Солдатова Анна Олимпиевна. Секьюритизация лизинговых активов : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2006 184 с. РГБ ОД, 61:06-8/2093

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ 16

1.1 Значение секьюритизации в развитии лизингового рынка России 16

1.2 Экономическая сущность и правовая природа секьюритизации 30

1.2.1 Определение и механизм секьюритизации 30

1.2.2 Классификация видов секьюритизации 36

1.2.3 Предмет секьюритизации 38

1.2.4 Инструменты секьюритизации: ценные бумаги, обеспеченные активами 43

1.2.5 Правовая природа и законодательное обеспечение секьюритизации 48

1.3 Историко-экономические предпосылки возникновения секьюритизации 55

1.3.1 Основные этапы развития 55

1.3.2 Секьюритизация в мире 58

1.3.3 Секьюритизация в России 61

ГЛАВА 2. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АСПЕКТ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ЛИЗИНГОВЫХ СДЕЛОК 68

2.1 Секьюритизация и альтернативные источники финансирования лизинга 68

2.2 Классификация субъектов секьюритизации и их роли в сделке 76

2.3 Экономические выгоды и риски секьюритизации для участников сделки 85

2.3.1 Преимущества секьюритизации для лизинговой компании 85

2.3.2 Преимущества секьюритизации для инвестора 88

2.3.3 Эффективность секьюритизации лизинговых активов 89

2.3.4 Анализ и управление рисками секьюритизации 91

ГЛАВА 3. УПРАВЛЕНИЕ ПРОЦЕССОМ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ 101

3.1 Структурирование секьюритизации лизинговых активов 101

3.2 Эконометрический подход к оценке лизингового рынка с учетом секьюритизации 119

3.3 Методика секьюритизации для российского рынка: пошаговый алгоритм секьюритизации лизинговых активов 135

ГЛАВА 4. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ИНСТИТУТА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ 141

4.1 Основные тенденции и направления развития секьюритизации 141

4.2 Барьеры в развитии института секьюритизации в России 146

4.3 перспективы секьюритизации лизинга в России 152

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 157

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ И ИСТОЧНИКОВ 162

ПРИЛОЖЕНИЯ 170

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. НЕКОТОРЫЕ ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ В ЛИТЕРАТУРЕ ОПРЕДЕЛЕНИЯ

СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ 170

ПРИЛОЖЕНИЕ 2. НЕКОТОРЫЕ ПРИНЯТЫЕ В ЗАПАДНОЙ ПРАКТИКЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ

СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ 171

ПРИЛОЖЕНИЕ 3. МАТРИЦА ЭМИССИЙ РОССИЙСКИХ ЛИЗИНГОВЫХ КОМПАНИЙ 175

ПРИЛОЖЕНИЕ 4. ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ЛИЗИНГОВЫХ КОМПАНИЙ-ЭМИТЕНТОВ

РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА 177

ПРИЛОЖЕНИЕ 5. ОФШОРЫ И ИХ КЛЮЧЕВЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ 178

ПРИЛОЖЕНИЕ 6 ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ СЕКЬЮТИРИЗАЦИИ В МИРЕ 179

Таблица І.Обьем ипотечных ценных бумаг (MBS) к погашению в США: 1980-2004 гг. (млрд. долл.) 179

Таблица 2. Эмиссия ипотечных ценных бумаг (MBS) государственными агентствами США:

1980-2004 гг. (млрд. долл.) 179

Таблица 3. Эмиссия обеспеченных ценных бумаг (ABS) в Европе (млрд. долл/евро) 180

Таблица 4. Эмиссия ипотечных ценных бумаг (MBS) в Европе (млрд. долл./евро.) 181

Таблица 5. Ежемесячный объем эмиссии обеспеченных ценных бумаг (ABS) в частном и

государственном секторах Европы за 2003 и 2004 гг. (млн. долл.) 182

Таблица 6. Секьюритизация договоров лизинга в мире: объем эмиссии обеспеченных ценных бумаг. Рейтинг FitchlBCA 183

**Введение к работе**

Финансовый рынок в экономической системе представляет собой совокупность рынков , в том числе и рынок лизинговых услуг. Уровень развития рынка лизинговых услуг и степень разнообразия лизинговых операций определяют инвестиционную привлекательность страны, от которой в конечном итоге зависит экономический рост государства. В странах развитого рынка с помощью лизинга финансируется до 30% инвестиций в оборудование . В странах с развивающейся экономикой, в том числе России, этот показатель несколько ниже и, по различным оценкам, в России в 2004 году он варьировал от 6 до 16,4%3.

Несмотря на то, что российскому институту лизинга чуть более десяти лет, он динамично развивается и на сегодняшний день является одним из наиболее перспективных сегментов финансового рынка. По оценкам экспертов, объем российского рынка лизинга4 в 2004 году достиг уровня в 6,75 млрд. долл., а по сравнению с предыдущим годом прирост лизинга составил более 80% [17]. С уверенностью можно утверждать, что лизинговая индустрия находится на подъеме, опережая в своем развитии другие отрасли народного хозяйства. Во многом это определяется устойчиво возрастающей потребностью в обновлении основных производственных фондов.

