Леверидж-лизинг: финансирование крупных инвестиционных проектов

Газман В.Д.

В статье рассматриваются теоретические и методологические аспекты предлагаемого для использования в России нового механизма финансирования крупномасштабных инвестиционных лизинговых проектов. Для достижения поставленной цели решаются следующие задачи: обосновывается новая версия классификации лизинга с особым местом в ней леверидж-лизинга; проводится критический анализ модели леверидж-лизинга с выявлением ее достоинств и недостатков; разрабатываются предложения по формированию российской модели леверидж-лизинга; определяется целесообразность использования элементов механизма синдицированного кредитования в леверидж-лизинге; осуществляется формирование количественных и качественных критериев крупномасштабных сделок для отечественного лизингового рынка с учетом зарубежного и отечественного опыта; устанавливается зависимость цен лизинговых контрактов от процентных ставок, учитывающих необходимое резервирование, связанное с оценкой обеспечения и ожидаемых потерь при дефолте лизингодателей и лизингополучателей; проверяется с помощью регрессионного анализа гипотеза того, что, несмотря на увеличение рисков у лизингодателя, связанных с ростом масштабов и сроков договоров, снижение авансов, происходит относительное сокращение стоимости инвестиционных проектов в режиме леверидж-лизинга; готовятся рекомендации по формированию механизма ценообразования модели леверидж-лизинга; разрабатывается методология определения левериджа лизинговых проектов; соотносятся пропорции левериджа в зарубежных лизинговых сделках и на российском лизинговом рынке; определяется актуальность и преимущества использования этой модели для России.

Ключевые слова: леверидж-лизинг; инвестиции; финансирование; синдицированное кредитование; ценообразование; структурирование сделок.

Газман Виктор Давидович – к.э.н., профессор кафедры фондового рынка и рынка инвестиций НИУ ВШЭ. E-mail: garantinv@bk.ru

Статья поступила в Редакцию в декабре 2012 г.

1. Введение

Для модернизации экономики и существенного роста инвестиций требуются новые оригинальные подходы, ранее не использованные в России, но позволяющие увеличить объемы и сроки финансирования, уменьшить стоимость привлекаемых денежных ресурсов. Этому может способствовать модель леверидж-лизинга, которая в зарубежной практике рассматривается как одна из наиболее сложных форм лизингового финансирования, поскольку предполагает согласование интересов большого количества участников в рамках крупномасштабных инвестиционных проектов.

В каждой стране, где эта модель нашла применение (США, Великобритания, Китай, Германия, Канада, Япония, Австралия, Франция, Швейцария, Нидерланды), существуют определенные экономические, правовые, управленческие особенности в юрисдикциях; законодательных и нормативных ограничениях, включая налогообложение, предоставление льгот и преференций; обычаях делового оборота; структурировании сделок с учетом их дизайна, масштабности, схем финансирования, ковенантов; требованиях регуляторов инвестиционной, банковской деятельности; географии проведения сделок (внутренний и международный лизинг); правилах бухгалтерского учета; статистике развития лизинга с учетом его цикличности и других факторов.

Леверидж-лизинг, как направление инвестиционного и финансового менеджмента, рассматривают в статьях в академических журналах и в ряде книг такие авторы, как Петер Невит (Peter Nevitt), Франк Фабоцци (Frank Fabozzi), Судхир Амембал (Sudhir Amembal), Петер Атанасополус (Peter Athanasopoulous), Петер Бэкон (Peter Bacon), Роберт Капеттини (Robert Capettini), Пракаш Део (Prakash Deo), Ричард Гримлунд (Richard Grimlund), Арнольд Гоух (Arnold Gough), Иан Шранк (Ian Shrank), Джеймс Ван Хорн (James Van Horne) (в основном – профессора именитых университетов США). Научную активность ученых из западных стран поддержали исследователи в Китае, которые обратили особое внимание на возможность использования леверидж-лизинга как инновационной модели финансирования на своем лизинговом рынке, за шесть лет поднявшегося с 26-го на 2-е место в мире.

К сожалению, в России теория и практика модели леверидж-лизинга слабо изучены. Только в работах нескольких отечественных авторов говорится о том, что такая модель существует, и при этом используются не всегда однозначные дефиниции. Это обстоятельство не позволяет в полной мере применять данный механизм и получать полезные для экономики страны результаты, обеспечивающие привлечение в Россию высокодоходных и масштабных инвестиций.

Дефицит исследовательских разработок и отсутствие специальных публикаций во многом обусловлены тем, что леверидж-лизинг наиболее часто применяется для крупных инфраструктурных проектов, включая сделки международного лизинга, к финансированию и реализации которых российский лизинг приблизился только недавно. Внимание к леверидж-лизингу первоначально было не столь велико и из-за его сложного структурирования. Длительное время существовали определенные законодательные и нормативные ограничения, снижающие заинтересованность в проведении подобных сделок.

Обоснованная корректировка законодательства может способствовать повышению мотивации потенциальных пользователей данной модели. В силу указанных причин представляется целесообразным изучить и обобщить зарубежный опыт, выяснить, насколько

данный механизм оказался полезным для мобилизации денежных средств, ресурсосбережения и инвестиционной лизинговой деятельности; выявить достоинства и недостатки модели, осуществить теоретическое и практическое обоснование ее применения с учетом отечественных условий хозяйствования. Это означает, что потребуется сформировать российскую модификацию модели леверидж-лизинга и подготовить научные рекомендации по ее использованию.

2. Новый подход к классификации лизинга

В течение многих лет, классифицируя лизинг, использовался принцип дихотомии, т.е. деления надвое: на финансовый лизинг и оперативный лизинг. Такой подход закреплен в законодательных актах многих стран. В международном бухгалтерском стандарте IAS 17 «Leases» (Аренда) приводится перечень из пяти критериев, используемых при тестировании лизинга на принадлежность к одному из двух видов. Эти критерии предусматривают следующее: к концу срока аренды право владения активом переходит к арендатору; арендатор имеет возможность купить актив по цене, которая значительно ниже справедливой стоимости на дату покупки, а в начале срока аренды существует объективная определенность того, что эта возможность будет реализована; срок аренды составляет большую часть срока экономической службы актива; в начале срока аренды дисконтированная стоимость минимальных арендных платежей составляет, по крайней мере, практически всю справедливую стоимость актива; арендованные активы носят специальный характер, так что только арендатор может пользоваться ими без существенных модификаций.

Положительный ответ на каждый поставленный вопрос означает, что имеет место отнесение договора к финансовому лизингу, а любой отрицательный ответ свидетельствует, что данный договор характеризуется как оперативный лизинг. Рассмотрим, попадает ли в прокрустово ложе этой классификации леверидж-лизинг?

По мнению Джозефа Себика, леверидж-лизинг должен квалифицироваться как прямой финансовый лизинг [32, p. 461]. Авторы другого труда руководствуются тем, что леверидж-лизинг включает в себя приобретение капитального оборудования на период, равный бóльшему, но не всему ожидаемому сроку экономической жизни оборудования, продажи имущества по остаточной стоимости [21, p. 5–2]. На первый взгляд, такие отличительные особенности свидетельствуют о том, что леверидж-лизинг имеет определенное сходство с финансовым лизингом, но в российском понимании этого термина. Однако далее, рассматривая особенности леверидж-лизинга, авторы особо отмечают, что в подобных сделках участвуют три стороны: арендодатель, арендатор и кредитор, который обеспечивает финансирование. Возникает вопрос, насколько правильно включение в схему финансового лизинга в качестве прямого участника кредитора и изъятие из этого перечня продавца имущества? Такой подход явно не согласуется с российской моделью финансового лизинга.

Служба внутренних доходов США (Internal Revenue Service – IRS), т.е. Казначейство этой страны, определяет, что «леверидж-лизинг обычно связан с тремя участникам: лизингодателем, лизингополучателем и кредитором лизингодателя. Обычно срок лизинга покрывает большую часть срока эксплуатации арендованного имущества, и выплат лизингополучателем лизингодателю достаточно для покрытия платежей лизингодателя кредитору» [31, p. 1157].

В книге «Equipment Leasing» («Лизинг оборудования») отмечено, что «леверидж-лизинг – это одна из двух форм истинного лизинга» [30, p. 7]. Однако «истинный лизинг» (термин, используемый в США) предусматривает, что срок аренды не должен превышать 80% от срока экономической жизни актива, и не предполагает перехода права собственности в конце срока договора лизинга от лизингодателя к лизингополучателю, т.е. приобретения последним имущества по выкупной стоимости. Следовательно, уже по этому соображению авторов леверидж-лизинг нельзя отнести к финансовому лизингу, но следует считать оперативным лизингом.

Особо важным аспектом лизинга являются налоговые льготы для участников сделки. «Лизингодатель в леверидж-лизинге может потребовать все налоговые преференции, положенные собственнику лизингового актива, хотя лизингодатель обеспечивает только 20% капитала, необходимого для покупки оборудования. Эта способность требовать налоговые льготы на всю стоимость арендованного оборудования, хотя обеспечение и риск соответствуют только части стоимости лизингового оборудования, является плечом в леверидж-лизинге. Этот рычаг позволяет лизингодателю в леверидж-лизинге предложить гораздо более низкие ставки аренды, чем лизингодатель может предоставить под обычный договор прямой аренды» [30, p. 7]. Аналогичные соображения изложены и в работе других исследователей [21, p. 5–2].

