



УДК 339.187.62

СЕКЬЮТЕРИЗАЦИЯ КАК ИНСТРУМЕНТ УПРАВЛЕНИЯ ЛИЗИНГОВЫМ ПОРТФЕЛЕМ ЛИЗИНГОВОЙ КОМПАНИИ

С.В. Глухов

SECURITIZATION AS A MANAGEMENT INSTRUMENT OF THE LEASE PORTFOLIO OF THE LEASING COMPANY

S.V. Glukhov

Аннотация. В статье раскрыто содержание процесса секьютеризации лизингового портфеля лизинговой компании, раскрыт механизм и методы секьютеризации активов при проведении международных лизинговых операций. Автор описывает конкретные особенности схем секьюритизации, осуществляемых на российском лизинговом рынке с учетом обобщения опыта процессов секьюритизации лизинговых активов, применяемого международными лизинговыми компаниями. Раскрыта роль таких субъектов лизинговой сделки, как организатора сделки, лизингодателя-оригинатора, банка и страховой компании в процессе реализации схемы секьютиризации лизинговой сделки. Автор делает вывод о необходимости эффективного использования секьютиризации как инструмента управления лизинговыми активами лизинговых компаний.

Ключевые слова: лизинг; лизинговое соглашение; международная лизинговая сделка; опционный договор; секьютеризация лизинговых активов (лизингового портфеля).

Abstract. The article examines process contents of the securitization of the lease portfolio of the leasing company, mechanism and techniques of assets securitization during performance of international leasing deals. The author describes the particular characteristics of securitization models applied in the Russian leasing market taking into account the best practice of international leasing companies in leasing assets securitization. There was described the role of such entities leasing agreement as the organizer of the agreement, the lessor, the bank and insurance company in the process of implementation of the scheme of securitization. The author concludes the necessity for effective use of the securitization as a management instrument of the lease portfolio of leasing companies.

Key words: leasing; leasing agreement; international leasing deal; optional agreement; securitization of leased assets (lease portfolio).

Введение

Современный финансовый инструментарий в области лизинговых отношений продолжает обогащаться благодаря появлению новых экономических и экономико-математических моделей, финансовых схем и стандартов финансовой деятельности, позволяющих оценивать эффективность принятия нестандартных управленческих решений в условиях высокой степени неопределенности современного лизингового рынка.

Каждое финансовое решение, принятое на уровне отдельной финансовой или лизинговой корпорации, имеющей достаточные активы в своем управлении, несет в себе определенные риски, которые должны быть всесторонне изучены и учтены, и в отношении которых должны быть найдены способы уменьшения последствий появления негативного результата при принятии управленческого решения. В литературе выделяют целый спектр факторов, оказывающих негативное влияние на финансовое состояние лизинговых компаний, которые влияют как на структуру, так и на стоимость капитала лизингодателей.

Привлечение капитала на условиях платности, возвратности и срочности имеет форму



кредита, который является стандартным продуктом финансово-кредитных учреждений. Но с увеличением объемов заимствований и масштабов, с учетом использования международных финансовых операций, крупные участники международного финансового рынка постепенно отказываются от традиционного кредитования в пользу более сложных форм участия в бизнесе других хозяйствующих субъектов, что в полной мере характеризуется современными тенденциями развития на рынке лизинговых услуг. Так, например, в экономической теории все чаще употребляется термин дезинтермедиация как отказ от посредничества банков на рынке ссудных капиталов в пользу непосредственного прямого выпуска, распространения, продажи ценных бумаг их эмитентами при посредничестве самих же кредитных учреждений и коммерческих банков.

Конкурентная борьба между участниками лизингового рынка направлена не только на борьбу за клиента. Формы лизинговых правоотношений становятся все более разнообразными, и, от того, насколько активно лизингодатели участвуют в таких правоотношениях, зависят и их возможности для финансового маневра по привлечению капиталов иностранных инвесторов и зарубежных лизинговых компаний. Наличие в финансовом арсенале международных лизинговых компаний не только возможностей участия на международных рынках капиталов, но и способов универсального, относительно недорогого финансирования лизинговых проектов наделяет их достаточно сильными аргументами в международной конкурентной борьбе.