Усиление конкуренции на внутренних финансовых рынках заставляет операторов лизингового бизнеса искать новые пути диверсификации капитала, прибегая к нетрадиционным способам финансирования бизнеса. Во многом от способности компании привлечь заемный капитал будет зависеть динамика роста портфеля лизинговых активов.

Секьюритизация представляет собой альтернативный источник финансирования, который может быть применен для финансирования сделок лизинга. Основное преимущество секьюритизации заключается в возможности более дешевого финансирования инвестиционных проектов, которая наделяет лизинговые компании дополнительным конкурентным преимуществом на рынке. Механизм секьюритизации позволяет реструктурировать лизинговый портфель таким образом, чтобы трансформировать активы лизинговой компании в высоколиквидные инструменты фондового рынка. Существующая на российском рынке лизинга потребность в новых нетрадиционных источниках финансирования и отсутствие разработанного теоретического инстрементария для их применения определяют актуальность темы диссертационного исследования.

Наивысшая стадия развития лизингового рынка характеризуется активным использованием механизма секьюритизации для финансирования лизинговых операций. Такая ситуация наблюдается сейчас в США и ряде стран Западной Европы. В США ежегодно секьюритизируется до трети от общего объема заключенных договоров лизинга, а в целом в мире прослеживается устойчивая тенденция к росту объемов эмиссий обеспеченных ценных бумаг.

Для России концепция секьюритизации - явление совершенно новое и вызывает большой интерес. Многие российские лизинговые компании, не имеющие широкого доступа к среднесрочным и долгосрочным кредитным ресурсам, могут быть заинтересованы в уступке прав и продаже своих лизинговых контрактов в рамках сделки секьюритизации. В пользу этого говорят и первые эмиссии лизинговых компаний, анализ результатов которых приводится в диссертации. Среди отдельных компаний имеет место продажа лизингового портфеля или некоторой его части.

Однако в отличие от промышленно развитых стран Запада, в России механизм секьюритизации еще недостаточно изучен, а главное, не урегулирован законодательно. Поэтому на пути к полной и открытой секьюритизации в России находится много юридических, налоговых и нормативных препятствий. Достаточно сказать, что в российском законодательстве просто не существует пока понятия "секьюритизации". Немногочисленные публикации не раскрывают сложносоставную природу феномена секьюритизации, поэтому неудивительно, что среди представителей лизингового рынка отсутствует четкое понимание механизма и принципов секьюритизации. Поэтому особое значение приобретает систематизация западного опыта секьюритизации и оценка его применимости в российской практике лизинга.

Для становления института секьюритизации в России необходимо создать достойное правовое поле. Полагаю, что на формирование института секьюритизации в России потребуется не менее 3 лет. Работа в этом направлении ведется специальной рабочей группой Государственной Думы РФ, созданной при Комитете по кредитным организациям и финансовым рынкам, а принятый в конце 2003 года Федеральный закон "Об ипотечных ценных бумагах" можно считать первым шагом в законодательном оформлении секьюритизации. Принципиально важным на следующем этапе является принятие закона, специально посвященного секьюритизации активов {Закон о секьюритизации), а также внесение изменений в ряд действующих актов (в т.ч. Налоговый кодекс и Закон "О рынке ценных бумаг"). В этом отношении чрезвычайно актуальными становятся рекомендации по экономико-правовому обеспечению сделок секьюритизации, разработанные в диссертационной работе.

Существенным препятствием на пути эффективно работающих схем секьюритизации в России является неразвитость финансового законодательства. Целесообразно ввести в деловой оборот новые финансовые инструменты, чтобы повысить ликвидность российского фондового рынка с целью привлечения более широкого круга инвесторов. Прежде всего, необходимо разработать новые виды ценных бумаг, удостоверяющих права в отношении секьюритизируемых активов.

Не вызывает сомнения, что секьюритизация в России может стать реальным катализатором в дальнейшем развитии национального рынка лизинговых услуг. Качественно новый уровень стоимости услуги лизинга вследствие более дешевого финансирования сделок будет благоприятствовать заключению новых лизинговых контрактов. Рост объемов лизинговых операций будет усиливать потенциал инвестиционной привлекательности в стране.

Секьюритизация активов является одной из наиболее значительных финансовых инноваций ХХ-го века и принадлежит к концепции структурированного финансирования5. Стивен Росс предлагает делить финансовые инновации на две основные подгруппы: 1). новые финансовые продукты (финансовые активы и производные инструменты), наилучшим образом отвечающие требованиями времени (учитывающие уровень инфляции и волатильность процентных ставок); 2). стратегии, позволяющие успешно использовать данные финансовые продукты [136]. По мнению автора, классификация Стивена Росса наиболее полно отвечает концепции секьюритизации как финансовой инновации. В работе автор определяет секьюритизацию как механизм финансирования посредством обособления активов и сопряженных с ними рисков для их последующей трансформации в ценные бумаги. Поэтому секьюритизация может рассматриваться как финансовый инструмент и одновременно как новая стратегия финансирования.