Очень лаконичное определение принадлежит С. Амембалу: «Леверидж-лизинг – это сделка, в которой задолженность лизингодателя является безоборотной» [22, p. 40], т.е. без права регресса со стороны кредитора. Как видно, здесь леверидж-лизинг никак не классифицируется с точки зрения его принадлежности к тому или иному виду лизинга. Поскольку мне довелось специально обсуждать этот вопрос с Судхиром Амембалом на международной конференции в сентябре 2012 г., то имею все основания считать, что автор затрудняется в выборе, и небезосновательно. Уважаемый специалист согласился со мной, что леверидж-лизинг нельзя отнести ни к финансовому лизингу, ни к оперативному лизингу.

Еще один важный момент. П. Невит и Ф. Фабоцци отмечают, что леверидж-лизинг необходим для лизингового финансирования особенно крупных капитальных проектов с оборудованием, экономическая жизнь которых составляет 25 и более лет. Это действительно так. Наиболее часто предметом договора леверидж-лизинга становится имущество, принадлежащее к высоким амортизационным группам. Например, оборудование для гидроэлектростанции (турбина) или платформа в океане, с которой ведется добыча нефти, или туннель и т.п. Явно, что в конце срока договора лизинга эти активы не будут демонтированы лизингополучателями и возвращены собственникам, т.е. лизинговым компаниям. Логика экономических отношений подсказывает, что, завершая подобные сделки, лизингополучатели выкупят имущество у собственников. Это обстоятельство означает, что данные договоры будут иметь иные признаки, нежели те, которые присущи оперативному и финансовому лизингу.

М. Черч, рассматривая леверидж-лизинг [24, B 3/41], полагает, что эта модель аналогична по экономическим и правовым отношениям сделкам «hire-purchase» (аренда-продажа)[1], что выражается в ее описании автором и используемой им терминологии.

[1] По данным национальных ассоциаций лизингодателей, удельный вес сделок «hire-purchase» в объеме нового лизингового бизнеса в 2010 г. составлял: в Австралии – 25%, Великобритании – 13,4, Эстонии – 13, в Финляндии – 12,9, в Германии – 11% [36, p. 109, 185, 192, 210, 376].

Джеймс Ван Хорн выделяет ряд типов лизинговых контрактов, отмечая при этом, что леверидж-лизинг является специальной формой лизинга [34, p. 559–560]. Здесь следует заметить, что тот или иной вид лизинга представляет собой модель, которая включает ряд контрактов – прямых и косвенных. При этом в договоре леверидж-лизинга найдут отражение особенности данной лизинговой сделки в части, касающейся выполнения одним из поверенных функций лизингодателя, а другим – кредиторов; обязательства и ответственность сторон, ковенанты и т.д.

Таким образом, однозначно ответить на вопрос, является ли леверидж-лизинг финансовым лизингом или оперативным, нельзя. Полагаю, что и не надо. С учетом представленных соображений считаю, что леверидж-лизинг – это самостоятельный вид лизинга. Ему присуща определенная специфика формирования экономических и правовых отношений. Поэтому целесообразно пересмотреть сложившийся десятилетиями в литературе подход к классификации лизинга и закрепленный в международном стандарте IAS 17.

Полагаю, что следует осуществлять деление лизинга на: финансовый; оперативный; леверидж-лизинг и некоторые другие виды, например, «hire-purchase», возвратный лизинг[2]. При этом участников разнообразных моделей лизинга необходимо уравнять в правах с точки зрения возможности получения налоговых льгот и преференций.

3. Сущность леверидж-лизинга

Специфической особенностью леверидж-лизинга является то, что в сделке (рис. 1) принимают участие большое количество сторон, в том числе: более одного акционера, включая лизингодателя; более одного кредитора; один и более продавцов, т.е. как минимум 5 участников.

Группа соинвесторов проекта со стороны лизингодателя – акционеры специально созданной компании. Например, в США – это трасти, а в нашей стране ею может быть управляющая компания, которая становится лизингодателем и заключает непосредственно договор лизинга. Эти участники осуществляют финансирование лишь части средств, необходимых для покупки объекта лизинга. Они используют только ограниченную сумму собственных средств, как правило, 20% от первоначальной стоимости имущества. Деньги привлекаются посредством выпуска акций и распространения их среди акционеров.

Оставшаяся бóльшая часть средств (80%), необходимых для приобретения имущества, привлекается другой группой кредиторов сделки, которыми, как правило, выступают банки. Складывается соотношение, в котором леверидж равен 4 : 1. Подобную пропорцию будем рассматривать как коэффициент, равный 4.

По-видимому, наличие левериджа сподвигло переводчиков и редакторов книг по финансовому менеджменту употреблять такие термины, как «лизинг с долговой нагруз-

[2] В 1998–2002 гг. российские правоведы активно спорили, можно ли считать возвратный лизинг особым видом лизинга. Определенности достичь не удалось. В свою очередь, законодатель посчитал необходимым рассматривать возвратный лизинг как разновидность финансового лизинга. Затем термин был исключен из текста закона, однако сама схема осталась закрепленной в п. 1, ст. 4 Федерального закона от 29 октября 1998 г. № 164-ФЗ «О финансовой аренде (лизинге)». Участники подобных сделок не были лишены права на использование льгот, предоставляемых по операциям финансового лизинга.

кой» [4, с. 678] или «кредитный лизинг» [5, с. 790], или «аренда активов, частично приобретенных в кредит» [8, с. 967]. Эти определения не совсем точные. Дело в том, что большинство лизинговых операций базируются на кредитных ресурсах. С учетом соизмерения рассчитанной нами лизингоемкости и кредитоемкости инвестиций в основной капитал в России в 2011 г.[3], можно сделать вывод, что доля лизинговых компаний как объектов банковского кредитования инвестиций высока и превышает 70%.

В сделках леверидж-лизинга ввиду множества участников задействованы два поверенных. Один из них осуществляет координацию действий и отражает интересы банков. В свою очередь поверенный лизингодатель осуществляет управление совместными действиями другой группы участников. Это управляющая компания (УК). Она действует в качестве лизингодателя, заключает договор лизинга, договоры купли-продажи имущества, предназначенного для передачи в лизинг, кредитный договор, может заключать договор страхования. УК распределяет прибыль от лизингового проекта между акционерами. Как видно, эта схема имеет много общего с проектным финансированием.

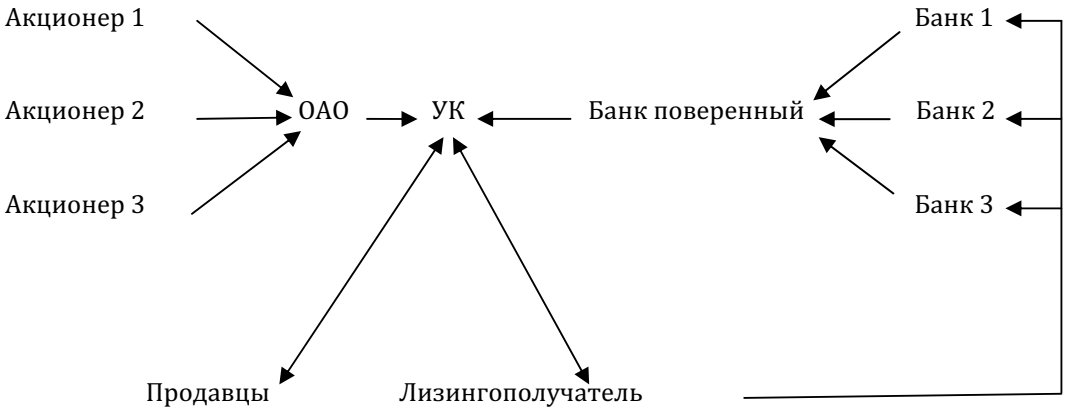

Рис. 1. Леверидж-лизинг

Следовательно, лизингодатель, будучи номинальным владельцем лизингового имущества, предоставляет только четвертую или пятую часть от всего капитала, необходимого для его приобретения. Оставшаяся сумма в виде кредита приходит от институциональных инвесторов. При этом, в зависимости от ликвидности имущества и кредитоспособности лизингополучателя определяется стоимость заимствований без регресса[4].

---

[3] Росстат, публикуя информацию о структуре инвестиций в основной капитал по источникам финансирования, отмечает, что это данные «без субъектов малого предпринимательства и объема инвестиций, не наблюдаемых прямыми статистическими методами» (www.gks.ru).

[4] Механизм предоставления кредитором денежных средств без регресса частично применяется в факторинге. В зарубежной практике на его долю приходится примерно 40% от суммы всех сделок, в России – 10%.