Именно поэтому наблюдается устойчивый интерес лизинговых компаний, управляющих большими объемами капитала, к методам секьюритизации, что обусловлено необходимостью предусмотреть возможность для обеспечения ликвидности будущих сделок на рынке лизинговых услуг.

Особенности схем секьюритизации на российском лизинговом рынке

Особенностью внедрения схем секьюритизации на российском рынке является то, что в период обострения доступа к дешевым западным источникам финансирования и посткризисного обновления российского рынка капитала, объемы среднесрочного и долгосрочного финансирования сократились достаточно существенно, а риски, связанные с капиталовложениями в лизинговую деятельность, продолжают расти [1-2].

При реализации схемы секьюритизации должно происходить более эффективное управление лизинговым портфелем – набором активов, которые были приобретены лизинговой компанией с последующей передачей их лизингополучателям. Такие активы генерируют денежный поток, который является источником доходов и прибыли лизинговой компании.

Лизинговая компания стремится улучшить кредитное качество своего портфеля, в том числе и посредством диверсификации активов. Создаваемые новые портфели лизинговых активов вследствие диверсификации кредитного риска должны обладать лучшими кредитными характеристиками по сравнению со старыми лизинговыми портфелями. В этом случае лизингодатель получает больше возможностей для привлечения капитала с финансовых рынков и, как следствие, обеспечивает рост своего нового лизингового портфеля, а также диверсифицирует свои обязательства, что, в конечном счете, улучшает показатели эффективности деятельности лизинговой компании в целом.

Так как источником выплат в ходе секьюритизации активов, является пул активов, то от его кредитных качеств, степени определенности будущих денежных потоков, целостности, рыночной стоимости и сохранности зависит полнота и своевременность исполнения обязательств перед владельцами ценных бумаг, выпущенных в процессе секьюритизации лизинговой компанией.

На рис. 1 показаны требования к активам лизинговой компании, которые могут быть диверсифицированы.

Однородность активов позволят применять единый набор принципов при планировании и контроле денежных потоков, генерируемых данными активами, что способствует уп-

рошению размещения ценных бумаг. Таким образом, для лизинговой компании необходимо принять решение между двумя крайними точками зрения, а именно:

1. Стремлением разнообразить свои активы по видам и срокам с целью снижения риска за счет их диверсификации.
2. Стремлением сгруппировать активы в однородные группы с целью упрощения администрирования активами в ходе их секьюритизации.

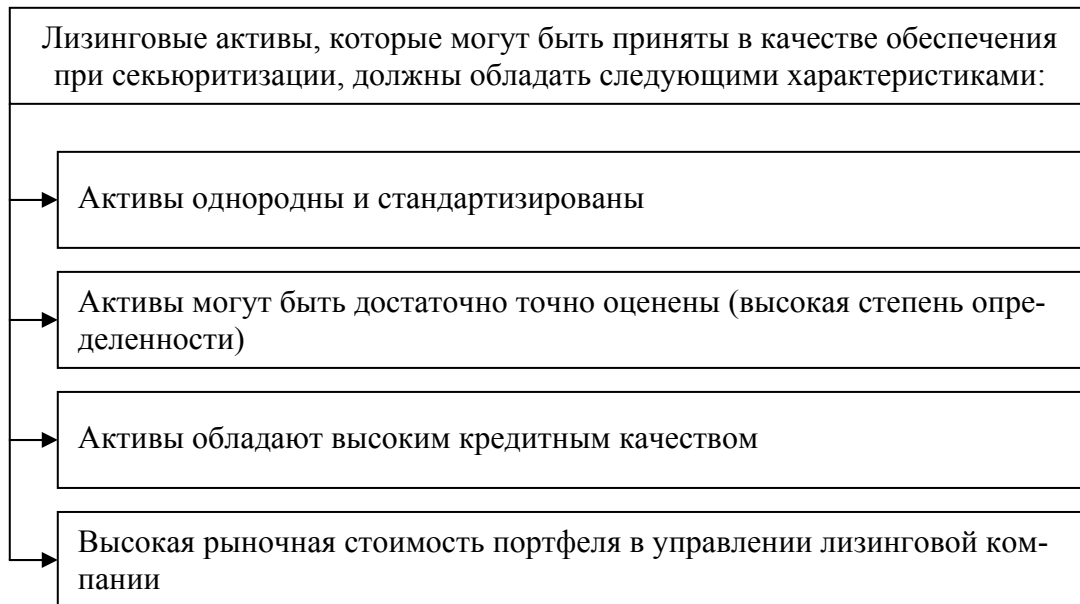


Рисунок 1 – Характеристика активов, которые могут быть использованы при осуществлении схемы секьюритизации

