд. долл.	Отношение, %		
				$NP_S$ к $NP_L$	$O_S$ к $NP_L$	$O_S$ к $NP_S$
1	2	3	4	5	6	7
1996	12,4	23,7	169,9	7,3	13,9	1,91
1997	8,3	35,2	179,0	4,6	19,7	4,24
1998	10,1	41,4	183,4	5,5	22,6	4,10
1999	12,5	51,4	226,0	5,5	22,7	4,11
2000	11,5	58,8	247,0	4,7	23,8	5,11
2001	8,5	70,2	216,0	3,9	32,5	8,26
2002	6,4	68,3	204,0	3,1	33,5	10,67
2003	9,5	70,1	194,0	4,9	36,1	7,38
2004	8,5	70,7	199,0	4,3	35,5	8,32
2005	10,4	64,4	213,0	4,9	30,2	6,19
2006	8,8	53,1	185,1	4,8	28,7	6,03
2007	5,8	46,2	188,0	3,1	24,6	7,97
2008	3,1	43,6	110,0	2,8	39,6	14,06

Известный специалист по секьюритизации – Котари Винод занимался сопоставлением объемов находящихся в обращении секьюритизируемых лизинговых активов и объемов нового лизингового бизнеса [20]. Основываясь на данной пропорции ( $O_S$  к  $NP_L$ ), он делал выводы относительно уровня развития рынка США. Однако в период кризиса показатель  $O_S$  сократился более чем на треть по сравнению с 2004 г. (максимумом за весь временной ряд), но  $NP_L$  уменьшился в значительно большей степени. В результате удельный показатель вырос вопреки произошедшему сужению рынка.

Полагаю, что более оправданно было бы осуществить сравнение сопоставимых величин. Данные, содержащиеся в столбце 3, представляют, по сути, портфели, т.е. суммы, которые должны еще быть уплачены инвесторам. Поэтому для достижения эмпирических результатов целесообразно определить соотношение между находящимися в обращении секьюритизированными лизинговыми активами и портфелями лизинговых договоров. Нам удалось проанализировать статистические данные по рынку

США за отдельные годы по показателю, близкому к величине лизингового портфеля – по чистым активам ряда американских лизингодателей, в том числе по «CIT Group», «John Deere Credit», «CNH Capital», «Navistar Financial», «IOS Capital», «Caterpillar Financial» и еще десяти компаний, на общую долю которых приходилось почти половина лизингового рынка США. Усредненный показатель, характеризующий рассматриваемое соотношение, равнялся 9,3%.

Следующий сопоставимый показатель – это соотношение стоимости новых сделок секьюритизации лизинговых активов и стоимости новых договоров лизинга. Здесь сложившаяся за рассматриваемый период пропорция была близка к 5%. Для нас этот результат интересен тем, что если его в качестве условно-нормативного наложить на стоимость новых договоров лизинга, заключенных в наиболее благополучный для российского лизинга год, то получится, что стоимость новых сделок секьюритизации лизинговых активов в нашей стране при выходе из кризиса и достижении уровня 2007 г. может достичь 1,61 млрд. долл.

При обычных лизинговых сделках соотношение между портфелем и новым бизнесом характеризовало бы среднюю продолжительность договоров. При анализе показателей секьюритизации может сложиться несколько иная ситуация, поскольку по многим сделкам сначала осуществляются выплаты по купонам, а в конце срока возвращается сумма основного долга. Проведенные расчеты показали, что усредненный показатель превышения секьюритизированных лизинговых активов, находящихся в обращении, над стоимостью новых сделок секьюритизации за весь период, представленный в столбце 7, равнялся 6,02. Полученный результат, действительно, отражает средний срок хождения ценных бумаг по проводимым эмиссиям. Полагаю, что это обусловлено достаточно высокой продолжительностью временного ряда и определенной синхронизацией показателей, оказывающих влияние на величину портфеля (остатки на начало и конец периода, суммы выплат в течение года, объемы нового бизнеса).

Исследование факторов, которые повлияли на заметное сокращение ABS лизинга оборудования в США за три года, позволило выявить ряд имевших место обстоятельств, например:

- уменьшение более чем вдвое стоимости новых заключенных договоров лизинга;
- сокращение общего объема новых выпусков ABS, в том числе в связи с падением стоимости новых заключенных договоров лизинга;
- неплатежи лизингополучателей по действующим договорам лизинга, приведшие к дефолтам секьюритизированных активов.