Использование рычага для финансирования сложного инвестиционного проекта предоставляет лизингодателю право при незначительном участии его собственных средств в сделке применять налоговые и иные льготы и преференции, которые распространяются в соответствии с национальным законодательством на участников операций финансового лизинга, например, применение механизма ускоренной амортизации. Полученные льготы сокращают сумму лизинговых платежей и обеспечивают экономию участникам сделки по сравнению с обычным кредитованием инвестиционного проекта.

Таким образом, наиболее часто используемая модель «леверидж-лизинг» представляет собой комбинацию целого ряда элементов: купли-продажи актива за счет собственного капитала лизингодателя и средств, полученных в результате безрегрессионного синдицированного кредитования (без права обращения взыскания на имущество должника); заключения лизингового контракта; уступки дебиторской задолженности на лизинговые платежи в счет погашения задолженности по телу кредита и процентам; смены лица в обязательстве и др.

Действительно, кредит без права регресса структурирован таким образом, что он предполагает возможность кредитора возместить его в случае дефолта заемщика, т.е. использовать в случае дефолта те активы, которые были указаны в договоре. В данном случае речь идет о лизинговом имуществе, для приобретения которого выдается кредит. Поэтому более точным для российского лизинга было бы определение подобных сделок не «без регресса», а «с ограниченным правом регресса». При невыполнении лизингополучателем своих обязательств кредиторы могут потребовать у номинального собственника, т.е. лизингодателя, удовлетворения за счет заложенного имущества.

4. Принципы формирования российской модели «леверидж-лизинг»

В соответствии со ст. 382 ГК РФ право (требование), принадлежащее кредитору на основании обязательства, может быть передано им другому лицу по сделке. Результатом уступки требования становится замена кредитора в обязательстве. Следовательно, такого рода сделка представляет собой действие первоначального кредитора по отказу от своих прав в отношении должника и передаче их новому кредитору.

Долгое время ряд вопросов, связанных с уступкой прав (требований), активно дискутировался и имел различное толкование в правоприменительной практике. В документе Высшего Арбитражного Суда РФ содержатся ряд положений, которые могут способствовать развитию теории и практики применения в России модели леверидж-лизинга [11]. Так, ВАС РФ считает, что:

- не противоречит законодательству уступка части права (требования) хозяйствующего субъекта по тому обязательству, предмет исполнения по которому делим;
- при уступке права (требования) или его части к новому кредитору переходят полностью или в соответствующей части также и права, связанные с уступаемым правом (требованием), если иное не предусмотрено законом или договором;
- не противоречит законодательству уступка права (требования) на возмещение убытков;
- уступка права (требования) из основного обязательства влечет переход к новому кредитору также и права, возникшего из договора о залоге, если иное не предусмотрено законом или договором;

- при уступке части обеспеченного залогом права (требования) в случае, если сторонами не выражена воля на полную замену кредитора в залоговом обязательстве, цедент и цессионарий становятся сокредиторами по залоговому обязательству.

Значимой для развития сделок леверидж-лизинга может стать новая норма, которую предусмотрено внести в ст. 309 ГК РФ: «при наличии между кредиторами одного должника соглашения о порядке осуществления (в том числе очередности удовлетворения требований об исполнении обязательств должником) полученное от должника исполнение распределяется между такими кредиторами в соответствии с условиями соглашения».

Спроецируем приведенные выше толкования ВАС РФ применительно к модели леверидж-лизинга.

Изначально договор лизинга предполагает, что лизингодатель в течение всего его срока будет являться представителем собственников имущества. По сути, это имущество является обеспечением по договору лизинга. Лизингодатель может начать процедуру изъятия имущества у неисполнительного лизингополучателя при нарушении им своих обязательств. При уступке прав на получение кредиторами только лизинговых платежей собственник имущества не меняется. Возникает ситуация «избыточного обеспечения» для собственников в самом начале сделки, поскольку их капитал составляет только пятую часть. «Избыточное обеспечение», т.е. сверх 20%, можно оценить в 50–60% от первоначальной стоимости передаваемого в лизинг имущества. В то же время у кредиторов обеспечения нет. В таком случае возникает дисбаланс интересов у участников сделки, который необходимо преодолеть. Это достигается посредством уступки прав не только по лизинговым платежам, но и по самому предмету лизинга. Причем договора залога, как такового, нет.

В результате появляется коллективный собственник лизингового имущества, состоящий из акционеров и кредиторов, которым уступлена часть собственности. Меняет ли эта ситуация что-либо в интересах лизингополучателя по договору леверидж-лизинга? Нет, не меняет. Его права по-прежнему регулируются действующим договором, включая право выкупа имущества. Такой сценарий, в отличие от применяемого в США, допускает возможность для лизингополучателя стать собственником лизингового имущества в конце срока договора, погасив всю задолженность перед кредиторами. Данное обстоятельство позволяет проектантам более гибко варьировать сроками договоров, увязывая их с амортизацией имущества, сроками кредитования, и повышать обоснованность выкупной стоимости.

Полагаю, что предложенная конструкция сокращает риски кредиторов, становится для них более привлекательной и может служить основой российской модели леверидж-лизинга.

5. Преимущества использования модели леверидж-лизинга для России

Модель леверидж-лизинга не следует противопоставлять другим финансовым продуктам. Она формирует дополнительный канал привлечения крупномасштабных иностранных инвестиций, что крайне важно для России, в арсенале которой, к сожалению, меньше, чем во многих экономически развитых странах, применяемых финансовых продуктов. С помощью леверидж-лизинга мы увеличиваем линейку инвестиционных финан-

совых продуктов, что способствует развитию конкуренции между источниками финансирования и, соответственно, расширению возможностей реализации инвестиционных проектов в наиболее выгодном для участников экономическом режиме.

Обозначим основные преимущества использования модели леверидж-лизинга для нашей страны.

Во-первых, возможность применения налоговых льгот и преференций при использовании модели леверидж-лизинга (льготы по налогу на имущество и налогу на прибыль). Для России это преимущество еще более значимо по двум соображениям: размерности предоставляемых льгот, связанных с механизмом использования ускоренной амортизации; при правильном структурировании сделки возможностью получения льгот в рамках одного инвестиционного проекта в двух странах (*double-dipping*).

Во-вторых, опираясь на действующее налоговое и таможенное законодательство, мотивацией для применения модели леверидж-лизинга в России становится возможность достижения 15–18% экономии в зависимости от конкретики инвестиционных проектов по сравнению с иными схемами их финансирования, например, кредитом или международным торговым финансированием с участием агентств по страхованию финансовых рисков экспортно-импортных операций (ЭКА).

В-третьих, наличие экономически и юридически обоснованной возможности встраивать в инвестиционные проекты, реализуемые по модели леверидж-лизинга, наиболее привлекательные элементы других моделей, например IFM, факторинга, форфейтинга. В частности, эти элементы быть полезны для финансирования пополнения оборотных средств, необходимых для участников инвестиционного проекта.

В-четвертых, использование в качестве обеспечения по леверидж-лизингу самого имущества, являющегося предметом лизинга, а не международных контрактов на поставку высоколиквидных продуктов, прежде всего, сырьевых.

В-пятых, структурирование сделки в наиболее привлекательном виде для конечного пользователя с точки зрения услугобильности (объема предоставляемых ему услуг), осуществляемой лизингодателем.

В-шестых, при использовании модели леверидж-лизинга с учетом применения механизма синдикации можно достичь более высокого уровня финансового левериджа для конечного заемщика – лизингополучателя по сравнению с другими схемами финансирования инвестиционного проекта.

6. Элементы синдицированного кредитования в лизинге

Финансирование сделок леверидж-лизинга банками схоже, но не полностью, и с синдицированным (консорциальным) кредитованием, которое, как показал зарубежный опыт, является мощным длинным инвестиционным ресурсом и предполагает использование определенной договорной конструкции между банками-участниками.

Договор синдицированного кредитования является смешанным договором, который регулирует правоотношения: между кредиторами и заемщиком, субзаемщиком; между кредиторами; между агентом и другими кредиторами. При этом отношения между участниками синдикации и заемщиком могут быть структурированы как несколько двусторонних кредитных договоров для финансирования одного проекта или как один кредитный договор с множественностью лиц на стороне кредитора. Отсюда следует, что

обязательства банков-участников долевые, т.е. платежи при возврате кредита осуществляются пропорционально доле банка в общей предоставленной сумме. Участники синдиката не должны являться солидарными должниками в рамках обязательства по предоставлению кредита. Кредит предоставляется заемщику на необеспеченной основе, с условием запрета залога. Считается, что при синдицированном кредитовании это обстоятельство может обеспечить равенство банков-участников в случае возникновения ситуации несостоятельности заемщика.

Для привлечения механизма синдицированного кредитования в модель леверидж-лизинга участникам синдикации необходимо определить в межкредиторском соглашении порядок принятия решений и согласования действий, связанных с предоставлением кредита. Необходимость подобного соглашения связана с тем, что не все условия можно поместить в договор между кредиторами и заемщиком, например, регулирование отношений между банками и их действий в случае неисполнения обязательств с учетом появления у них прав долевой собственности.