Все активы лизинговой компании можно разделить на два класса активов, характеристики которых представлены в табл. 1.

Таблица 1 – Активы, подлежащие секьюритизации

Актив	Характеристика	Показатели, характеризующие качество актива
1. Денежные требования. 2. Ценные бумаги, удостоверяющие денежные требования.	Право одного субъекта (кредитора) получить от другого субъекта (должника) определенный объем денежных средств в качестве оплаты за предоставление имущества	1. Регулярность денежного потока. 2. Возможность установить объем полученных денежных средств.

В процессе секьюритизации малоликвидные активы, не обращающиеся на рынке имущество лизинговой компании приобретает форму финансовых инструментов денежного рынка или рынка капиталов, размещается и оборачивается на финансовом рынке, способствует привлечению капитала в лизинговую деятельность.

Привлекаемые с рынка капитала ресурсы обеспечиваются пулом активов, генерирующих денежный поток, при этом лизинговая компания переносит часть рисков с себя на инвесторов, и в этой связи финансовые ресурсы лизинговой компании удешевляются. Это особенно актуально для лизинговой компании при высоком показателе отношения заемного капитала к собственному капиталу.

Прежде чем механизм секьюритизации лизинговых контрактов в лизинговой компании будет запущен, необходимо определить ликвидность пула передаваемых активов. В этой

связи лизинговой компании необходимо провести оценку финансовой устойчивости и перспектив развития лизингополучателей, выяснить уровень сбалансированности передаваемого лизингового портфеля, провести мониторинг ситуации на конкретных рынках активов. Полученная информация оказывает прямое влияние на условия привлечения финансирования лизинговой компанией. Как правило, эту работу осуществляет непосредственно сама лизинговая компания–оригинатор (то есть инициатор такой программы), она же привлекает к ней по мере необходимости специализированные организации.

Сущность деятельности оригинатора секьюритизации лизинговых активов представлена на рис. 2.



Рисунок 2 – Сущность деятельности оригинатора секьюритизации лизинговых активов

Так, при секьюритизации лизинговых активов, лизинговая компания в качестве оригинатора, может продолжать осуществлять поиск и привлечение клиентов, уступать требования по лизинговым платежам, получать рефинансирование лизинговых активов, передавать их на обслуживание другой стороне.

Проверку надежности, принятие рисков, связанных с предоставлением лизинговых услуг, могут взять на себя рейтинговые агентства, инвесторы и специализированные страховые компании. Лизинговая компания намеренно отказывается от осуществления некоторых видов деятельности, так как считается, что специализированные компании как участники рыночных отношений в состоянии справляться с переданной им частью функций лучше и с меньшими затратами. Способность лизинговой компании принимать на себя риски связана с самой структурой сделки. Риски могут сниматься по мере изменения качества структуры лизингового портфеля, который находится под управлением лизинговой компании.

Структурирование денежных потоков лизинговой компании предполагает последовательность действий комплексного сбора и анализа информации о денежных потоках, сопряженных с передачей в лизинг приобретенного имущества, а также алгоритм распределения денежных средств на основе реализованной схемы секьюритизации.

Целью учетно-аналитического обеспечения секьюритизации лизинговых активов является обеспечение аппарата управления всех участников сделки своевременной, достоверной, достаточной и точной информацией, отображающей величину совокупного денежного

потока, генерируемого активом, переданным в лизинг. Во главу угла ставится достижение наиболее эффективного его использования для получения возможных выгод всех участников сделки при осуществлении процесса секьюритизации.

