

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение
высшего образования
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Институт экономики, управления и природопользования
кафедра финансов

УТВЕРЖДАЮ
Заведующий кафедрой

_____ И.С. Ферова

« _____ » _____ 2020 г.

МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ

РАЗРАБОТКА МЕТОДИКИ СТРУКТУРИРОВАНИЯ ЛИЗИНГОВЫХ
АКТИВОВ ДЛЯ ПОСЛЕДУЮЩЕГО ПРОЦЕССА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
НА ПРИМЕРЕ ЛИЗИНГОВОЙ КОМПАНИИ

38.04.02 «Менеджмент»
(код и наименование направления)

38.04.02.13 «Финансовый менеджмент»
код и наименование магистерской программы

Научный
руководитель

подпись, дата

д-р. экон. наук
должность, ученая степень

И.С. Ферова

Выпускник



Д.В. Юданова

Рецензент



зам. дир. по экон и фин.
должность, ученая степень

А.В. Ермолович

Красноярск 2020

СОДЕРЖАНИЕ

| | |
|--|----|
| ВВЕДЕНИЕ | 3 |
| Глава 1. Теоретические аспекты секьюритизации | 8 |
| 1.1. Экономическая сущность секьюритизации..... | 8 |
| 1.2. Механизм секьюритизации. Российский и зарубежный опыт. | 19 |
| Глава 2. Анализ рынка лизинга и разработка методики формирования лизингового пула..... | 28 |
| 2.1. Анализ рынка лизинга. | 28 |
| 2.1. Методика структурирования лизингового пула. | 38 |
| Глава 3. Практические аспекты секьюритизации на примере лизинговой компании..... | 46 |
| 3.1. Апробация авторской методики на примере лизинговой компании. | 46 |
| 3.2. Обзор альтернативных источников финансирования. | 55 |
| 3.3. Оценка экономических выгод и рисков для участников секьюритизации. | 62 |
| ЗАКЛЮЧЕНИЕ | 69 |
| Приложение А | 74 |

ВВЕДЕНИЕ

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 2019 году он варьировал от 11 до 13,4% .

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, за 1-е полугодие 2019-го объем нового бизнеса составил 730 млрд. рублей, что на 13 % больше аналогичного периода прошлого года. 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 инструментария 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. 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. 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.

В экономической литературе данную проблему поднимали следующие авторы : Кабанов С.А, Дегтярева Е. В., Горемыкин В.А., Бирман Г., Ковалев В.В., Левенчук А.С., Кольцова Н.Ю., Глазунов В.Н., Залесская М.А., Усошкин Е.В., Туктаров Ю.К., Копейкин Л.Н., Скоробогатько А.П., Пенкина Л.М., Тарачев В.В., Бабичев А.О., Бланк И.А., Катасонова В.В.

Фундаментальное понимание процесса секьюритизации в российской научной литературе сконцентрировал в своей книге «Лизинг. Финансирование и секьюритизация.» Виктор Газман. В своей книге он одним из первых переносит американский опыт использования секьюритизации для финансирования компаний на российский рынок, выделяя при этом черты экономики, усложняющие интеграцию этого процесса. Вместе с этим рядом ученых секьюритизация подвергается критике из-за сложной организации и отсутствия у менеджеров достаточных знаний для организации и контроля процесса, а сами руководители компаний пока не готовы использовать в своей деятельности такой малоизученный инструмент.

Объектом исследования является управление финансированием лизинговой компании, предметом – разработка алгоритма реализации способа финансирования через отчуждение части лизинговых активов.

В условиях нынешней конъюнктуры, от компании требуется все больше времени и усилий для получения от финансовых организаций новых лимитов, в связи с чем работа с новым источником финансирования приобретает все большую актуальность.

Цель магистерской ситуации – создание методики формирования пула лизинговых активов, опираясь на требования рынка : низкий риск, высокая степень диверсификации и стабильный денежный поток.

Для достижения цели в исследовании были выполнены следующие задачи:

- изучение экономического содержания понятия секьюритизации;
- ретроперспективный анализ механизма секьюритизации, используемого в зарубежных странах,
- проведение сравнительного анализа секьюритизации с другими источниками внешнего финансирования;
- выявление преимуществ использования секьюритизации для лизинговой компании и для инвестора;
- анализ рынка российского лизинга, определение основных тенденций на рынке;
- выявление основных зон риска в применении секьюритизации;
- разработка методики, позволяющей сформировать требуемый пул лизинговых активов;
- апробация разработанной методики на примере лизинговой компании.