"Жизнь после жизни" - именно так можно охарактеризовать судьбу актива, который, будучи секьюритизированым, обретает второе рождение на рынке ценных бумаг. Возникнув в США в конце 70-х годов в сфере ипотечного кредитования, инструмент секьюритизации очень быстро захватил один из ведущих в мире секторов современного рынка капитала. Суммарные объемы выпуска обеспеченных ценных бумаг в мире составили к началу века более 1,5 трлн. долларов, уже через пять лет превысив 7 трлн. долларов6. С развитием финансовых рынков, а также активными процессами глобализации секьюритизация стала принимать все более разносторонние формы, в частности, реализуясь на рынке лизинговых активов. Сегодня секьюритизация широко распространена в странах Северной и Южной Америки, Западной Европы и Азиатско-Тихоокеанского региона. Институт секьюритизациии нашел применение в странах Восточной Европы и Южной Африке, а в настоящее время продолжает уверенно осваивать все новые и новые рынки мира.

Основы концепции секьюритизации были заложены применительно к ипотечному кредитованию. Моделирование денежного потока по секьюритизации базируется на предположении о возможности предоплаты по ипотечным кредитам. Классическое решение проблемы досрочного погашения дается в рамках модели PSA, в основе которой - индекс предоплат Public Securities Association (PSA) [83, с.ЗЗО]. В настоящее время модель предоплат широко используется в финансовых кругах, приобретая различные модификации. Так, модель предоплат Goldman Sachs прогнозирует предоплаты не с помощью одной ставки предоплаты, а используя целый набор ставок. [83, с.341]. Ряд исследователей включает в модели поведения предоплат макроэкономические переменные (размер валового национального продукта, объем промышленного производства, количество приобретенных новых домов) [83, с.340]. Многочисленные современные вариации модели можно обнаружить в приложениях к пакетам кредитных учреждений, размещаемых в ресурсах Интернет. Многие страницы во всемирной "паутине" предлагают данные модели в рамках программы финансового консультирования. Для этого требуется заполнить ряд полей вводных значений, как правило, это балансовая стоимость, купонная ставка, срок, после чего калькулятор автоматически произведет соответствующие вычисления.7

На Западе особым вкладом в изучение секьюритизации можно по праву считать труды одного из ведущих авторов в мире по данной тематике - Винода Котари (Vinod Kothari). Он известен как автор таких книг, как "Секьюритизация - финансовый инструмент нового тысячелетия", "Секьюритизация, реконструкция активов и применение залогового права", "Кредитные деривативы и синтетическая секьюритизация", [125; 126; 127], а также такой признанной в научных кругах монографии как "Финансирование посредством лизинга и покупка-аренда", которая в западном мире считается "библией лизинга". Огромное значение в ходе подготовки исследования получило личное общение диссертанта и Интернет переписка с Винод Котари.

Интересный подход к оценке проблемы секьюритизации предложен автором статьи "Секьюритизация: низкозатратный подсластитель лимонов" [118]. Это альтернативный взгляд на эффект неблагоприятного отбора, известный в литературе как adverse selection. В экономической теории неблагоприятный отбор рассматривается в качестве одной из моделей оппортунистического поведения, которое обусловлено асимметрией информации, в т.ч. относительно неизвестного качества товаров. Ставшая классической в истории экономических учений работа Акерлоффа "Рынок лимонов" 1970 года, посвящена исследованию неблагоприятного отбора на рынке подержанных автомобилей. Широкую известность получила также модель Спенса 1973 года о сигналах на рынке труда. Проблема выбора ("Cherry picking") и оценки качества активов, рассмотренная автором в статье, имеет особое значение в рамках исследуемой в диссертации модели секьюритизации.

Целесообразно упомянуть о статьях "Раскрывая тайны секьюритизации автолизинга" [129] и "Преодолевая правовые барьеры на пути секьюритизации задолженности по автокредитам" [128]. Авторы рассматривают особенности секьюритизации автолизинга в сравнении с секьюритизацией автокредитов. Вопрос собственности на транспортное средство, приобретаемое на условиях лизинга или кредита, расценивается автором как основополагающий в программе секьюритизации.

Требует обратить на себя внимание статья "Секыоритизация левердж-лизинга" [121]. Автор описывает секьюритизацию как финансовую инновацию, которая содержит как преимущества, так и определенные риски. По мнению автора, секьюритизация может быть использована не только банками, но и другий финансовыми институтами, в т.ч. лизинговыми компаниями. Материал, представленный в статье, позволил выявить области для последующего анализа лизинговых активов как предмета секьюритизации.

Отдельно стоит отметить работу Фрэнка Дж. Фабоцци "Рынок облигаций: анализ и стратегии", на которую автор ссылается в работе [83]. В книге описаны финансовые инструменты облигационного рынка, рассматриваются аналитические методы оценки облигаций и их чувствительность к изменениям процентных ставок. Описанные в книге подходы и рекомендации были широко использованы при разработке комплекса программ для проведения операций на рынке облигаций.

Отличительной особенностью механизма секьюритизации является факт отчуждения активов, служащих обеспечением ценных бумаг. Ожидаемый денежный поток является предсказуемым и понятным. За счет этого риск компании-эмитента ограничивается риском в части обособленных активов. Это позволяет рассматривать секьюритизацию как новый подход к управлению рисками. Грамотное управление портфелем лизинговых активов позволяет оптимизировать расходы лизинговой компании, создавая импульс для заключения новых сделок.