При осуществлении сделок в процессе секьюритизации важная роль отводится организатору сделки – стороне, которая выполняет связующую роль между остальными участниками сделки. Характеристика работы организатора сделки представлена на рис. 3.

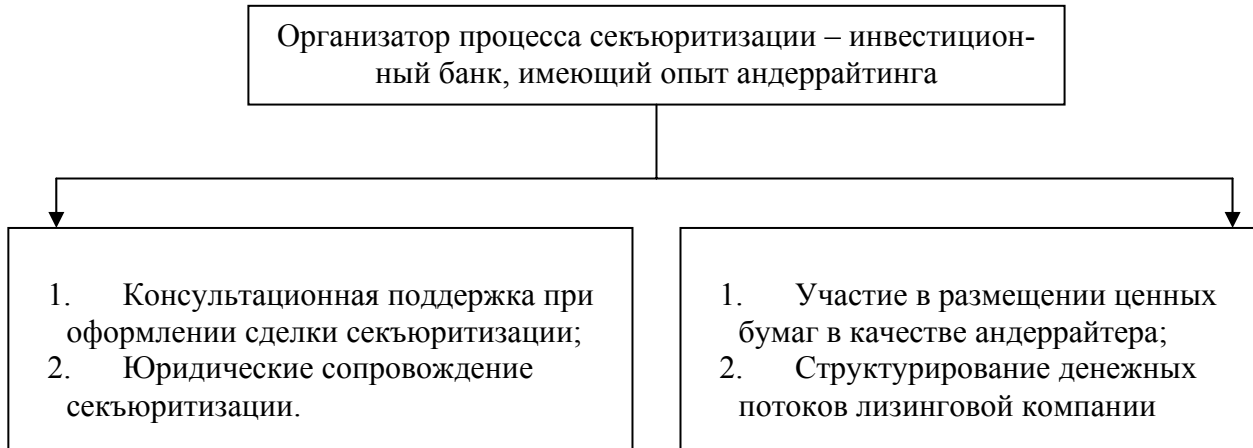


Рисунок 3 – Роль организатора секьюритизации лизинговых активов в осуществлении сделки

Организатор секьюритизации должен обеспечить соответствие структурирования денежных потоков требованиям инвесторов, а также при первом требовании инвесторов раскрывать необходимую информацию в надлежащем виде и в полном объеме по конкретным объектам лизингового портфеля. Для того чтобы минимизировать риск срыва в реализации процесса секьюритизации организатор сделки должен подготовить несколько проектов реструктуризации денежных потоков.

Все расчетные проекты реструктуризации денежных потоков включаются в состав финансово-экономического обоснования сделки и призваны сформировать полную информационную картину процесса секьюритизации. В этой связи тщательно проверяются документы первичного бухгалтерского учета, договоры и документация, относящиеся к лизинговым активам, так как от правильного заполнения документов зависит способность лизингодателя взыскать денежные средства с лизингополучателей, а также защита от перекалфикации сделки в суде. Также изучается финансовая политика лизингодателя, организационные и технологические основы деятельности специалистов по управлению рисками.

Особенности процессов секьюритизации лизинговых активов международных лизинговых компаний