В настоящей работе предлагается новая методика формирования лизингового пула для последующей секьюритизации, она предложена в 2.1, и апробирована в главе 3.1.

Основные положения работы докладывались на следующих конференциях:

- 1) Статья в электронном журнале "Экономика и социум" №11(54) ноябрь 2018. Издательский центр "ИУСЭР", г. Саратов
- 2) Тезисы докладов XXV межрегиональной научно-практической конференции студентов и аспирантов экономических специальностей. "Проблемы современной экономики. Красноярск, СФУ 2019"

В работе над магистерской диссертацией использован методический инструментарий: системный подход к исследованию деятельности

коммерческой организации, стандартные методы чтения финансовой отчетности, методы финансового анализа, статистические методы, графические и эмпирические методы.

Научная новизна магистерской диссертации:

1. Разработка методики формирования пула лизинговых активов для последующей секьюритизации;
2. Выделение основных принципов секьюритизации;
3. Анализ механизма секьюритизации, выделение преимуществ сделки для инвесторов и лизинговой компании.

Структура работы обусловлена обозначенным предметом, целью и задачами исследования. Работа помимо введения предполагает наличие трех глав и заключения. Магистерская диссертация на тему «Разработка методики структурирования лизинговых активов для последующего процесса секьюритизации на примере лизинговой компании» содержит 67 страницы текстового документа, 1 приложение, 48 использованных источников, 11 таблиц, 17 рисунков.

Глава 1. Теоретические аспекты секьюритизации

1.1. Экономическая сущность секьюритизации.

Российская индустрия лизинга находится в настоящее время на подъеме, опережая в своем развитии другие отрасли народного хозяйства. Быстрое распространение лизинга связано с высокими темпами научно-технического прогресса. У предприятий появилась возможность пользоваться новейшим оборудованием и обновлять основные фонды в соответствии с их моральным устареванием, осуществляя оплату за поставленное оборудование в рассрочку, с выплатой процентов на оставшуюся к погашению сумму. По мере развития национального лизингового рынка усиливается конкуренция между операторами лизингового бизнеса, а формы лизинговых правоотношений становятся все более разнообразными. Возможность гибкого, а главное, более дешевого финансирования инвестиционных проектов наделяет лизинговые компании дополнительным конкурентным преимуществом на рынке. Во многом от способности компании привлечь заемный капитал будет зависеть динамика роста портфеля лизинговых активов. Секьюритизация представляет собой один из альтернативных источников финансирования, который может быть применен для финансирования сделок лизинга. Механизм секьюритизации позволяет эффективно реструктурировать лизинговый портфель, трансформировав малоликвидные активы лизинговой компании в высоколиквидные инструменты фондового рынка. 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.

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 секьютиризация.

Для того, чтобы говорить о механизме секьюритизации, необходимо понимать, что предполагается под самим понятием секьюритизации. "Секьюритизация" происходит от английского слова "securities" — ценные бумаги, и может рассматриваться в широком и узком смысле. В широком смысле секьюритизация - это замещение традиционных форм финансирования, преимущественно банковского кредитования, финансированием, основанным на выпуске ценных бумаг. В узком смысле секьюритизация - это инновационная техника финансирования посредством трансформации части финансовых активов предприятия в высоколиквидные инструменты рынка капитала.

Механизм секьюритизации заключается в отделении некоторых активов от остального имущества предприятия для их передачи специально созданному финансовому посреднику (далее — компании специального назначения), который рефинансирует их на денежном рынке или на рынке капитала.

Реализация механизма секьюритизации предполагает три основных условия:

- Обособление секьюритизируемого актива от остального имущества предприятия и его отделение от хозяйственных и операционных рисков компании (отделение рисков пула активов от рисков предприятия-продавца активов);

- Использование актива в качестве обеспечения при выпуске ценных бумаг (уступка активов и предоставление обеспечения в пользу инвесторов);

- Использование потоков платежей, порождаемых секьюритизируемым активом, для осуществления выплат по эмитированным ценным бумагам.