Оценка рисков лизинговой компании требует особого внимания в управлении портфелем компании. Следует обозначить некоторые из методов современного риск-менеджмента, которые могут быть применимы к лизинговому бизнесу. Особый интерес вызывает так называемый Gap анализ - изучение подверженности к риску активов и пассивов, чувствительных к изменению процентной ставки. Он позволяет компании сформировать так называемый иммунизированный портфель. Иммунизация портфеля и связанная с ней "дюрация" портфеля наиболее подробно описаны в широко известной монографии У. Шарпа "Инвестиции" [88].

Отдельно можно выделить параметрический метод измерения риска. Это так называемый value at risk - измерение с определенной степенью вероятности максимально возможной величины потерь в течение заданного инвестиционного периода. Метод позволяет вычислить риск незащищенную позицию по сделке. Вместе с тем для использования данного метода необходимо знать волатильность и уровень доверительного интервала, что не всегда возможно. Следует отметить существующие в рамках параметрического метода различные модели оценивания стандартного отклонения. Это и линейная модель, и экспоненциальная скользящая средняя, GARCH и другие. Помимо параметрического, можно также использовать другие методы измерения риска. Это и популярный на Западе анализ кризисных сценариев, и исторический анализ, и метод стохастической симуляции, известный более под названием метода Монте-Карло.

Интересный подход изложен Левковичем А.О. в монографии "Формирование рынка лизинговых услуг" [40]. Автор предлагает экономико-математическую модель сбалансированного рынка лизинговых услуг. По мнению автора, цель операторов лизингового рынка заключается в удовлетворении совокупного спроса на лизинговые услуги при минимальных совокупных затратах. Это определяет задачу оптимизации выбора мощностей и размещения сети операторов лизингового рынка. Решение поиска оптимальной структуры автор определяет как целевую функцию, которая представляет собой минимизацию совокупных затрат при функционировании рынка в текущих экономических условиях.

Эконометрический метод оценки начинает постепенно применяться к исследованиям финансового рынка. Концептуально новым является попытка использовать эконометрический подход применительно к рынку лизинговых услуг. Как показала построенная в рамках исследования эконометрическая модель, для оценки эффекта секьюритизации, потенциал рынка лизинга действительно зависит от объема эмиссии. Несмотря на большое количество допущений, модель позволяет сделать главный вывод: если российский рынок лизинга следует в своем развитии тренду развитых стран Запада (в частности, рынку США, по данным которого строилась модель), то тренд в развитии российского лизингового рынка должен сохраниться и при переходе на следующую ступень в его развитии.

Объективная необходимость научного осмысления данной финансовой инновации предопределяет комплексный анализ процесса секьюритизации, представленный в диссертационной работе.

Целью диссертационного исследования является разработка принципов функционирования механизма секьюритизации лизинговых активов на основе обобщения и систематизации западного опыта использования модели секыоритизации, оценки возможности ее применения в управлении российскими лизинговыми компаниями с учетом особенностей российского лизингового бизнеса и в условиях формирующегося института секьюритизации в Российской Федерации.

Для достижения указанной цели были сформулированы следующие задачи:

1. Провести сравнительный историко-экономический анализ применения механизма секьюритизации на мировом финансовом рынке для выявления значимости и направленности секьюритизации в финансировании лизинговых сделок;

2. Оценить математическую зависимость между объемом лизингового рынка и объемом секьюритизации, построив эконометрическую модель лизингового рынка с учетом использования секьюритизации;

3. Провести сравнительный анализ применения секьюритизации с альтернативными источниками финансирования лизинговых сделок для выявления экономических преимуществ механизма;

4. Разработать классификацию видов секьюритизации и провести анализ мотивации участников сделки секьюритизации для понимания форм, условий и схем взаимодействия сторон, а также для более четкого определения состава налогоплательщиков, участвующих в сделке секьюритизации, объектов налогообложения, порядка формирования договорных отношений между участниками;

5. Выявить зоны риска в применении секьюритизации и составить классификацию рисков лизинговой компании для разработки методов управления рисками при секьюритизации;

6. Разработать подход к структурированию сделок секьюритизации лизинговых активов, учитывающий характеристики базового лизингового актива и внешние факторы для эффективной реализации модели секьюритизации;

7. Разработать систему показателей для оценки качества лизинговых активов, отбираемых для последующей секыоритизации;

8. Идентифицировать проблемы в формировании института секыоритизации в России для оценки перспектив развития секыоритизации лизинговых активов и подготовить методические рекомендации по экономико-правовому обеспечению сделок секьюритизации;

9. Разработать пошаговый алгоритм организации процесса секьюритизации лизинговых активов для его практической реализации операторами российского рынка лизинговых услуг.

Объектом исследования является российский рынок лизинговых услуг, субъектами которого выступают лизинговые компании. В качестве предмета исследования рассматривается секьюритизация как альтернативный источник финансирования операторов лизингового рынка.

Теоретическую основу исследования составляют труды отечественных и зарубежных авторов в области теории финансов и управления активами, инвестиций и портфельного менеджмента. Среди монографий по инвестициям и финансовому менеджменту необходимо назвать работы П.Л. Виленского, В.В. Коссова, В.Н. Лившица, С.А.Смоляка. Среди работ по лизингу следует выделить книги В.Д. Газмана, Е.В. Кабатовой, Т. Кларка, Е.Н. Чекмаревой В рамках анализа финансовых инструментов и рынков ценных бумаг основную роль сыграли работы Н.И. Берзона, А.Н. Буренина, Я.М. Миркина, Б.Б.Рубцова, Ф.Дж. Фабоцци, У. Шарпа.