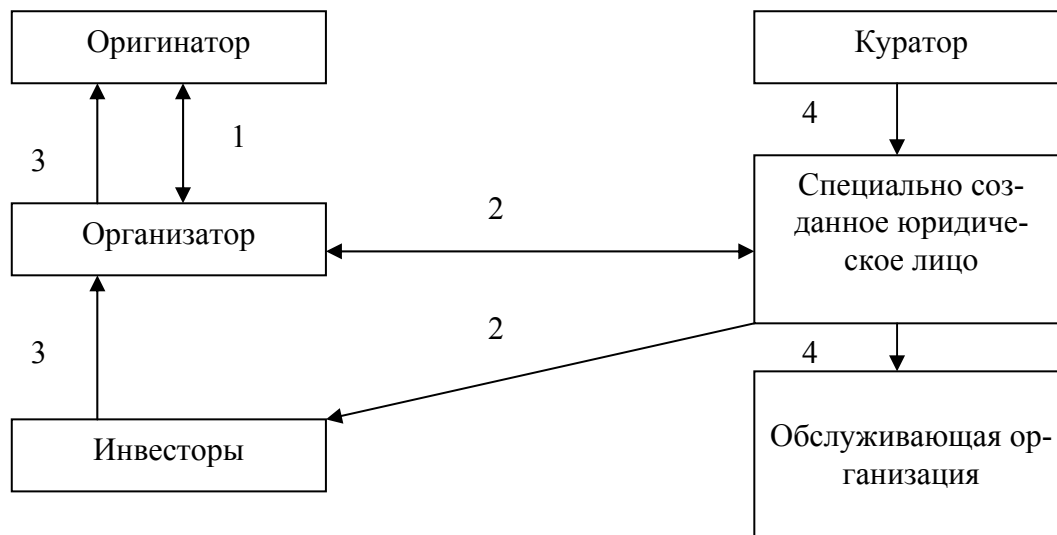
В международной практике различают классическую и синтетическую секьюритизацию активов. Особенности процессов секьюритизации при различных схемах (их общие и особенные части) представлены в табл. 2.

Таблица 2 – Особенности процессов секьюритизации лизинговых активов международных лизинговых компаний

Процессы секьюритизации	
Сходства всех процессов	Основные отличия
1. Эмиссия ценных бумаг. 2. Выплаты по ценным бумагам за счет денежных средств, поступающих от пула активов.	1. Может меняться субъектный состав процесса секьюритизации. 2. Может меняться количество этапов выпуска и размещения ценных бумаг.

Также особенностью является то, что при использовании классической секьюритизации сделки с участием российских компаний осуществляются в иностранной валюте. При синтетической секьюритизации стоимость облигаций выражается в любой валюте по выбору эмитента ценных бумаг. При этом валюта необязательно является денежной единицей страны регистрации эмитента или страны размещения облигационного займа. Также имеются не столь значимые, фрагментарные расхождения в процессах секьюритизации. Например, различия в сроках оспаривания сделки. При классической схеме это можно сделать в течение трех лет, а при синтетической – процедура сокращается до полугода [3].

Схема секьюритизации лизинговых активов представлена на рис. 4.



- 1 – Продажа пула активов
- 2 – Выпуск ценных бумаг
- 3 – Оплата стоимости ценных бумаг, обеспеченных пулом активов
- 4 – Сбор средств, поступающих от пула активов

Рисунок 4 – Схема секьюритизации лизинговых активов

Как видно из рис. 4, схема секьюритизации лизинговых активов состоит из четырех основных этапов (количество этапов может быть увеличено исходя из целей секьюритизации и субъектного состава сделки, особенностей национального законодательства той страны, в которой работает лизингодатель и т.д.).

Рассматриваемая техника финансирования основывается на заимствовании уже существующих и проверенных элементов привлечения капитала, в том числе и по традиционным формам финансирования, которые хорошо описаны в литературе [4-6].

Благодаря новым комбинациям заключения договоров становятся возможными новые формы привлечения капитала, которые обеспечивают перераспределение рисков, возникающих при осуществлении лизинговой деятельности.

Продажа пула активов является первым этапом, инициирующим схему секьюритизации. На рассматриваемой схеме (рис. 4) данный этап имеет первый порядковый номер, однако не во всех схемах секьюритизации это может быть так. В частности, если предусматривается эмиссия инвестиционных паев, для которых предусмотрен особый порядок эмиссии, то этап «продажа пула активов» заменяется на этап «формирование пула активов», а в последовательности прохождения этапов имеются определенные особенности, а именно: сначала осуществляется выпуск ценных бумаг, а уже потом формирование объединения активов.

Продажа пула лизинговых активов лизинговой компанией лизингодателем (оригинатором) осуществляется без права обратного регресса или с существенным ограничением такого права.



Этапы подготовки сделки по продаже пула активов представлены в табл. 3.