В Европе первый выпуск амортизируемых ценных бумаг, в основе которых лежали права требования по договорам лизинга, по данным Х.П. Бэра, был осуществлен концерном «Volkswagen» в феврале 1996 г.<sup>6</sup> Эта эмиссия потребовала большой подготовительной работы. В тесном сотрудничестве с группой Deutsche Bank и CS First Boston Effectenbank AG был секьюритизирован пул требований по 31833 договорам

---

<sup>6</sup> Информация, обнаруженная нами на сайте финансовой организации «Securitisation Service», свидетельствует о том, что с участием итальянских оригинаторов проводились сделки несколько ранее, чем в Германии. Так, SPV «IRIS № 2 Limited» 27 октября 1994 г. начала сделку на 420 млрд. итальянских лир (в пересчете – 216,913 млн. евро) по законодательству Джерси. Эмитированные ценные бумаги получили рейтинг Ааа от Moody's. Сделка «IRIS № 3 Limited» на сумму 450 млрд. итальянских лир (232,406 млн. евро) началась 14 декабря 1995 г.

лизинга автомобилей, которые были заключены на территории Германии компанией «Volkswagen Leasing GmbH». Приобрел эти контракты «Volkswagen Car Lease № 1 Ltd.», выступивший SPV и учрежденный на острове Джерси. Это SPV выпустило ценные бумаги объемом 500 млн. немецких марок, которые погашались за счет лизинговых платежей на условиях амортизируемого займа. Выплаты производились ежемесячно и включали сумму основного долга и проценты на оставшуюся сумму долга. Эти бумаги обращались на франкфуртской фондовой бирже. Помимо предоставленного обеспечения, десятая часть эмиссии была застрахована от финансовых рисков. Затем в течение одиннадцати лет с участием «Volkswagen Car Lease» были осуществлены восемь проектов секьюритизации лизинговых активов «Volkswagen Leasing GmbH». Эмитировались бумаги по облигациям класса А на уровне рейтинга AAA, бумаги класса В оценивались как соответствующие A+, А. Перед кризисом, в 2007 г., объем секьюритизации по отношению к новому бизнесу лизингодателя составлял 30,4%. В течение двух лет новые проекты были приостановлены. Сигналом выхода из кризиса послужили две сделки, проведенные в сентябре 2009 г. и марте 2010 г. При этом из-за повышенной настороженности участников к возможным рискам спред по бумагам класса А увеличился до 110 б.п., а по бумагам класса В до 250 б.п. Таким образом, общая сумма секьюритизации этого лизингодателя достигла 8400 млн. евро.

Вернемся к хронологии континентальной истории секьюритизации. В 1987–1996 гг. суммарный объем эмиссий по секьюритизированным сделкам в Европе составлял около 90 млрд. долл. [4, с. 433]. От этой суммы 13,2%, т.е. 11,88 млрд. долл., приходилось на лизинг. Источники в различных странах, характеризующие статистику сделок, несколько разнятся, но все указывают на то, что ежегодные объемы сделок в конце 1990-х – 2000-е гг. составляли более миллиарда долларов. Так, по данным Dresdner Kleinwort Wasserstein, в Европе в 1998 г. было осуществлено 2 сделки секьюритизации лизингового оборудования на сумму 877 млн. долл., в 1999 г. – 6 сделок на 2402 млн. долл., в 2000 г. – 7 сделок на 1435 млн. долл., до середины 2001 г. – 3 сделки на 1729 млн. долл. [18], т.е. за 40 месяцев проведено 18 операций на сумму в 6443 млрд. долл.

В конце первого десятилетия XXI в. наиболее развитым в Европе и вторым в мире стал рынок секьюритизации лизинговых активов Италии. Среднегодовые показатели здесь уступали США в 1,7 раза. По сравнению со всеми другими странами этот разрыв можно признать минимальным. Однако в отдельные годы (2005 г.) активность проводимых сделок секьюритизации лизинговых активов в Италии была даже выше, чем в США.

Наиболее крупным организатором сделок в Италии выступает расположенная в городе Тревизо компания «Securitisation Service, SpA». На основе ее данных, а также интернет-сайтов ряда SPV, нам удалось обобщить информацию о 57 сделках за пятнадцатилетний период с 1994 по 2009 гг. на сумму почти в 46 млрд. евро.

Отметим ряд особенностей, которые были присущи сделкам секьюритизации лизинговых активов в Италии.