Основным признаком синдицированного кредитования в рамках модели леверидж-лизинга является совместное предоставление кредита несколькими банками под единый инвестиционный лизинговый проект. При отнесении кредитов к синдицированным [13] необходимо в условиях каждого из договоров указать, что: срок погашения обязательств заемщика перед кредиторами и величина процентной ставки идентичны для всех договоров; каждый кредитор обязан предоставить денежные средства заемщику в размере и на условиях, предусмотренных отдельным двухсторонним договором; каждый кредитор обладает индивидуальным правом требования к заемщику возврата основной суммы долга и процентов по кредиту согласно условиям заключенного двухстороннего договора; все расчеты по предоставлению и погашению кредита производятся участником синдиката, исполняющего агентские функции (банк-агент), который действует от лица кредиторов.

С середины 2012 г. в результате изменений регулятивных требований, влияющих на расчет норматива достаточности капитала [14], у лизингодателей усложнились условия привлечения кредитов по их величине и стоимости. С 2013 г. предусматриваются изменения правил расчета банками резервов по ссудам, которые также могут привести к повышению ставок. Некоторые лизингодатели сталкиваются с тем, что банк отказывает в выдаче кредита, если выясняется, что его категория качества потребует создания резервов. В связи с этим дифференцируется подход к оценке кредитного риска в зависимости от характера участия, в том числе по совместно инициированной синдицированной ссуде [14, 17][5]. Применительно к сделкам леверидж-лизинга следует исходить из того, что:

- банк-агент: а) в отношении средств, предоставленных заемщику от своего имени, оценивает риск в отношении заемщика и формирует резерв с соответствующим коэффициентом риска; б) в отношении средств, предоставленных заемщику другими кредиторами в тех случаях, когда банк-агент выполняет исключительно агентские функции и не принима-

[5] В нормативных документах ЦБ РФ указывается, что коэффициент резервирования банками не будет увеличиваться в том случае, если заемщик имеет высокие рейтинги от известных агентств. К 1 октября 2012 г. девять российских лизинговых компаний, которые держали более 56% нового лизингового бизнеса в стране, имели долгосрочные рейтинги дефолта Fitch и Standard & Poor's на уровне от BBB до B-. Еще ряд лизингодателей получили рейтинги не столь именитых агентств, но оценка которых удовлетворяет регулятора.

ет на себя какие-либо риски по кредитам, предоставленным заемщику другими кредиторами, риск не оценивает, и резерв не формирует;

- участники синдицированного кредитования оценивают кредитный риск в отношении заемщика, банка-агента и формируют резерв в максимальном размере исходя из произведенных оценок с соответствующим коэффициентом риска.

Синдицированное кредитование позволяет заемщику, коим в модели леверидж-лизинга выступает лизингодатель, и субзаемщику, т.е. лизингополучателю, привлечь денежные средства отечественных и зарубежных кредиторов, соразмерные крупномасштабному инвестиционному проекту и срокам его реализации, оптимизировать совокупные трансакционные расходы; кредиторам – осуществить распределение кредитных рисков между несколькими участниками синдикации, а организатору привлечения кредита – увеличить доход за счет комиссий, уплачиваемых при синдицированном кредитовании.

Несмотря на ряд достоинств использования синдицированного кредитования, этот инструмент не лишен определенных недостатков. Снижают мотивацию юридические риски, связанные с регулированием данной сферы хозяйственной деятельности правом Российской Федерации и неоднозначностью судебной практики. Некоторые представители банковского сообщества полагают, что основные выгоды, включая эффект от комплексности обслуживания, получает банк – инициатор синдикации, остальным участникам достается только доходность и распределение рисков [19] (что, по-моему, совсем немало). Полагаю, что конкуренция подвигнет российские банки к поиску размещения средств, и это может стать стимулом объединения и преодоления внутреннего недоверия. Банковская синдикация формируется в тех случаях, когда ускоренно растет пассивная составляющая и возникает проблема дефицита проектов, т.е. существуют трудности с размещением средств.

До тех пор, пока российские банки не столь активны в инвестиционном кредитовании, целесообразны их совместные проекты с зарубежными банками, ресурсы которых дешевле. В свою очередь, российские банки приводят в синдикат интересные проекты. В результате симбиоза агрегированная для заемщика ставка может оказаться выше, чем за рубежом, но меньше, чем на внутреннем рынке.

7. Ценообразование в модели леверидж-лизинга

Важнейшей составляющей ценообразования является маржа лизинговой компании[6]. Она включает в себя собственные расходы лизингодателя (зарплата персонала, аренда помещения, амортизация офисного оборудования, командировочные, транспортные расходы, расходы по контролю за имуществом, возможно, оплата услуг лизинговым брокерам и т.д.) и прибыль.

Размер маржи зависит от ряда факторов, в том числе от масштабности лизинговой операции, рисков по конкретному лизингополучателю, срока лизингового договора, валюты сделки, условий кредитования по срокам, методу начисления (от остаточной стоимости или по аннуитету) и т.д.

Среднее значение маржи без учета расходов по налогам по ежегодно обследованным нами российским лизинговым компаниям составляло: в 2006 г. – 2,99%; в 2007 г. – 3,1%;

[6] Иногда употребляют термины: комиссионные выплаты, комиссионное вознаграждение.

в 2008 г. – 3,4%; в 2009 г. – 3,7%; в 2010 г. – 3,3%; в 2011 г. – 3%. В этот же период средние сроки договоров лизинга выросли в стране с 4,5 до 6,5 лет. Регулирование процесса установления сроков договоров лизинга осуществляется с помощью: коэффициента ускоренной амортизации; варьирования сроков внутри амортизационной группы; метода начисления амортизации (линейный и нелинейный); величины выкупной стоимости предмета лизинга. В России сроки договоров лизинга чаще всего на практике совпадают со сроками кредитных договоров. Увеличение сроков договоров лизинга предполагает возрастание рисков лизинговой компании. Однако, как показал анализ, не всегда, о чем скажем позже. Оценка риска включает в себя кредитоспособность лизингополучателя, недостаток ликвидности и специфическую структуру сделки. Вот почему лизингодатели стараются в маржу заложить премию за повышенный риск.

Теория и практика лизингового бизнеса свидетельствуют о разнообразии методов ценообразования на предоставляемые услуги, например, на основе: заданного уровня доходности; ресурсосбережения; ценности лизингового продукта; целевой направленности; услугоемкости[7].

Обобщение опыта применения методов ценообразования позволяет выявить особенности и различия, простоту и сложность учитываемых факторов, определенную поэлементную взаимосвязь и взаимообусловленность, согласование интересов договаривающихся сторон, комплексность лизинговой сделки.

В модели леверидж-лизинга цена определяется нами на основе метода, учитывающего все расходы и доходы лизингодателя, которые становятся расходами для лизингополучателя:

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

где PL_L – цена леверидж-лизинга; PC – первоначальная стоимость имущества; CB_L – стоимость заимствований в модели леверидж-лизинга; M_L – маржа лизинговой компании; AS – дополнительные услуги; I – страхование; PT – налог на имущество; VAT – коэффициент, характеризующий НДС.

Стоимость заимствований в модели леверидж-лизинга имеет ряд составляющих и рассчитывается следующим образом:

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

где I – ставка банковского процента; M – маржа лизингодателей; M_T – вознаграждение управляющей компании акционеров; LM_F – вознаграждение доверенному банку за организацию синдиката кредиторов проекта; A_F – вознаграждение доверенному банку за выполнение агентских функций; F_L – вознаграждение за юридические услуги.

Сумма CB_L может увеличиться за счет расходов, связанных со страхованием финансовых рисков инвесторов.

Управляющая лизинговым проектом компания по согласованию с инвесторами принимает решение о выборе финансирования, нацеливаясь на минимизацию ставки процента по привлеченным ресурсам с учетом рыночной стоимости долгосрочных кредитов и максимизацию своей маржи.

---

[7] Более подробно об этом см. в книге автора [9].

Правовые расходы и стоимость закрытия сделки в конце срока договора леверидж-лизинга объективно могут быть несколько больше по абсолютной величине, чем те же расходы при обычном лизинге, где часто используется стандартизированная документация. Во многом это обусловлено масштабами и оригинальностью сделки. Однако в относительных величинах эти расходы меньше.

Если процентные ставки по фиксированной долгосрочной задолженности лизингополучателя высоки, то лизингополучатель может организовывать бридж-финансирование на основе плавающей процентной ставки для рефинансирования временного долга с более благоприятной фиксированной процентной ставкой в более позднее, приемлемое для него время. Так, например, в договорных отношениях может быть зафиксировано, что допускается плавающая задолженность на весь период в 15 лет со ставками: на первые 5 лет – LIBOR плюс 1%; на 6 лет – LIBOR плюс 1,5%; 7 лет – LIBOR плюс 2% и т.д. Такой порядок позволяет лизингополучателю выбрать наиболее приемлемый для него график погашения задолженности с учетом получаемых доходов.