Таблица 3 – Последовательность действий при продаже пула лизинговых активов

Этап	Ответственный за исполнение	Действие
1 этап	Оригинатор	Формирование пула активов, подлежащих секьюритизации. Оригинатор может докупить активы у других лизинговых компаний для увеличения стоимости пула активов
2 этап	Оригинатор совместно с организатором	Ревизия числящихся на балансе оригинатора активов
3 этап	Оригинатор совместно с организатором	Формируется перечень активов, которые будут задействованы при выпуске ценных бумаг
4 этап	Организатор	Учреждается организация со специальной целью

Этап подготовки и продажи пула активов является крайне важным, так как именно на этом этапе происходит учреждение специального юридического лица.

В международной практике при организации специально созданного юридического лица выбираются такие организационно-правовые формы, как траст (управляется доверенным лицом в интересах третьих лиц) или корпорации.

В зависимости от вида секьюритизируемых лизинговых активов, целей лизингодателя-оригинатора и предполагаемого круга инвесторов Спецюрлицо (на английском – Special Purpose Vehicle, далее – SPV) учреждается либо как юридически обособленный имущественный комплекс (средство извлечения предпринимательского дохода), либо как хозяйственное общество (самостоятельный экономически независимый имущественно обособленный участник).

Этапы выпуска ценных бумаг, предусмотренных сделкой секьюритизации лизинговых активов, представлены в табл. 4.

Таблица 4 – Этапы выпуска ценных бумаг при проведении сделки секьюритизации лизинговых активов

Этап	Ответственный за исполнение	Действие
1 этап	Организатор	Подготовка к выпуску ценных бумаг, сам выпуск ценных бумаг, обеспеченных залогом сформированного ранее пула активов
2 этап	Организатор совместно со специально созданным юридическим лицом	Отчуждение выпущенных ценных бумаг первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок. Заключается договор между организатором и специально созданным юридическим лицом

После того как специально созданное юридическое лицо выпустило ценные бумаги, оно не может быть ликвидировано или присоединено к другому лицу, также оно не может привлекать денежные средства на долговой основе, так как неисполнение обязательств по привлеченным кредитам и займам может привести к его банкротству.

Также на данном этапе подготавливаются документы, связанные с эмиссией, листингом на бирже, хранением (учетом прав на ценные бумаги).

Оплата стоимости ценных бумаг, обеспеченных пулом активов, является третьим этапом схемы секьюритизации, которая имеет следующую последовательность (табл. 5).

Таблица 5 – Оплата стоимости ценных бумаг, обеспеченных пулом активов, в процессе реализации схемы секьюритизации

Этап	Ответственный за исполнение	Действие
1 этап	Организатор	Консолидация денежных потоков
2 этап	Организатор	Перенаправление денежных потоков оригинатору сделки. Для оригинатора сделки данные денежные средства представляют собой плату за активы, которые переданы по схеме секьюритизации

Срок обращения ценных бумаг в значительной мере определяется сроком жизни и характеристиками потока лизинговых платежей, который генерируют лизинговые активы. Кроме того, поставленные оригинатором сделки цели и состояние рынка во многом определяют, будут ли выпускаться краткосрочные коммерческие ценные бумаги (в условиях секьюритизации допускается финансирование активов, имеющих длительный срок службы за счет краткосрочных ценных бумаг). К примеру, лизингодатель-оригинатор, который прежде использовал для рефинансирования банковский кредит и займы на международных рынках и хотел бы расширить круг финансирования за счет секьюритизации лизинговых активов и привлечения новых групп инвесторов, попытается профинансировать сделку путем выпуска евробондов или американских коммерческих бумаг [7-9].

Процессы наблюдения за сделкой секьюритизации также важны, этапы данного процесса представлены в табл. 6.

Таблица 6 – Сбор средств, поступающих от пула активов

Этап	Ответственный за исполнение	Действие
1 этап	Специально созданное юридическое лицо совместно с обслуживающей организацией	Так как активы находятся в управлении лизингополучателей, которые оплачивают лизинговые платежи, необходимо сформировать договорные взаимоотношения с обслуживающей организацией
2 этап	Обслуживающая организация	Сбор и аккумуляция средств, поступающих по активам, числящимся на балансе организации со специальной целью
3 этап	Куратор	Наблюдение за сохранностью активов
4 этап	Куратор	Наблюдение за ходом исполнения обязательств перед инвесторами

Наблюдение осуществляется в рамках договора управления (обслуживания) пулом лизинговых активов и счетами, в котором находят свое отражение условия и правила проведения инкассовых операций, порядок наблюдения за качеством требований. Также определяются полномочия резервной обслуживающей компании (Servicer), определяется порядок действий при наступлении неблагоприятных обстоятельств (Trigger Events), определяются критерии оценки качества управления пулом лизинговых активов, действия при досрочном возврате лизингового имущества, обязанности по предоставлению отчетов и порядок ведения бухгалтерского учета [8-9].