1. Привлечение средств осуществляется, как правило, посредством проведения сделок классической секьюритизации.

2. В отдельные периоды (2004, 2005, 2008 гг.) до четверти стоимости нового лизингового бизнеса в стране покрывалось сделками секьюритизации. При этом усредненный показатель равнялся 12,2%.

3. По всем сделкам в качестве SPV выступают зарегистрированные в Италии компании. Данному обстоятельству способствовало принятие национального законода-



тельного акта от 4 апреля 1999 г. № 130, регулирующего сделки секьюритизации. В этом законе закреплена ряд интересных норм. В частности, предусмотрено, что проценты, уплачиваемые держателям ценных бумаг ABS, не являющимся резидентами Италии, при определенных условиях освобождаются от налога на доход. SPV контролируются Банком Италии и предоставляют ему информацию о проводимых сделках. До принятия национального законодательного акта в качестве SPV выступали компании, действующие под юрисдикцией других стран, т.е. использовался механизм, аналогичный тому, который применялся по нескольким сделкам с участием российских компаний.

4. Ценные бумаги, эмитированные по сделкам секьюритизации, были высокого качества с большим удельным весом «Double A» и «Triple A», оцененные рейтинговыми агентствами Moody's, Fitch, Standard&Poor's. Однако с началом финансового кризиса ситуация стала меняться. Удельные показатели бумаг с очень высокими рейтинговыми характеристиками несколько сократились, что вполне объяснимо. По данным компании «Moody's Investors Service» и аналитика Cristina Pittelli, в течение 2008 г. просрочки по ценным бумагам секьюритизированных лизинговых активов выросли с 2,3 до 4,7%, а дефолты по облигационным выпускам увеличились с 0,3 до 1,5% [21].

5. Ежегодно в стране заключалось до восьми сделок в интервале от 144,2 млн. евро до 2596,5 млн. евро, а их средняя стоимость составляла 807 млн. евро.

Таблица 2.

**Структура сделок секьюритизации лизинговых активов в Италии  
в 1994–2009 гг.**

	Интервалы групп по стоимости сделок, млн. евро					
	до 250	от 250 до 500	от 500 до 1000	от 1000 до 1500	от 1500 до 2000	свыше 2000
Количество сделок	10	15	13	10	5	4
Удельный вес, %	17,5	26,3	22,8	17,5	8,8	7,0

Вместе с тем масштабы операций таковы, что в проектах нередко участвуют по несколько лизингодателей. Например, в сделке на сумму в 830,7 млн. евро, которая началась в 2008 г., в качестве оригинаторов выступали известные лизинговые компании «Banca Italease», «Mercantile Leasing», «Italease Network».

6. Предметами секьюритизации выступали лизинговые контракты с различными видами имущества. Эволюция сделок «ABS Lease» 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%, автотранспорт – 15% [23].

7. Проведенный нами анализ позволил определить основные параметры сделок секьюритизации лизинговых активов, сводная информация о которых, представленная в табл. 3, может оказаться полезной при проектировании сделок на российском лизинговом рынке. Объемы траншей по бумагам класса А составляли 93,5% от суммы всех эмиссий.

**Таблица 3.**

**Основные параметры секьюритизации лизинговых активов в Италии  
в 1994–2009 гг.**

Классы бумаг	Диапазон продолжительности жизни бумаг, годы	Средневзвешенная продолжительность жизни бумаг, годы	Средневзвешенный спред к 3m Euribor, %	Рейтинг бумаг
A	2,1–32,7	18,6	0,23	AAA/AA
B	6,0–32,7	20,3	0,45	A
C	7,0–27,5	18,5	0,60	BBB/BB
D	11,8–27,5	23,6	1,44	BB/B

Одним из ключевых вопросов секьюритизации является использование механизмов повышения надежности, в частности, страхование финансовых рисков. Это влечет рост затрат. Вместе с тем его использование может привести к расширению круга потенциальных инвесторов, что, в свою очередь, даст снижение ставки по купонам, и тогда частично или полностью расходы на страховщиков окупятся. Здесь важна размерность затрат. По данным Х.П. Бэра, гарантии специализированного страховщика составляют 12–60 б.п. на объем эмиссии [4, с. 247]. Для сравнения отметим, что тарифы страхования финансовых рисков невозврата лизинговых платежей в России находятся на уровне 180–300 б.п. Полагаю, что при проведении секьюритизации эти показатели могут заметно уменьшиться, поскольку в проектах используется несколько механизмов защиты от возможных рисков.