Ставка банковского процента при финансировании крупномасштабных проектов у ведущих лизингодателей России к началу 2012 г. составляла 9–10% в рублях; маржа лизингодателя соответствовала 80–110 б.п. в год; вознаграждение доверенному банку за организацию синдиката кредитующих проект банков и выполнение агентских функций, рассчитываемая путем умножения фиксированной комиссии на количество участников синдиката, относительно невелика и обычно не превышает 350–450 тыс. руб. в год; юридические услуги, связанные с подготовкой документации и сопровождением сделки, могут составить 10 б.п. от размера кредита.

Если расчет между сторонами осуществляется в валюте, то, скорее всего, будет использована плавающая ставка. Она имела следующую примерную структуру: LIBOR плюс 130–260 б.п. (усредненный показатель с учетом кредитного качества заемщиков). К этой величине добавляем 170–190 б.п. (маржа лизингодателя). В результате, ставка лизингового процента, т.е. цена лизинга в валюте, составила LIBOR плюс 300–450 б.п.

8. Зарубежная дифференциация лизинговых сделок

Поскольку леверидж-лизинг наиболее часто используется в крупномасштабных и сложноструктурированных сделках, то их следует принять во внимание как потенциальные для применения модели леверидж-лизинга. Поэтому был рассмотрен зарубежный опыт дифференциации лизинговых договоров.

Несмотря на отсутствие каких-либо нормативных значений по размерности лизинговых договоров, временным критериям их продолжительности и финансирования, в США к крупным относят договоры лизинга, стоимость которых превышает 5 млн долл. Усредненный показатель удельного веса крупномасштабных договоров в общем объеме новых договоров лизинга в 1999–2010 гг. составил 26,1%. Причем в течение первых шести лет этот показатель находился на уровне 33,1%, а в последующий период соответствовал вдвое меньшему удельному значению – 15,5%. На более чем двукратное сокращение доли крупных договоров лизинга оказали существенное влияние кризисные и предкризисные ситуации, а их в первом десятилетии XXI в. было несколько. Однако даже с учетом селективности, связанной с крупномасштабными сделками, следует иметь в виду, что кризисы воздействуют не только на большие договоры, но и на весь рынок в целом.

В Великобритании в качестве критериев договоров лизинга с высокой стоимостью сначала рассматривались проекты, превышающие 10 млн фунтов стерлингов, а затем 20 млн фунтов. В течение последних нескольких лет имело место некоторое сокращение доли крупномасштабных лизинговых сделок. По сравнению с другими сегментами рынка в период финансового кризиса существенно «просели» объемы сделок международного лизинга. В результате, общая стоимость сделок с дорогостоящими видами имущества за два года сократилась в полтора раза. Уменьшение инвестиций является последствием сокращения доли заемных средств. Это общая в кризис проблема для европейских финансовых институтов. Неслучайно в публикациях по финансам и лизингу в Великобритании стал даже употребляться термин «Deleveraging» [24], характеризующий вре́менные процессы, обратные привлечению заемного капитала.

В Италии в годовых отчетах национальной лизинговой ассоциации (ASSILEA) данные о масштабности лизинговых сделок приводятся начиная с 1998 г. Первоначально крупными считались сделки стоимостью более 5 млрд лир. Спустя два года в связи с вхождением Италии в зону евро изменились и параметры дифференциации сделок. К крупным стали относить договоры, стоимость которых превышала 2,5 млн евро. Через пять лет осуществили разделение крупных договоров на три подгруппы: первая – от 2,5 до 10 млн евро; вторая – от 10 до 50 млн евро; третья – свыше 50 млн евро. Затем значения удельного веса крупномасштабных лизинговых сделок колебались в пределах от одной четверти до одной трети в общем объеме всех новых договоров, заключаемых на национальном лизинговом рынке. В результате, макролизинг достиг (по сумме трех подгрупп) 30,5%, что почти на пять процентных пунктов больше, чем в благоприятном для лизинга 2007 г. В 2010 г. доля сделок в первой подгруппе составляла 18,1% от стоимости всех заключенных договоров лизинга, во второй подгруппе этот показатель соответствовал 10,5%, а в третьей подгруппе – 1,9%.

Методология, используемая в статистике нового бизнеса Европейской федерацией национальных ассоциаций лизинговых компаний (Leaseurope), предусматривает, что расчеты ведутся по первоначальной стоимости передаваемого в лизинг имущества, за минусом аванса, который, как правило, находится в пределах от нуля и до 15%, без учета НДС. Соответственно с учетом ставки лизингового процента, а это кредитная ставка плюс маржа лизингодателя, налога на имущество, аванса, НДС (в Италии стандартный уровень – 21%), более точным для сравнения было бы значение, увеличенное примерно на 80%. В таком случае, для сопоставимости с российскими параметрами, к крупномасштабным следует отнести три группы проектов, стоимость которых: свыше 4,5 млн евро – до 18 млн евро; свыше 18 млн евро – до 90 млн евро; свыше 90 млн евро.

В некоторых крупных лизинговых компаниях Германии, например в Deutsche Leasing, к крупномасштабным относят те проекты, решение по финансированию которых утверждается Наблюдательным советом лизингодателя, и контрактная стоимость которых составляет 50 млн евро и более. Аналогичный подход применяется в корпорациях MAN, Volvo.

В Китае крупномасштабные лизинговые проекты распределяют на две группы: первая – 100–500 млн юаней (т.е. более 492 и до 2458 млн руб. по курсу ЦБ РФ на 1 октября 2012 г.); вторая – свыше 500 млн юаней.

9. Масштабность договоров лизинга в России

В России 70% стоимости новых договоров лизинга являются крупномасштабными. Однако потенциал их роста не исчерпан, в том числе за счет многих проектов в режиме леверидж-лизинга. Мы исследовали те направления лизингового бизнеса, которые сопряжены с разработкой и реализацией крупномасштабных проектов. Причем не только с точки зрения их стоимости, что очень важно, и, несомненно, накладывает отпечаток на стратегию и тактику деятельности лизинговых компаний и их контрагентов, но и качественных характеристик. Они проявляются в сложности отношений участвующих сторон. Это обусловлено числом участников, необходимостью согласовать их интересы и сконструировать такую мотивацию, которая обеспечила бы уникальные преимущества каждой из сторон при расширении числа и объемов договоров. Проектанты подобных сделок нередко сталкиваются с ситуацией, когда приходится рассматривать в качестве предмета лизинга не отдельные виды оборудования или транспортных средств, а крупные имущественные комплексы.

Таким образом, важнейшими критериями крупномасштабных лизинговых сделок становятся: размер инвестиционных проектов и способы их финансирования; число участников; сроки; количество и направленность заключаемых договоров; величина авансового платежа лизингополучателя; риски и достигаемый эффект.

С учетом зарубежного и отечественного опыта мы предлагаем для аналитических целей осуществлять дифференциацию лизинговых сделок в России (в тыс. руб., долл. и евро) в соответствии с данными табл. 1.

Таблица 1.

Шкала размеров лизинговых сделок в России (курс ЦБ РФ на 1 октября 2012 г.)

Группы лизинговых сделок	Интервальные значения групп:		
	в тыс. руб.	в тыс. долл.	в тыс. евро
Первая: Микро	< 2000	< 64,7	< 50
Вторая: Малые	2000 – ≤ 20000	64,7 – ≤ 647	50 – ≤ 500
Третья: Средние	20000 – ≤ 200000	647 – ≤ 6470	500 – ≤ 5000
Четвертая: Большие	200000 – ≤ 1200000	6470 – ≤ 38820	5000 – ≤ 30000
Пятая: Большие +	1200000 – ≤ 3200000	38820 – ≤ 103500	30000 – ≤ 80000
Шестая: Большие ++	> 3200000	> 103500	> 80000

Апробацию предлагаемого ранжирования осуществили на основе информации о 247 проектах крупной российской лизинговой компании в 2010–2011 гг., т.е. в период выхода из кризиса и последующего посткризисного роста отечественного лизингового рынка. Контрактная стоимость договоров по этим проектам составляет 157,8 млрд руб. При этом сумма первоначальной стоимости передаваемого в лизинг имущества – 113,1 млрд руб.;

аванс, уплачиваемый лизингополучателями, – 8,5 млрд руб., или 7,5% от первоначальной стоимости. Для реализации этих проектов лизинговой компании необходимо осуществить заимствование у кредиторов и (или) использовать собственные средства в размере 104,6 млрд руб. на срок в 7,8 года. Причем средневзвешенная ставка привлекаемого финансирования по проектам составляет 10,38%, а формируемая маржа лизингодателя соответствует 0,81%.

10. Эмпирический анализ

Все проекты были распределены на шесть групп, в том числе три, включающие крупномасштабные проекты, совокупный удельный вес которых составляет: по контрактной стоимости – 96,16%; по первоначальной стоимости – 95,92%; по сумме заимствований – 96,26%; по величине авансовых платежей – 91,7%; по марже лизингодателя – 96,32%.

Таким образом, целевая направленность деятельности лизинговой компании, портфель которой исследовался, – это работа с крупными проектами. Обращаю внимание на то, что эти проекты, особенно относящиеся к шестой группе, могли бы стать предметом сделок леверидж-лизинга.

Таблица 2.