Степень научной проработанности проблемы:

Секьюритизации активов посвящен ряд публикаций в современном западном научном сообществе. Этим занимаются такие авторы как Дж. Амато, Бэр Ханс Питер, X. Бошер, И. Вард, С. Гангвани, Г. Гортон, Д. Даффи, С. Джонсон, Дж. Дикон, Л.Т. Кендалл, С. Кеткар, Дж. Х.П. Кравит, А. Мерфи, Д. Ратха, Е.А. Раймонд, С.А.Е. Ремолона, С.Росс, Дж.Ф. Синки, Н.С. Сулелес, Р. Фельдман, М.Дж. Фишман, Дж. Хайлз, С. Хил, М. Чэпман, С. Л. Шварц, В. Эдуард. Особый вклад в изучение вопросов секьюритизации принадлежит В. Котари. Среди публикаций российских авторов по вопросам секьюритизации можно назвать А. Казакова и Г.П. Суворова. Однако публикации на русском языке по вопросам секьюритизации лизинга по-прежнему редки. Отдельные публикации принадлежат А.П. Белоусу и В.Д. Газману. Вышесказанное позволяет заключить, что предмет исследования еще недостаточно изучен и требует повышенного внимания со стороны исследователей и глубокого научного осмысления.

Информационная база, необходимая в процессе подготовки диссертации, включает в себя широкий спектр источников: законодательные и нормативно-правовые акты по лизинговой деятельности, нормы общегражданского права, положения Налогового кодекса и профильных законов, аналитические обзоры российских и зарубежных экспертов лизингового рынка, статистические данные. Использованные информационные ресурсы можно условно разделить на две категории источников. Во-первых, это информация по мировому рынку лизинга. В ходе исследования были использованы материалы обзора World Leasing Yearbook, 2005, составленного агентством Euromoney, а для построения эконометрической факторообразующей модели лизингового рынка США использовались статистические данные агентства Monitor Daily. Анализ российского рынка лизинга проводился на основе данных В.Д. Газмана по рынку лизинговых услуг за 2004 год. Во-вторых, это информация по мировому рынку секьюритизации. В этом направлении анализа особое значение принадлежит информации, полученной от Американского и Европейского Форумов по секьюритизации. При подготовке исследования были использованы результаты исследования мирового рынка секьюритизации, проведенного финансовой службой Greenwich Associates (www.greenwich.com), одного из лидеров финансового консалтинга в институциональных финансах.

Важнейшим ресурсом в ходе исследования стала информация, представленная во всемирной сети Интернет, в т.ч. на корпоративных сайтах лизинговых компаний, а также на страницах мировых рейтинговых агентств: Moody s (www.moodys.com), Standard&Poors (www.standardandpoors.com), FitchlBCA (www.fitchibca.com). Наиболее емко информация по структурированному финансированию и секьюритизации представлена международным рейтинговым агентством Fitch IBCA. Существующий в агентстве отдел, занимающийся анализом обеспеченных ценных бумаг, проводит оценку широкого спектра классов активов и присваевает рейтинги эмитентам обеспеченных бумаг (www.fitchratings.com).

Отдельно стоит отметить информацию, полученную в ходе общения с представителями лизингового сообщества, в том числе в результате личных бесед с руководителями лизинговых компаний, а также авторами публикаций и научных работ. К этому можно добавить материалы, полученные от специалистов ведущих консалтинговых компаний, в т.ч. презентации по налогообложению сделок секьюритизации, предоставленнные московским представительством компании Deloitte & Touche. Отдельно стоит отметить консультации с экспертами Международной финансовой корпорации (IFC) по вопросам структурированного финансирования, полученные за время работы в IFC, в т.ч. в ходе конференции "Секьюритизация: проблемы и перспективы развития", организованной IFC в Москве в декабре 2002 года.

В качестве методологической основы исследования был использован системный подход, методы структурного анализа, методы обобщений и сравнений, а также метод статистического анализа, регрессионный анализ и метод эконометрического моделирования. Применен аппарат теории игр, а также метод экспертных оценок.

Научная новизна исследования определяется потребностью российского финансового рынка в разработке теоретического инструментария по секьюритизации и экономическим обоснованием его применимости на практике, в т.ч. на рынке лизинговых услуг. Основное значение в приращении и развитии научного знания в исследуемой области заключается в следующем:

1. С учетом систематизации западного опыта секьюритизации и проведенного комплексного анализа экономико-правовой природы секьюритизации выявлено значение секьюритизации как инновационного механизма финансирования лизинговых сделок, позволяющего привлекать дополнительные, более дешевые ресурсы для реализации новых инвестиционных проектов;

2. Формируя количественную оценку значения секьюритизации для рынка лизинговых услуг предложен не использованный ранее в этой области финансов метод регрессионного анализа и разработана эконометрическая факторообразующая модель лизингового рынка США, устанавливающая математическую зависимость между динамикой совокупного объема лизингового рынка и объемами проводимой секьюритизации (темпом прироста эмиссии обеспеченных ценных бумаг);