В России сделки секьюритизации лизинговых активов только начинаются, хотя определенные особенности и отдельные характерные черты секьюритизации были присущи и сделкам компании «Уральский лизинговый центр», которая провела выпуск валютных кредитных нот (CLN); Лизинговой компании «УРАЛСИБ»; Финансовой лизинговой компании. Однако в этих сделках не устанавливалось прямой зависимости между конкретными лизинговыми договорами и лизинговыми платежами, с одной стороны, и эмиссией облигаций, с другой.

В 2006–2007 гг. с участием российских лизинговых компаний и лизингополучателей начались две примечательные сделки. Одна – в режиме классической секьюритизации на сумму 13730 млн. руб., или 492,63 млн. долл. по текущему курсу, а другая – на сумму 8322,5 млн. руб., или 326,75 млн. долл., была спроектирована как синтетическая секьюритизация.

Первая сделка предусматривает секьюритизацию семи договоров лизинга железнодорожного подвижного состава, используемого в РАО «РЖД». Облигациям класса А (91,6% выпуска) были присвоены рейтинги Moody's на уровне Baa2 и Standard & Poor's – на уровне BBB-. Ежеквартальную выплату купонного дохода по еврооблигациям установили на уровне А класса – 8,375%; В класса – 11,0%; С класса – 12,5%. Эмитентом этих ценных бумаг выступило SPV, которым стала компания «Red Arrow International Leasing PLC», зарегистрированная в Ирландии. В размещении шестилетних бумаг приняли участие более 30 инвесторов. Причем 27% выпуска облигаций были приобретены российскими инвесторами и 73% – иностранными. Облигации обеспе-

чивались дебиторской задолженностью компаний «Магистраль Финанс», «Инвестиционный партнер», ФК «Объединенные инвесторы» железнодорожными вагонами, электропоездами, пассажирскими вагонами с остающимся сроком лизинга в 5–6,5 лет. Агентом по размещению ценных бумаг выступил «Morgan Stanley», организаторами – Инвестиционный банк «КИТ Финанс» и ТрансКредитБанк. Денежные потоки в виде лизинговых платежей были номинированы в рублях, а выплаты по ценным бумагам установили в долларах США. Это означает, что валютный риск приняли на себя инвесторы.

Примечательная особенность сделки заключается в том, что лизинговые компании продали свои контракты, и при этом к третьему лицу перешли не только права на получение лизинговых платежей, но и право собственности на имущество, переданное в лизинг. Таким образом, уступка прав на лизинговые платежи сопровождалась безусловным переходом права собственности на предмет лизинга от лизинговой компании к SPV.

Используемая схема позволила лизингодателям перекредитоваться на более выгодных условиях. Первоначальные кредиты, предоставленные российским банком лизингодателям, были краткосрочными. Полученные в результате сделки доходы лизингодатели направили на финансирование новых инвестиционных лизинговых проектов на условиях, более выгодных лизингополучателю, который как пользовался подвижным составом, так и продолжает им пользоваться, но полученные в ходе секьюритизации средства инвестированы в приобретение новых основных фондов и передачу их на условиях лизинга РАО «РЖД». Гарантии выплат по ценным бумагам основаны на безусловном обязательстве лизингополучателя погашать свою задолженность по договорам лизинга и праве собственности SPV на лизинговое имущество.

В июле 2007 г. была проведена вторая сделка – небалансовая секьюритизация энергетического лизингового контракта компании «Бизнес Альянс» без продажи самого актива. При этом предметом синтетической секьюритизации явились лизинговые платежи от ОАО «МОЭСК».

В качестве SPV выступил известный финансовый посредник из Нидерландов – «White Nights Finance B.V.». Выпущенные еврооблигации ABS стали источником рефинансирования кредита, предоставленного лизингодателю Банком Москвы. Проектирование сделки строилось на сочетании российского и английского права. В качестве основного обеспечения выступали лизинговые платежи, а также залог в виде инфраструктурного оборудования в соответствии с английским правом, которое предусматривает, что при неисполнительности оригинатора платежи могут быть перенаправлены на эмитента еврооблигаций как обеспечение обязательств лизинговой компании. То есть схема с уступкой лизинговых платежей на SPV начинала действовать только в случае дефолта по сделке. Если сделка исполняется без проблем, то поток лизинговых платежей поступает в «Бизнес Альянс», которая как обслуживала этот поток до выпуска еврооблигаций, так и продолжает его обслуживать.