Ценообразование и структура лизинговых проектов

Группы лизинговых сделок	Количество договоров	Первоначальная стоимость, в % к итогу	Контрактная стоимость договоров, в % к итогу	Сумма кредита, в % к итогу	Аванс, %	Срок договора, лет	Ставка финансирования, %	Маржа, %	Лизинговый процент, %
Первая: Микро	17	0,02	0,02	0,01	20,10	2,92	11,27	3,62	14,89
Вторая: Малые	78	0,45	0,42	0,41	16,17	3,37	9,46	1,89	11,35
Третья: Средние	71	3,61	3,44	3,31	15,12	3,99	10,56	1,55	12,11
Четвертая: Большие	47	16,81	16,19	16,23	10,72	6,32	10,36	1,06	11,42
Пятая: Большие +	18	22,83	23,58	24,05	2,53	8,52	10,03	0,63	10,66
Шестая: Большие ++	16	56,28	56,35	55,99	7,96	8,18	10,53	0,81	11,34

Анализ показал, что общий тренд таков: с ростом контрактной стоимости увеличиваются сроки договоров, сокращаются авансы, ставки кредитов и маржа лизингодателя. Не подтвердилась для крупномасштабных сделок кажущаяся всегда бесспорной мысль о том, что с увеличением сроков договоров растут риски и, следовательно, стоимость заимствования. Об этом свидетельствуют данные табл. 2 и коэффициенты корреляции, зафикси-

ровавшие слабую тесноту связи по 4–6 группам между сроками договоров и ставкой банковского процента (0,439; 0,266; 0,088), сроками договоров и авансами (–0,095; 0,100; –0,002), сроком договоров и маржой лизингодателя (0,135; 0,250; 0,153), сроками договоров и лизинговым процентом (0,384; 0,294; 0,139).

Для того чтобы предприятию малого бизнеса воспользоваться ставкой лизингового процента на уровне 14,9% (сумма ставки кредита и маржи), доходность его деятельности должна быть выше, чем доходность крупного предприятия, которое занимается крупномасштабными проектами и для которого ставка лизингового процента составляет 10,7–11,4%, т.е. на четверть ниже.

Практика знает примеры предоставления в лизинг достаточно дорогостоящего оборудования и техники и малым предприятиям. В таких случаях лизинговые сделки реализуются, как правило, в режиме, близком к проектному финансированию. Имеется в виду, что лизинговая компания принимает решение об участии в проекте, когда активы предприятия значительно меньше стоимости лизинговой сделки, и расчеты по уплате лизинговых платежей осуществляются только за счет доходов от реализации продукции, изготовленной на этом оборудовании. Руководствуясь корпоративными требованиями риск-менеджмента, лизингодатели нередко устанавливают определенное соотношение между величиной активов лизингополучателя и стоимостью договора лизинга. Как показывает опыт, наиболее часто расчет ведется исходя из пропорции 80 : 20.

Сложновзаимосвязанные между собой при проектировании элементы ценообразования лизинга достаточно просто нашли отражение в уравнениях множественной регрессии. Были составлены девять уравнений, позволяющие определить значение факторов, которые оказывают влияние на ставку лизингового процента, т.е. являются наиболее значимыми при формировании цен на предоставляемые лизинговые услуги.

Для проведения эмпирического анализа взаимосвязи лизингового процента с другими составляющими цены лизинговой услуги учитывались следующие факторы: аванс; привлеченные средства; срок; ставка финансирования; маржа; выкупная стоимость имущества по договору лизинга (первоначальная и контрактные стоимости достаточно полно отражены в учитываемых факторах).

Однако набор из пяти факторов свидетельствовал о наличии мультиколлинеарности в полученных уравнениях регрессии, поскольку значение R^2 оказалось очень близко к единице. Действительно, коэффициент, характеризующий взаимосвязь «ставка/лизинговый процент», один из наиболее высоких по величине среди всех показателей парной корреляции. Причем наивысшие значения этого коэффициента приходятся на крупномасштабные лизинговые проекты. Общепринятый подход для оценки данной ситуации свидетельствует о том, что в таком случае уравнения регрессии неадекватно отражают реальные экономические взаимосвязи. Эти обстоятельства послужили для нас поводом для исключения ставки кредитования из перечня факторов при построении уравнения множественной регрессии. Поэтому на втором этапе регрессионного анализа число факторов, включенных в модель, было сокращено с пяти до четырех.

Была проверена гипотеза того, что, несмотря на увеличение рисков у лизингодателя, связанных с ростом масштабов и сроков выполнения проектов, снижением авансов, тем не менее происходит относительное сокращение цен на реализацию инвестиционных проектов. Доказательство или опровержение этой гипотезы крайне важны и для сделок леверидж-лизинга.

Составленные на втором этапе анализа уравнения регрессии прошли необходимое тестирование на автокорреляцию (тест Дарбина – Уотсона), на гетероскедастичность (тест Уайта) и мультиколлинеарность (F-тест). Причем, так как F-статистика оказалась хорошей, то можно сделать вывод, что количество анализируемых факторов достаточно. В целом, результаты тестирования показали, что нет каких-либо критических отклонений, и это свидетельствует о том, что при построении моделей удалось избавиться от возможных несовершенств регрессионного анализа.

Общее уравнение множественной регрессии, которое учитывает информацию о 247 лизинговых проектах (2010–2011 гг.), имеет вид

$$Y = 9{,}576 + 1{,}08X_1 - 1{,}7X_2 + 0{,}126X_3 + 1{,}213X_4, \quad (3)$$

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

Проведенный регрессионный анализ показал, что значение коэффициента детерминации R^2 для всей совокупности рассматриваемых лизинговых проектов составляет 0,622. Этот показатель в соответствии со шкалой английского статистика Чеддока, используемой для оценки корреляции, и определяющей значение связи между факторами, оценивается как заметный.

С помощью бета-коэффициента (стандартизированный коэффициент регрессии) были учтены различия в степени варьирования вошедших в уравнение регрессии (3) факторов, а с учетом дельта-коэффициента определена доля влияния каждого фактора, воздействующего на ставку лизингового процента. Тем самым удалось оценить изменение значимости ценообразующих для лизинга факторов и сравнить их по группам. Гипотеза получила подтверждение. Наиболее значительным из четырех факторов оказалась маржа лизингодателя. Однако с ростом объемов нового бизнеса влияние маржи сокращается. Например, для первой группы (микролизинговые сделки) значимость маржи составляла 84%, в то время как аванс – около 16%, срок договора лизинга – 0,3%, кредиты, полученные лизингодателем – 0%. Для шестой группы «Большой ++» значение маржи так же превалирующее, но с меньшей силой по сравнению с первой группой. Весомость маржи составила 68,1%. В то же время влияние аванса сокращается (2,8%), сроки договоров становятся несколько заметными – 3%, значение кредитов, предоставленных лизингодателю, и вовсе стало существенным – 26,1%.

Количественные оценки масштабности лизинговых проектов тесно взаимоувязаны с качественными показателями. Так, при анализе проектов, попавших в ту или иную группу ранжирования договоров по стоимости, определяем, что объемы сделок во много зависят от срока договора, величины процента за кредит, который, в свою очередь, зависит от формирования резервов банка, статистики выполнения обязательств лизингодателем и его контрагентом – лизингополучателем[8]. Нередко при схожести объемов и сроков договоров ставка процента разная.

[8] При анализе качества портфелей лизингодателей особое внимание уделяется сомнительной и проблемной задолженностям. По данным наших обследований российского лизингового рынка на начало 2009 г., этот показатель соответствовал 2,3% от величины совокупного портфеля лизингодателей; на начало 2010 г. – 11,7%; 2011 г. – 11,2%; 2012 г. – 4,0%.

Эмпирический анализ показал, что наличие рисков может быть компенсировано увеличением аванса, зависящим от вероятности дефолта и величины убытка при его наступлении, либо увеличением маржи, часть которой является премией за риск, либо обоими показателями одновременно. Это обусловлено, прежде всего, кредитными рисками по проектам и, соответственно, процентной ставкой – ключевым фактором в модели ценообразования лизинга, на условиях которой кредитор предоставляет средства лизинговой компании для приобретения необходимого лизингополучателю имущества.

Расчет ожидаемых потерь (*EL*), которые может понести, к примеру, Сбербанк, кредитуя компанию «Сбербанк Лизинг», осуществляется по известной базельской формализации, которая с 2014 г. должна стать обязательной при взаимоотношениях банков и российских лизингодателей:

$$EL = EAD \times PD \times LGD, \tag{4}$$

где *EAD* – ожидаемая стоимость активов, находящихся под риском дефолта, с учетом остаточной срочности активов, наличия, стоимости кредитного обеспечения, типа кредитного продукта; *PD* – вероятность дефолта лизингополучателя на определенном временном периоде в зависимости от его индивидуальных параметров (финансовые показатели, история взаимоотношений с лизингодателем, банком), макроэкономических факторов; *LGD* – процент задолженности, который не будет возмещен в случае дефолта и определяется с учетом вероятностей возврата, характеристики обеспечения, списания, восстановления.