3. Для оценки экономических выгод и выявления конкурентных преимуществ исследованы альтернативные источники финансирования лизинговой деятельности: расширена классическая дилемма финансирования лизинговой компании "собственные средства или банковский кредит" и проанализирована возможность применения коммерческих кредитов поставщиков и факторинга;

4. На основе разработанной классификации участников сделки секьюритизации и анализа их мотивации, выявлены риски, возникающие в сделке для каждого из участников (в т.ч. риск несостоятельности эмитента и риска банкротства лизинговой компании), анализ которых необходим для определения условий, схем взаимодействия и порядка формирования договорных отношений между участниками; систематизированы методы управления рисками, включающие в себя механизмы внутренней и внешней защиты;

5. Разработан оригинальный трехуровневый подход к структурированию сделок секьюритизации лизинга, предусматривающий анализ базового лизингового актива и свойственных ему характеристик и параметров собственно секьюритизации, учитывающих валюту сделки, структуру денежных потоков, налогообложение участников и другие показатели;

6. В контексте модели "рынка лимонов" и в условиях асимметричной информации применен инструментарий теории игр к концепции секьюритизации для отбора секьюритизируемых активов лучшего качества;

7. Разработана система показателей для оценки качества секьюритизируемых активов в лизинговом портфеле компании, которая может быть использована для практических целей лизинговыми компаниями, в т.ч. для своевременной диверсификации лизингового портфеля по отраслевому и географическому признакам;

8. При существующей необходимости формирования института секьюритизации в России и с учетом выявленных в ходе исследования проблем его становления в нашей стране, разработаны методические рекомендации для законодательного и экономического обеспечения сделок секьюритизации в России, включая внесение изменений в нормы Гражданского кодекса, а также ряд профильных законов по регулированию финансового рынка и рынка ценных бумаг;

9. Разработан пошаговый трехфазовый алгоритм и методические рекомендации для российских лизинговых компаний по организации секьюритизации лизинговых активов, служащие инструментарием для российских компаний, планирующих использование данной финансовой инновации для новых инвестиционных проектов.

Теоретическое значение исследования состоит в том, что оно проясняет, прежде всего, экономическое, а также правовое содержание института секьюритизации и обосновывает ее выбор в качестве прогрессивного источника финансирования на рынке лизинговых услуг. Основные положения и выводы, содержащиеся в диссертации, могут быть использованы для дальнейшего исследования механизма секьюритизации, в теории портфельного менеджмента, а также в управлении активами и рисками лизинговой компании.

Практическое значение исследования заключается в том, что полученные результаты могут применяться российскими представителями лизингового рынка в процессе выбора источника финансирования. В диссертации в развернутом виде описан пошаговый механизм использования методики для участников российского рынка лизинговых услуг. Методика учитывает специфику рынка лизинговых услуг, а также особенности функционирования российских лизинговых компаний в силу правовых и административных ограничений. Подготовлены методические рекомендации Законодателям для развития института секюритизации в России.

Кроме того, результат исследования может быть использован для разработки и дальнейшем применении курса "Секьюритизация и структурированное финансирование" для студентов старших курсов российских вузов, включая студентов магистратуры ГУ-ВШЭ по специальности "Фондовый рынок и рынок инвестиций", а также для повышения квалицификации специалистов финансового рынка, в том числе руководителей лизинговых компаний. Материалы исследования и полученные в ходе работы результаты служат основой для подготовки первого в России специального издания, посвященного секьюритизации, предназначенного для финансовых специалистов и аналитиков российского фондового рынка.

Личный вклад автора заключается в следующем:

1. Автором систематизированы различные подходы к оценке секьюритизации и проанализированы принципы работы, экономическая сущность и правовая природа механизма;

2. Предложен метод структурного и факторного анализа секьюритизации лизинговых сделок, проведен анализ возможных схем реализации в России;

3. Использован метод регрессионного анализа, а также аппарат математической теории игр для комплексного анализа концепции секьюритизации;

4. Подготовлены рекомендации для формирования института секьюритизации в России и разработан инструментарий для его практической реализации российскими лизинговыми компаниями.

Апробация результатов исследования. Основные положения исследования были представлены в докладе "Тенденции и перспективы развития российского рынка лизинговых услуг" на четвертой Международной научно-практической конференции "Модернизация экономики: Социальный контекст", организованной Государственным университетом - Высшей школой экономики при участии Всемирного банка и фонда "Бюро экономического анализа", проходившей в Москве 2-4 апреля 2003 г. Материалы доклада были опубликованы в сборнике докладов участников по итогам конференции. Результаты работы активно обсуждались на первой межвузовской научной конференции "Современное состояние, инструменты и тенденции развития фондового рынка" и второй межвузовской научной конференции "Развитие фондового рынка в России", проведенных в Москве, в МГИМО, 25 мая 2004 г. и 20 апреля 2005 г. Материалы выступления были опубликованы в сборниках докладов по итогам конференций. Практические аспекты предмета исследования широко обсуждались со специалистами в области лизинга на научно-методологических встречах и семинарах, а также в ходе личных бесед с руководителями лизинговых компаний и отдельными представителями мирового лизингового сообщества.

Структура диссертационной работы. Работа состоит из введения, четырех глав, заключения, списка литературы из 182 источников и 6 приложений. Работа содержит 24 схемы, 23 рисунка и 18 таблиц. Общий объем работы составляет 184 страницы.