Лизинговых платежей было уступлено на 45% больше объема выпуска. Фактически – это дополнительное обеспечение, предоставляющее безопасность инвесторам. Кроме того, SPV было предоставлено два комфортных письма: от правительства Москвы и от РАО ЕЭС. Разрешение на сделку было санкционировано Федеральной антимонопольной службой.

В сделке приняли участие крупнейшие инвестиционные фонды и международные инвестиционные банки, российские банки и инвестиционные компании. Бумаги

достались европейским инвесторам (34%), инвесторам из России (42%), инвесторам из Юго-Восточной Азии (3%), офшорным Северо-Американским инвесторам (21%).

Стоимость заимствований по еврооблигациям составила для «Бизнес Альянс» 8,875%. Между SPV и оригинатором был заключен кредитный договор. Расчеты велись в долларах, хотя иностранные инвесторы приобретали рублевые облигации и принимали на себя риски в рублях. Разница в стоимости заимствований, за минусом понесенных расходов, стала источником дополнительного дохода оригинатора, SPV и гонораров проектантов сделки.

В синдикат привлекались иностранные участники (инвестиционные банки). Это требовалось для того, чтобы улучшить качество сделки и повысить котировки. Многие из иностранных банков выражали несогласие участвовать в сделке в качестве организаторов, но при этом купили бумаги по подписке, выступив в качестве инвесторов в сделке (20% в структуре инвесторов).

Структурирование этой сделки существенно отличается от первой. Так, уступка прав по ней не сопровождается безусловным переходом права собственности на предмет лизинга от лизинговой компании к SPV. Проектанты исходили из того, что оригинатор является молодой компанией (на рынке чуть более года) и данный актив занимал большой удельный вес в балансе компании. Резкое уменьшение величины баланса могло затруднить возможность участия компании в последующих тендерах и снизить ее конкурентоспособность.

Необходимо иметь в виду, что, исходя из мирового опыта, организация любой секьюритизации является весьма дорогостоящим мероприятием, а выпуск структурированных инструментов сопряжен с существенными фиксированными расходами, не зависящими от объема сделки. Это объясняется высокими операционными издержками и расходами на текущее управление и контроль. Дополнительные издержки компания-оригинатор несет вследствие необходимости юридического оформления сделки, проведения презентаций, выплаты комиссий участникам сделки и др.

Лизинговая компания внесла в проект такие условия, в соответствии с которыми лизингополучатель не почувствовал на себе изменений порядка финансирования. Для него не изменился ни контрагент, ни условия договора, ни график платежей, ни правила проведения платежей и получения от лизингодателя счетов-фактур и актов оказания лизинговых услуг, ни валюта платежей (осуществлялось рублевое кредитование).

Одним из условий проекта стала неравномерная амортизация выпуска в течение пяти лет. Дело в том, что лизинговая компания уже имела портфель лизинговых договоров с оборудованием разных сроков амортизации. При этом данный портфель договоров финансировался за счет кредитов с разными сроками и разными графиками погашения. Структура лизинговых платежей, а соответственно, и структура погашения привлеченного финансирования должна была остаться без изменений. Следовательно, выпуск еврооблигаций тоже должен был иметь кварталную амортизируемую неравномерную структуру с соответствующим отражением в дюрации.

Самым важным и существенным условием лизинговой компании было категорическое требование отсутствия продажи лизинговых контрактов на специализированную компанию SPV. Специалисты лизинговой компании в полной мере осознавали все налоговые и юридические риски продажи лизинговых контрактов с учетом российских правил налогового и бухгалтерского учета, а также гражданского законодательства. Все существующие условия сделок должны были остаться без изменений. Лизингополучатель не должен был почувствовать на себе никаких негативных по-

следствий секьюритизации лизинговых платежей. Ни в коей мере нельзя было допустить продажу лизинговых контрактов и лизингового имущества другому лизингодателю.

### Заключение

Для того чтобы определить перспективы секьюритизации лизинговых активов в России, емкость ее рынка, масштабность проектов и значимость для роста инвестиций в стране, мы посчитали целесообразным учесть ретроспективно, за последние пять лет, сделки, элементы которых полностью или частично являются составляющими моделей секьюритизации: купля-продажа лизинговых контрактов; эмиссия по евронотам, еврооблигациям, внутрироссийским облигациям; непосредственно сами сделки секьюритизации.