С учетом полученного результата банк принимает решение по поводу стоимости предоставляемого фондирования лизингодателю. Соответственно определяется размер удорожания лизинга по сравнению с первоначальной стоимостью имущества, т.е. с ценой его приобретения. В результате получается контрактная стоимость проекта с учетом риска его реализации.

11. Леверидж лизинговых проектов

Наиболее объективным, точным для оценки пропорций финансирования лизинга является показатель «Леверидж лизинговых проектов» (L_{LP}), который предполагает, что при его расчете учитываются не только собственные средства лизингодателя, но и средства лизингополучателя. Мы осуществили расчет левериджа по лизинговому рынку России как соотношения объема заимствований, привлекаемых с учетом регресса, и собственных средств прямых участников лизинговых сделок (лизингодателей и лизингополучателей).

Для расчета этого показателя используем следующий порядок:

$$L_{LP} = (BC + Loan + CC + PN + B)/(ER + A), \tag{5}$$

где *BC* – средства, полученные за счет всех банковских кредитов; *Loan* – займы учредителей, других организаций; *CC* – коммерческие кредиты поставщиков; *PN* – векселя; *B* – эмиссии облигаций и валютных кредитных нот; *ER* – собственные средства лизингодателей; *A* – собственные средства лизингополучателя в виде аванса, направленного лизингодателю.

На основе данных наших исследований российского лизингового рынка были рассчитаны показатели L_{LP} за пятилетний период. В 2007 г. L_{LP} равнялся 3,26; в 2008 г. – 3,07; в 2009 г. – 2,46; в 2011 г. 3,53. Как видно, эти значения левериджа лизинговых проектов для российского рынка ниже ординара лизинговых рынков экономически развитых стран.

Анализируя сложившиеся пропорции, следует обратить внимание на то, что в других странах, как правило, используется норматив, который применяют экспортно-импортные агентства и банки при выдаче долгосрочных кредитов под инвестиционные проекты, и он характеризует требования по их обеспечению. Этот норматив равен 0,85. То есть кредит выдается не в полном объеме, а в размере 85% от запрашиваемой суммы, остальные 15% в проект должен вложить заемщик и тем самым понизить риски кредитора. В середине первого десятилетия XXI в. в России этот норматив составлял примерно 0,55–0,6, а в 2011–2012 гг. 0,7–0,75. Это означает, что сумма обеспечения должна превышать сумму выданного кредита на величину начисленных процентов и возможных прочих расходов, связанных с возвратом кредита.

По мере развития отечественного лизингового рынка и роста объемов российских лизинговых операций, увеличения доверия кредиторов показатель L_{LP} может возрасти и сократить разницу между российскими и зарубежными показателями левериджа. Однако здесь не исключено действие разнонаправленных тенденций, например, более активное реинвестирование собственных средств лизингодателей в лизинговые проекты, повышение уровня генерирования капитала за счет прибыли, увеличение авансоемкости в связи с намерением лизингополучателей сократить общие расходы по сделкам, увеличение приростов нового бизнеса в значительной степени за счет роста средней продолжительности договоров лизинга.

Поскольку долгосрочные кредитные размещения являются основными доходоприносящими ресурсами для банков, то преодоление разрыва возможно в течение 3–4 лет при следующих обстоятельствах: неизменной авансоемкости в 15% (этот показатель 2011 г. наиболее адекватен для российского лизинга), росте собственных средств (в абсолютном значении), увеличении удельного веса банковского кредитования. Цель реализуема, если российские лизингодатели, используя свой ресурс знатоков привлекательных инвестиционных проектов, сумеют расширить объемы заимствований на отечественном и зарубежном рынках капитала.

12. Заключение

В статье отражены результаты исследования, в которых: предлагается изменить классификацию лизинга, поскольку леверидж-лизинг является самостоятельным видом лизинга, с присущей ему спецификой формирования экономических и правовых отношений; выявлены преимущества модели леверидж-лизинга по сравнению с другими способами финансирования крупномасштабных инвестиционных проектов; определено, что российская модель леверидж-лизинга должна строиться с учетом ограниченного права регресса кредиторов, так как имущество является обеспечением по договору лизинга, осуществлением уступки прав не только по лизинговым платежам, но и по самому предмету лизинга (такой подход отличается от применяемого в США, и позволяет более гибко варьировать сроками договоров, увязывая их с амортизацией имущества, сроками кредитования, сокращать риски кредиторов, связанные с выкупной стоимостью); разработана

модель ценообразования леверидж-лизинга и установлена значимость ценообразующих факторов по различным категориям проектов; проверена и подтверждена гипотеза того, что с ростом крупномасштабных сделок, сроков договоров, снижением авансов может уменьшаться стоимость заимствования для реализации инвестиционных проектов; разработана методология определения левериджа лизинговых проектов; количественно оценены пропорции левериджа в лизинге в России и за рубежом; указаны преимущества использования модели леверидж-лизинга для России. Автор полагает, что полученные результаты способствуют использованию российской модели леверидж-лизинга и тем самым будут полезны для стимулирования роста инвестиций в стране.

* *
*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Анализ математических моделей Базель II / Алескеров Ф.Т., Андриевская И.К., Пеникас Г.И., Солодков В.М. М.: ФИЗМАТЛИТ, 2010.
2. *Арнольд Г.* Руководство по корпоративным финансам: пособие по финансовым рынкам, решениям, методам. Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2007.
3. *Борисов И.В.* Договор синдицированного кредита по российскому праву. Deutsche Bank, 20/06/2012. (www.asros.ru/media/.../Presentation_RLMA_20.06.2012.(Borisov)2pp)
4. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов. 7-е изд. / пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004.
5. *Бригхэм Ю., Эрхардт М.* Финансовый менеджмент. 10-е изд. / пер. с англ. СПб.: Питер, 2009.
6. *Буркова А.* Межкредиторские соглашения. (www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=2244)
7. *Бэр Х.П.* Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / пер. с нем. М.: Волтерс Клувер, 2006.
8. *Ван Хорн Д.К., Вахович (мл.) Дж.М.* Основы финансового менеджмента. 12-е изд. / пер. с англ. М.: Изд. дом «Вильямс», 2007.
9. *Газман В.Д.* Ценообразование лизинга. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2006.
10. *Газман В.Д.* Лизинг: финансирование и секьюритизация. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2011.
11. Информационное письмо от 30 октября 2007 г. «Обзор практики применения арбитражными судами положений главы 24 Гражданского кодекса Российской Федерации».
12. *Коссов В.В.* Основы инновационного менеджмента: учебное пособие. М.: Магистр, 2009.
13. Методика определения синдицированных кредитов (Приложение 4 к Инструкции Банка России от 16 января 2004 г. № 110-И «Об обязательных нормативах банков).
14. Методика определения уровня риска по синдицированным кредитам (Приложение 5 к Инструкции ЦБ РФ от 16 января 2004 г. № 110-И «Об обязательных нормативах банков»).
15. *Новоселова Л.А.* О перемене лиц в обязательстве // Хозяйство и право. 2009. № 5.
16. *Овсейко С.В.* Синдицированные (консорциальные) кредиты. 2010. (www.juristlib.ru)
17. Положение Банка России от 26 марта 2004 г. № 254-П «О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, ссудной и приравненной к ней задолженности» (Приложение 3 «Порядок оценки кредитного риска по синдицированным ссудам).
18. *Симановский А.Ю.* Достаточность капитала: еще раз к концепции // Деньги и кредит. 2008. № 7.
19. *Смирнов А.* Финансовый рычаг и нестабильность // Вопросы экономики. 2012. № 9.

20. II Форум лидеров банковского рынка. Стенограмма заседаний. 2012. (www.raexpert/bank_lead/2012/stenogramma/)

21. *Ahlstrom J., Engelson I., Sirelson V*. The Economics of Leveraged Leasing // Equipment Leasing-leveraged Leasing (5th ed.) by Shrank Ian, Gough Arnold. N.Y., 2010–2012. P. 5–2.

22. *Amembal C*. Winning with Leasing. USA, Amembal&Associates, 2006.

23. *Brady D., Ingram P*. A Leveraged Lease Primer // Equipment, Leasing and Finance Association. May 2006. (http://www.elfaonline.org/)

24. *Church M*. Ch. B 3. Leasing / Updated by D. Crane, M. Percy // Act Manual of Corporate Finance and Treasury Management. L.: Gee Publishing Ltd., 2000.

25. *Fabozzi F., Davis H., Choudhry M*. Introduction to Structured Finance. Ch. 12 «Leveraged lease fundamentals». John Willey & Sons, Inc., 2006.

26. Five More Years of Deleveraging // LeasingWorld. 2012. October 13. (www.leasingworld.co.uk)

27. *Gazman V*. Russia. Market Review // World Leasing Yearbook 2012 / ed. by L. Paul. L.: Euromoney Institutional Investor Publication, 2012.