Введение содержит анализ теоретических подходов, обзор основных литературных источников по теме диссертации и описание структуры работы.

Первая глава посвящена теоретическим основам секьюритизации: определено значение секьюритизации для лизингового рынка и проведен анализ экономико-правовой сущности секьюритизации; обозначены историко-экономические предпосылки секьюритизации и описаны основные этапы развития; оценен потенциал России на мировом рынке секьюритизации.

Во второй главе представлен инвестиционный аспект секьюритизации. Рассмотрены альтернативные источники финансирования лизинговых сделок. Разработана классификация участников секьюритизации и оценены их экономические выгоды и риски. В последней части представлена классификация рисков лизинговой компании и рассмотрены методы их минимизации.

В третьей главе рассматривается управление секьюритизации. Проанализированы возможности структуризации сделок секьюритизации. Построена эконометрическая модель лизингового рынка с учетом секьюритизации. Предложена методика организации секьюритизации для российских лизинговых компаний: разработан пошаговый алгоритм использования механизма.

Четвертая глава посвящена перспективам развития рынка секьюритизации. В начале главы проанализированы тенденции на мировом рынке секьюритизации. После этого обозначены основные проблемы и перспективы развития секьюритизации в России.

В заключении приводятся основные выводы и результаты исследования.

По теме диссертации автором опубликовано пять печатных работ общим объемом 2,7 печатных листа:

1. Солдатова А.О. Секьюритизация лизинговых активов // Лизинг ревю. - 2003. - №5-6.

2. Солдатова А.О. Секьюритизация сделок лизинга: структурирование и построение возможных схем // Лизинг ревю. - 2004. - №1-2.

3. Солдатова А.О. Секьюритизация лизинга: перспективы развития в России // Лизинг ревю. - 2004. - №6, стр. 18-21.

4. Солдатова А.О. Секьюритизация активов: эффективное управление рисками и оптимизация портфеля предприятия // Капитал и Право. - 2005. - №7, стр. 18-22.

5. Солдатова А.О. Секьюритизация активов: эффективный институт реструктуризации бизнеса // Сборник докладов первой межвузовской научной конференции "Современное состояние, инструменты и тенденции развития фондового рынка". -М.: ГУ ВШЭ, 2005, стр. 238-248.

## Значение секьюритизации в развитии лизингового рынка России

Разветвленность рынка и разнообразие лизинговых операций - потенциал инвестиционной привлекательности в стране. Усиление конкуренции на национальном рынке лизинга заставляет операторов лизингового бизнеса искать новые пути диверсификации капитала и, как результат, приводит к появлению новых финансовых инструментов на рынке, возникновению альтернативных механизмов финансового обеспечения. Одним из таких механизмов и является секьюритизация лизинговых активов.

Секьюритизация представляет собой маргинальный источник финансирования, который может быть применен для расширения лизингового бизнеса посредством реструктуризации портфеля текущих лизинговых сделок. Это т.н. двухъярусная, или двухуровневая схема финансирования (twoier scheme): продажа лизинговых активов и эмиссия ценных бумаг, обеспеченных данными активами. Уникальность секьюритизации заключается в том, что она обеспечивает "вторую жизнь" актива, под которым в данном случае понимается задолженность по договорам лизинга, а возможность гибкого, а, главное, более дешевого финансирования новых сделок лизинга представляет собой основное преимущество данного механизма для лизинговых компаний.

Приводимая в третьей главе исследования эконометрическая модель наглядно демонстрирует секьюритизацию в качестве одного из факторов развития лизингового рынка, а выявленное автором в ходе исследования значение секьюритизации для операторов лизингового рынка заключается в следующем:

1. Повышение конкурентоспособности. Секьюритизация позволяет лизинговым компаниями выстоять конкуренцию на рынке лизинговых услуг. Использование данного источника финансирования дает компании конкурентные преимущества по сравнению с другими лизинговыми компаниями на рынке, позволяя существенно снизить стоимость привлечения капитала. Гибкий характер данного инструмента предоставляет компании большую свободу в финансовой организации бизнеса.

2. Минимизация рисков. Секьюритизация позволяет распределить риски между участниками программы секьюритизации. Лизинговая компания - инициатор секюритизации передает пул активов и связанные с ними риски компании специального назначения (SPV), созданной исключительно в целях секьюритизации. Эта компания является эмитентом бумаг, обеспеченных лизинговыми активами, и несет риск в части активов, служащих обеспечением, не зависящий от рисков самой лизинговой компании. Остаточный риск принимают на себя инвесторы - покупатели обеспеченных ценных бумаг.

3. Привлечение дополнительного финансирования. Обеспеченные ценные бумаги, обладающие более высоким инвестиционным рейтингом, и, соответственно, предлагающие меньший доход в сравнении с корпоративными ценными бумагами, позволяют компании получить относительно дешевое финансирование.

4. Диверсификация портфеля. С помошью секьюритизации компания может реструктурировать часть своего портфеля, инвестируя в различные активы для снижения региональных или отраслевых рисков.

5. Улучшение финансового состояния. Секьюритизация играет важную роль в составлении финансового профиля компании, в присвоении ей определенного кредитного рейтинга. В качестве примера можно привести деятельность Fitch IBCA, использующего показатель секьюритизации как один из критериев оценки компаний [160; 161]. В частности, в своем анализе агентство использует модель капитала, скорректированного на уровень риска.