Выводы

Таким образом, в процессе наблюдения в рамках договора управления пулом лизинговых активов и счетами, задействованными в ходе реализации лизинговой сделки, решаются важные задачи обеспечения прав инвесторов, предоставивших денежные средства для финансирования лизинговой деятельности. Гарантии возврата капитала подтверждаются наложением дополнительных обязанностей на оригинатора сделки по наблюдению за соблюдением условий договоров, связанных с эмиссией ценных бумаг, по контролю за соблюдением



требований по предоставлению отчетности, по раскрытию информации инвесторам. Информация также направляется рейтинговым агентствам, которые посредством разработанных методик установления рейтингов информируют инвесторов о рисках вложения в данные ценные бумаги.

Необходимый для подготовки сделки срок непосредственно зависит от степени сложности сделки, степени пригодности активов, готовности originатора сделки к осуществлению функций по обслуживанию, а также от коммерческого опыта и числа уже осуществленных им сделок. Затраты лизингодателя-оригинатора на проведение последующих сделок заметно снижаются благодаря накоплению опыта и решению многих вопросов по организации аналогичных лизинговых сделок. При этом не последнюю роль играют также квалификация сотрудников и репутация банка-организатора всей схемы лизинговой сделки.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Горшков Р.К., Дикарева В.А. Лизинг: проблемы и перспективы развития в России. М.: Изд-во МГСУ, 2012. 158 с.
2. Ковалев В.В. Лизинг: финансовые, учетно-аналитические и правовые аспекты: учебно-практическое пособие. М.: Проспект, 2014. 449 с.
3. Киркоров А.Н. Совершенствование управления финансами лизинговой компании: автореф. дис ... канд. экон. наук: 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит; МУПК. М., 2006. 25 с.
4. Агарков С.А. Инвестиционный менеджмент и риск-анализ: учебное пособие. Мурманск: Изд-во МГТУ, 2013. 271 с.
5. Беспмятнова Л.П. Инновационное финансирование лизинга: формирование источников и минимизация рисков: монография. М.: Технологии стратегического менеджмента, 2011. 108 с.
6. Зырянова И.Д. Международный финансовый рынок: современные тенденции развития. М.: Лаборатория книги, 2011. 166 с.
7. Копылова И.В. Развитие лизинга на основе секьюритизации активов: автореф. дисс ... канд. экон. наук: 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит; РАП. М., 2011. 27с.
8. Ashcraft A, Schuermann T. Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit. New York: Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 2008. 318p.
9. Kraemer-Eis H. SME loan securitization. An important tool to support European SME lending / H. Kraemer-Eis, M. Schaber, A. Tappi (2010) // EIF Working Paper 2010/007. October 2010 [Электронный ресурс]. URL: http://www.eif.org/news_centre/research/index.htm (дата обращения: 22.09.2015).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

Глухов Сергей Васильевич

ФГБОУ ВПО «Южно-Уральский государственный университет» (НИУ), г. Челябинск, Россия, старший преподаватель Кафедры экономики торговли и логистики,

E-mail: Glukhov_algorithm@rambler.ru.

Glukhov Sergey Vasil'evich

FSEI HPE «South-Ural State University» (NRU), Chelyabinsk, Russia, Senior Lecturer of Economics of Trade and Logistic Department,

E-mail: Glukhov_algorithm@rambler.ru

Корреспондентский почтовый адрес и телефон для контактов с автором статьи:
454080, Челябинск, Ленинский пр., 76, ЮУрГУ, корп. 2, каб. 570а. Глухов С.В.
8(3512)67-93-03