Основой для определения искомой величины стали данные результатов ежегодных эмпирических исследований лизингового рынка России, проводимые автором, обобщение и оценка намерений, декларированных отечественными лизингодателями о предстоящих эмиссиях и секьюритизации, а также тех проектов, которые были приостановлены в связи с кризисом. Полученные результаты соотносились с рассчитанными нами пропорциями, сложившимися в течение ряда лет на наиболее крупных мировых рынках секьюритизации лизинговых активов – США и Италии.

В результате мы пришли к выводу, что в России в первой половине второго десятилетия XXI в., по мере выхода лизинговой отрасли из кризиса, вполне реально ожидать заключения ежегодных сделок секьюритизации лизинговых активов в размере 4,5–6,0% от стоимости новых договоров лизинга, т.е. в объемах 1,5–2,0 млрд. долл. Это позволит привлечь по ставкам мирового рынка капитала до 10% более экономного и долгосрочного фондирования и, в целом, удешевить реализацию инвестиционных лизинговых проектов на российском рынке.

\* \*  
\*

### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Арнольд Г. Руководство по корпоративным финансам: пособие по финансовым рынкам, решениям, методам. Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2007.
2. Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента. Т. 2. 3-е изд. Киев: Эльга-Н, Ника-Центр, 2008.
3. Бриггс Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент. 10-е изд. / пер. с англ. СПб.: Питер, 2007. Серия «Академия финансов».
4. Бэр Х.П. Секьюритизация активов. М.: Волтерс Клувер, 2006.
5. Ван Хорн Д.К., Вахович (мл.) Дж.М. Основы финансового менеджмента. 12-е изд. / пер. с англ. М.: Изд. дом «Вильямс», 2007.
6. Газман В. Аритмия лизингового рынка // Вопросы экономики. 2010. № 3.
7. Газман В.Д. Лизинг: статистика развития. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2008.
8. Газман В.Д. Ценообразование лизинга. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2006.

9. *Киржоров А.Н.* Опыт секьюритизации лизинговых платежей: прецедент, каких не было // Экспертиза рынка лизинга. М.: Эксперт-РА, 2008.
10. *Лебедев А.* Особенности залога при секьюритизации // Хозяйство и право. 2010. № 2.
11. *Ранне О.* Секьюритизация кредитов в схемах финансирования малого и среднего предпринимательства // де Вриз Роберт Ж.Ж., Али П. Секьюритизация и право. М.: Волтерс Клувер, 2008.
12. *Рачкевич А.Ю., Алексеева И.А.* Секьюритизация: характерные признаки и определение // Деньги и кредит. 2008. № 8.
13. *Роуз П.С.* Банковский менеджмент / пер. с англ. М.: Дело, 1997.
14. *Солдатова А.О.* Секьюритизация лизинга на российском рынке: продолжение следует // Лизинг ревю. 2007. № 5.
15. *Толстухин М.Е.* Уступка, секьюритизация и международное частное право // Корпоративный юрист. 2007. № 6.
16. *Фабоцци Ф.Д.* Рынок облигаций: Анализ и стратегии. 2-е изд., испр. и доп. / пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
17. *Beard J.* United States Market Review // World Leasing Yearbook 2005. 26<sup>th</sup> ed. / ed. by L. Paul. L.: Euromoney Institutional Investor Publication, 2005.
18. *Hyatt Ch.* Securitization of Lease Backed Receivables Overview of Market – The Banker’s Perspective. L., June 2001, Dresdner Kleinwort Wasserstein.
19. *Jones D.G., Kapadia R.* Debt Instruments (Chapter B2) in the Act Manual of Corporate Finance and Treasury Management. L.: Gee Publishing Ltd, 2000.
20. *Kothari V.* Securitization of Equipment Leases: Issues and Opportunities // World Leasing Yearbook 2005. 26<sup>th</sup> ed. / ed. by L. Paul. L.: Euromoney Institutional Investor Publication, 2005.
21. More Trouble Expected For Italian Leasing ABS in '09. March 19, 2009. ([www.totalsecuritization.com](http://www.totalsecuritization.com))
22. *Schwarcz S.L.* The Alchemy of Asset Securitization // Stanford Journal of Law Business and Finance. 1994. 133.
23. Steadfast Performance of Italian Lease Transactions as Real Estate Continues to Dominate. ([www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com))
24. U.S. Asset-Backed Securities Issuance 1996–2010. Securities Industry and Financial Markets Association. 2010. ([www.sifma.org](http://www.sifma.org))