6. Расширение клиентской базы. Механизм секьюритизации позволяет компании реструктуризировать текущий лизинговый портфель и высвободить свободные ресурсы для заключения новых лизинговых сделок. Приобретая новых клиентов, лизинговая компания будет расширять свою деятельность на рынке.

Международные специалисты в области лизинга рассматривают секьюритизацию в качестве главной характеристики современного рынка лизинговых услуг, а рынок лизинговой индустрии в любой стране претерпевает следующие стадии в своем развитии:

Первая стадия - развитие финансовой аренды, при которой арендатор, как правило, выкупает оборудование в конце срока договора, а условия договора остаются неизменными на весь срок его действия.

Вторая стадия - гибкий, разнообразный лизинг, появление которого обуславливается ужесточением конкуренции на рынке лизинговых услуг. Для стадии гибкого лизинга характерны различные схемы выплат лизинговых платежей с учетом потока наличных средств лизингополучателя.

Третья стадия - оперативная аренда, срок которой намного меньше срока действия оборудования, сдаваемого в лизинг. Переход к этой стадии лизинговой индустрии предполагает появление вторичного рынка оборудования, поскольку у арендодателя возникает в данном случае проблема реализации имущества по окончании договора об аренде.

## Секьюритизация и альтернативные источники финансирования лизинга

Как и любая другая компания, лизинговая компания может использовать различные источники финансирования в зависимости от целей и финансовой стратегии предприятия. По мнению автора, анализ следующих факторов при выборе источника финансирования позволит лизинговой компании сделать выбор в пользу одного или другого инструмента:

1. Стоимость данного источника финансирования;

2. Влияние на финансовые показатели компании;

3. Воздействие на рейтинг кредитоспособности;

4. Риски, связанные с использованием данного финансового инструмента;

5. Ограничения, выставляемые кредитором в зависимости от источника финансирования;

6. Гибкость выплат по данному источнику (схема погашения платежей, сроки и периодичность);

7. Конъюнктура денежных рынков (прогноз будущих процентных ставок);

8. Доходность компании и наличие ликвидного обеспечения;

9. Стабильность и своевременность выполнения операций (процент безнадежных долгов в дебиторской задолженности);

10. Ставки налогов;

11. Макроэкономические параметры страны кредитора (темпы инфляции, политическая стабильность, рейтинг, др.).

Традиционно в своей деятельности фирмы используют три источника финансирования: собственный капитал, банковский займ и эмиссию ценных бумаг. Можно привлекать средства на международных рынках заемного капитала, что будет давать компании значительные сравнительные преимущества в цене, использовать схемы "льготного" финансирования от материнской компании, однако, не для всех компаний это является возможным.

Лизинговой компании больше, чем какой-либо иной компании и кредитного учреждения требуется заемный капитал. Статья 2 Федерального закона "О финансовой аренде (лизинге)" определяет лизинг как инвестиционную деятельность по приобретению имущества с последующей передачей в аренду. Поэтому потребность в привлечении финансирования для инициирования сделки объясняет высокий финансовый рьиаг лизинговых компаний.

## Структурирование секьюритизации лизинговых активов

Многообразие форм и видов лизинга, существующих на рынке, предоставляет компаниям большой выбор модели для лизинговых контрактов. Известно, что в России в настоящее время используется свыше 30 различных схем финансового лизинга.

Анализ схемы лизинга, применяемой лизинговой компанией, позволяет выявить имеющиеся в ней зависимости участников и оценить риски каждой из сторон. Для проведения подобного анализа автор предлагает классифицировать сделки лизинга по ряду признаков, характеризующих:

сектор рынка;

тип передаваемого в лизинг имущества;

степень окупаемости имущества;

отношение к арендуемому имуществу;

состав участников лизинговой сделки;

тип финансирования лизинговой операции;

отношение к налоговым, таможенным и амортизационным льготам;

порядок и форму лизинговых платежей;

степень риска для лизингодателя.

Из представленной выше классификации в целях секьюритизации целесообразно оценивать структуру базовой лизинговой сделки, во-первых, в зависимости от участников, вовлеченных в сделку и, во-вторых, от используемых ими инструментов разделения рисков.

Представленная на схеме 14 классическая сделка лизинга предполагает участие трех прямых субъектов лизинговой сделки, определяемых в статье 4 Федерального закона от 29 октября 1998 г. №164 - ФЗ "О финансовой аренде (лизине)": лизинговой компании, лизингополучателя и изготовителя оборудования (поставщика). На практике реализация договора лизинга сопровождается участием дополнительных, косвенных участников сделки, в первую очередь, банка, предоставляющего финансирование лизинговой компании, и страховой компании.

При двустороннем (прямом) лизинге лизинговая компания одновременно является производителем и поставщиком оборудования. В этом случае лизинговая компания не прибегает к использованию внешнего кредитора и, как правило, обеспечивает покупку предмета лизинга за счет своих собственных средств. Частным случаем прямого лизинга является возвратный лизинг, когда лизингополучатель является одновременно и "поставщиком" лизингуемого оборудования; лизинговая компания приобретает имущество у лизингополучателя и тут же предоставляет это имущество ему в аренду.