Зарубежный опыт свидетельствует о том, что возможны различные схемы реализации секьюритизации. Во многом это зависит от предмета секьюритизации (секьюритизируемого актива), состава участников и характера передачи секьюритизируемого актива. В общем случае, заинтересованная в финансировании компания (далее - инициатор секьюритизации) передает часть своих финансовых активов в доверительное управление, либо продает их компании специального назначения, которая эмитирует обеспеченные ценные бумаги. Погашение обязательств перед инвесторами обеспеченных бумаг производится за счет исполнения требований по финансовым активам (поступление платежей от должников). К примеру, в случае ипотечной секьюритизации предметом секьюритизации выступают права требований по ипотечным кредитам, своевременное погашение процентов и основной суммы долга по которым дисциплинирует выплаты по ипотечным облигациям. В случае неисполнения должниками обязательств компания специального назначения реализует недвижимое имущество должника на вторичном рынке для погашения обязательств перед инвесторами.

Секьюритизация лизинговых активов носит более сложный характер по сравнению с ипотечной секьюритизацией. Если в случае ипотечных кредитов, собственником на объект недвижимости является получатель кредита, то в случае лизинга право собственности на имущество в течение всего срока действия договора лизинга сохраняется за лизингодателем. В случае неисполнения лизингополучателем обязательств по договору лизинга обладатели обеспеченных этими активами бумаг получают приоритетное право на имущество обеспечения.

Поэтому четкое определение секьюритизируемого лизингового актива имеет здесь принципиальное значение. В соответствии с одной из активно применяемых на Западе схем секьюритизации лизинговая компания передает в траст не только права требования по договору лизинга, но и право

собственности на предмет лизинга, но только на период договора лизинга. Доверительный управляющий владеет и распоряжается имуществом в течение срока действия договора лизинга, а по его окончании - возвращает имущество лизинговой компании.

Основные этапы реализации данного подхода представлены на схеме.



Рисунок 1 - Основные этапы реализации механизма секьюритизации.

Этап 1. Инициатор секьюритизации (лизинговая компания) аккумулирует однородные лизинговые активы и обособливает их в единый секьюритизируемый пул активов. В качестве должника в договорах лизинга выступает лизингополучатель, который обязуется уплачивать лизинговые платежи в соответствии с графиком, прописанным договором.

Этап 2. Лизинговая компания продает пул лизинговых активов компании специального назначения, созданной и функционирующей исключительно в целях секьюритизации. Юридически передача портфеля может быть организована в форме договора купли - продажи.

Этап 3. Синхронизировав и структурировав активы в пуле, компания специального назначения подготавливает эмиссию собственных ценных бумаг, которая обеспечивается предстоящими денежными поступлениями по лизинговым контрактам (лизинговыми платежами). Как правило, для приобретения портфеля лизинговых активов эмитируются акции или, скорее всего, облигации. Для формирования пула обеспечения эмиссии компания

специального назначения может скупать лизинговые активы у нескольких лизинговых компаний.

Этап 4. Инвесторы приобретают обеспеченные ценные бумаги, получая определенный инвестиционный доход (долю от лизинговых поступлений).

Этап 5. Разместив бумаги на рынке капитала, компания специального назначения обслуживает их в течение всего срока действия, распределяя поступления по дебиторской задолженности в пользу инвесторов, после чего передает все вырученные средства инициатору секьюритизации — лизинговой компании.

В результате секьюритизации для инвестора снижаются риски, поскольку новая компания обладает понятным и определенным набором активов с достаточно предсказуемыми поступлениями в виде лизинговых платежей; инвестиции осуществляются под конкретные, хорошо проверенные лизинговые сделки, по которым идут платежи, а не путем предоставления заемных средств лизинговой компании при выпуске необеспеченных бумаг. Лизингодатель за счет секьюритизации получает дополнительные средства по более низкой процентной ставке (по сравнению с банковскими кредитными ставками), которые могут быть использованы для финансирования новых инвестиционных проектов.

Представленная выше, классическая схема секьюритизации состоит из двух уровней. Заинтересованная в финансировании компания (лизинговая компания) сначала продает часть своих активов (лизингового портфеля) некоторой третьей организации и получает за нее определенный платеж (первый этап). После этого специально созданная компания эмитирует обеспеченные ценные бумаги для финансирования покупки активов (второй этап). Второй этап можно условно назвать эмиссионной составляющей модели секьюритизации.

На практике модель секьюритизации может быть реализована напрямую, минуя продажу активов специальной компании. В этом случае компания-собственник активов самостоятельно проводит эмиссию ценных бумаг,

обеспеченных активами. Подобная схема доступна лишь крупным компаниям, объем оперируемых ресурсов которых достаточен для обращения на заемный рынок капитала. Менее крупные компании, не являясь первоклассными заемщиками, будут продавать активы некоторой организации, которая будет выступать эмитентом. Активы, купленные покупателем у нескольких лизинговых компаний будут формировать пул обеспечения будущих бумаг.