28. International Accounting Standard 17 Leases / EC staff consolidated version as of 24 March 2010. (www.europa.eu/.../docs/consolidated/ias17_en.pdf)

29. *Juran K., Bauer M*. The Leveraged Leasing Guidelines in a Tax-Credit-Driven World // KPMG. 2010. March 22. (http://kpmg.com)

30. *Nevitt P., Fabozzi F*. Equipment Leasing. 4th ed. Frank Fabozzi Associates. N.Y.: Wiley, 2000.

31. Rev. Proc. 2001–28 / Internal Revenue Bulletin. Bulletin № 2001–19. May 7. 2001. (www.irs.gov/pub/irs-irbs/irb01-19.pdf)

32. *Sebik J*. Leasing in the US in 2007 // World Leasing Yearbook. L.: Euromoney. 2008. P. 461.

33. *Shrank I*. Leveraged Leasing – Recent Developments / Equipment Leasing – Leveraged Leasing. 3rd ed. / ed. by B. Fritch, A. Reisman, I. Shrank. N.Y.: Practising Law Institute, 1993. P. 325–378.

34. *Van Horne J., Wachowicz J*. Fundamentals of Financial Management. 13th ed. Prentice Hall, Inc., 2009.

35. Yanping Shi China. Market Review // World Leasing Yearbook 2011 / ed. by L. Paul. L.: Euromoney Institutional Investor Publication, 2011.

36. World Leasing Yearbook 2012. L.: Euromoney, 2012.

Leveraged-leasing: Financing of Large Investment Projects

Gazman Viktor

National Research University Higher School of Economics,
20, Myasnitskaya ul., Moscow, 101990, Russian Federation.
E-mail: garantinv@bk.ru

This article discusses the theoretical and methodological issues proposed for use in Russia of a new funding mechanism for big ticket investment leasing projects. To achieve this goal are the following: a new version of the classification of leasing with the view in her special place leveraged-leasing; a critical analysis of the model of leveraged leasing, identifying its strengths and weaknesses; developed proposals for the formation of the Russian model leveraged-leasing; analyzed the feasibility of a mechanism of syndicated lending in the leveraged-leasing; is the formation of quantitative and qualitative criteria for big ticket transactions for Russian leasing market, taking into account the foreign and domestic experience; set a price on leasing contracts on interest rates, taking into account the necessary redundancy associated with the assessment of welfare and allowances for losses on defaulted lessors and lessees; using regression analysis, the hypothesis is that, despite the increased risks from the lessor, are associated with increased incidence and duration of contracts, reduce the advances, the relative reduction of prices on realization of investment projects in the leveraged-leasing; developped a methodology for determining leverage leasing projects; prepare recommendations on formation of pricing models leverage-leasing; analyzes the proportions between financial institutions in overseas leasing transactions and in the Russian leasing market; is determined by the relevance and benefits of using this model for Russia.

***Key words*:** leveraged leasing; investment; financing; syndicated lending; pricing; structuring.

* *
*

References

Aleskerov F.T., Andrievskaja I.K., Penikas G.I., Solodkov V.M. (2010) *Analiz matematicheskih modelej Bazel' II* [Analysis of Mathematical Models Basel II]. Moscow: FIZMATLIT. (in Russian)

Arnold G. (2005) *The Handbook of Corporate Finance: A Business Companion to Financial Markets, Decisions & Techniques*, FT Press.

Bär H.P. (2007) *Asset Securitization*, Wolters Kluwer.

Borisov I.V. (2012) *Dogovor sindicirovannogo kredita po rossijskomu pravu* [The Syndicated Loan Contract under Russian Law]. Deutsche Bank, 20/06/2012. Available at: www.asros.ru/media/.../Presentation_RLMA_20.06.2012.(Borisov)2pp

Brealey R.A., Myers S.C. (2003) *Principles of Corporate Finance*, Boston: McGraw-Hill.

Brigham E.F., Ehrhardt M. (2009) *Financial Management: Theory and Practice*, Thomson Learning.

Burkova A. *Mezhkreditorskie soglashenija* [Inter-creditor Agreement]. Available at: www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=2244

Gazman V.D. (2006) *Cenoobrazovanie lizinga* [Pricing Leasing]. Moscow: HSE Publishing House. (in Russian)

Gazman V.D. (2011) *Lizing: finansirovanie i sek'juritizacija* [Leasing: Financing and Securitisation] Moscow: HSE Publishing House. (in Russian)

Kossov V.V. (2009) *Osnovy innovacionnogo menedzhmenta* [Fundamentals of Innovation Management]. Moscow: Magistr. (in Russian)

Metodika opredelenija sindicirovannyh kreditov [Method of Determination of Syndicated Loans]. Prilozhenie 4 k Instrukcii Banka Rossii ot 16 janvarja 2004 g. no 110-I «Ob objazatel'nyh normativah bankov».

Metodika opredelenija urovnja riska po sindicirovannym kreditam [Method of Determining the Level of Risk on Syndicated Loans]. Prilozhenie 5 k Instrukcii CB RF ot 16 janvarja 2004 g. no 110-I «Ob objazatel'nyh normativah bankov».

Novoselova L.A. (2009) O peremene lic v objazatel'stve [On the Change of Persons in the Obligation]. *Hozjajstvo i pravo*, no 5.

Obzor praktiki primenenija arbitrazh-nymi sudami polozhenij glavy 24 Grazhdanskogo kodeksa Rossijskoj Federacii [Review of the Practice of Courts of Arbitration Provisions of Chapter 24 of the Civil Code of the Russian Federation]. Informacionnoe pis'mo ot 30 oktjabrja 2007 g.

O porjadke formirovanija kreditnymi organizacijami rezervov na vozmozhnye poteri po ssudam, ssudnoj i priravnennoj k nej zadolzhennosti [On the Formation of Credit Organizations of Reserves for Possible Losses on Loans and Similar Debts]. Polozhenie Banka Rossii ot 26 marta 2004 g. no 254-P, Prilozhenie 3 «Porjadok ocenki kreditnogo riska po sindicirovannym ssudam».

Ovsejko S.V. (2010) *Sindicirovannye (konsorcial'nye) kredity* [Syndicated (consortial) loans]. Available at: www.juristlib.ru

Simanovsky A.Ju. (2008) Dostatochnost' kapitala: eshhe raz k koncepcii [Capital Adequacy: Once Again to the Concept of]. *Den'gi i kredit*, no 7.

Smirnov A. (2012) Finansovyj rychag i nestabil'nost' [Financial Leverage and Instability]. *Voprosy ekonomiki*, no 9.

II Forum liderov bankovskogo rynka (2012) [II Leaders Forum of the Banking Market]. Stenogramma zasedanij. Available at: www.raexpert/ bank_lead/2012/stenogramma/

Ahlstrom J., Engelson I., Sirelson V. (2010–2012) The Economics of Leveraged Leasing. *Equipment Leasing-leveraged Leasing*, 5th ed. by Shrank Ian, Gough Arnold. New York, pp. 5–2.

Amembal C. (2006) *Winning with Leasing*, USA: Amembal & Associates.

Brady D., Ingram P. (2006) A Leveraged Lease Primer. *Equipment, Leasing and Finance Association. M*ay. Available at: http://www.elfaonline.org/

Church M. (2000) Ch. B 3. Leasing, updated by D. Crane, M. Percy. *Act Manual of Corporate Finance and Treasury Management,* London: Gee Publishing Ltd.

Fabozzi F., Davis H., Choudhry M. (2006) Leveraged Lease Fundamentals. Ch. 12. *Introduction to Structured Finance*, John Willey & Sons, Inc.

Five More Years of Deleveraging (2012). *Leasing World,* October 13. Available at: www.leasingworld.co.uk

Gazman V. (2012) Russia. Market Review. *World Leasing Yearbook 2012* (ed. L. Paul), London: Euromoney Institutional Investor Publication.

International Accounting Standard 17 Leases (2010) EC staff consolidated version as of 24 March 2010. Available at: www.europa.eu/.../docs/consolidated/ias17_en.pdf

Juran K., Bauer M. (2010) *The Leveraged Leasing Guidelines in a Tax-Credit-Driven World*. KPMG. March 22. Available at: http://kpmg.com

Nevitt P., Fabozzi F. (2000) *Equipment Leasing*. 4th ed. Frank Fabozzi Associates. New York: Wiley.

Rev. Proc. 2001–2028. *Internal Revenue Bulletin.* Bulletin no 2001–19. May 7. 2001. Available at: www.irs.gov/pub/irs-irbs/irb01-19.pdf

Sebik J. (2008) Leasing in the US in 2007. *World Leasing Yearbook*, London: Euromoney, pp. 461.

Shrank I. (1993) Leveraged Leasing – Recent Developments. *Equipment Leasing – Leveraged Lea-sing.* 3rd ed. (eds. B. Fritch, A. Reisman, I. Shrank), New York: Practising Law Institute, pp. 325–378.

Van Horne J., Wachowicz J. (2009) *Fundamentals of Financial Management.* 13th ed. Prentice Hall, Inc.

Yanping Shi China (2011) Market Review. *World Leasing Yearbook 2011* (ed. L. Paul), London: Euromoney Institutional Investor Publication.

World Leasing Yearbook (2012) London: Euromoney.