Секьюритизация относится к способу долгосрочного финансирования. В свою очередь лизинг представляет собой механизм средне- и долгосрочного финансирования: средний срок договора лизинга составляет 3 года. Это позволяет рассматривать задолженность по договорам лизинга в качестве одного из возможных активов для секьюритизации. В этом отношении секьюритизация является альтернативой банковскому кредиту, когда его получение является проблематичным. В условиях российской действительности это может стать особенно привлекательным. В ходе работы выявлен ряд основополагающих принципов секьюритизации:

1. Принцип обособления активов и «действительной продажи»

Является основополагающим для проведения секьюритизации активов и означает, что инициатор секьюритизации передает требования со своего баланса на баланс покупателя активов (SPV). В этом случае сделка секьюритизации называется классической. Если реальной продажи активов не происходит, а производится только передача рисков компании, то имеет место синтетическая секьюритизация. Отделение кредитного риска предприятия от кредитного риска по обособляемым в процессе секьюритизации активов делает ценные бумаги более надежными. Вследствие меньшего риска доходность обеспеченных бумаг будет также ниже, чем по необеспеченным корпоративным ценным бумагам, что создает преимущество в стоимости финансирования.

2. Принцип «защищенности от банкротства или нейтрализации риска»

Предполагает, что специально образованное юридическое лицо ограничивается в возможности инициировать процедуру своей добровольной ликвидации или реорганизации, и одновременно все участники отношений с таким лицом принимают на себя обязательство не ходатайствовать о ликвидации специального юридического лица или о возбуждении в отношении него процедуры банкротства. Кроме того, стороны признают, что любые требования, которыми они могут быть наделены, ограничиваются стоимостью свободных активов специально образованного юридического лица.

3. Принцип «ограниченной правоспособности»

Предполагает, что специально образованному юридическому лицу в силу положений его учредительных документов (и/или законодательных положений) не разрешается выпускать какие-либо дополнительные долговые инструменты, участвовать в объединении компаний или осуществлять иные сделки и действия, в том числе найм сотрудников, кроме тех, которые непосредственно необходимы для осуществления секьюритизации. Специальный характер правоспособности SPV минимизирует вероятность его несостоятельности.

4. Принцип субординации или договорной очередности платежей

Принцип субординации ценных бумаг утверждает приоритетность в погашении долга и заключается в том, что платежи, осуществляемые специально образованным юридическим лицом, производятся в строгой последовательности согласно очередности, заранее оговоренной в документации по секьюритизации и, таким образом, некоторым участникам вся сумма полностью будет выплачена раньше, чем другим.

В первую очередь, поступающие средства направляются на погашение основного долга и процентов по первым классам ценных бумаг. Только после полной оплаты требований по более приоритетным бумагам оплачиваются требования по оставшимся классам ценных бумаг. Интерес инвесторов в данном случае аналогичен интересу кредитора по долговому обязательству.

Используемая "система старшинства" предполагает, что менее привилегированные бумаги служат в качестве обеспечения более привилегированных бумаг, тем самым абсорбируя риски досрочного исполнения обязательства и ряд других рисков, влекущих за собой потери по финансовым потокам.

Выпуская субординированные ценные бумаги, компания специального назначения (SPV) распределяет финансовые потоки от пула активов между классами эмитируемых бумаг младшей, средней и старшей категории, отличным по уровню доходности и срокам погашения.

Практически любой вид денежного потока может быть использован для секьюритизации. В качестве задолженности могут выступать как текущие обязательства по контрактам, так и права требования на будущие денежные поступления.

Существующая на Западе методика предусматривает две базовые классификации активов, служащих обеспечением для эмитируемых ценных бумаг: ипотека (в этом случае секьюритизацией носит название Mortgage-Backed Securitisation) и другие активы (Asset-Backed Securitisation). Применительно к последней принято разделять коммерческие активы и потребительские активы. Созданные на их основе обеспеченные ценные бумаги классифицированы на ABS of commercial assets и ABS of consumer assets.

В соответствии со статьей 666 Гражданского кодекса РФ (Глава 34 "Аренда") предметом договора финансовой аренды могут быть любые непотребляемые вещи, то есть это вещи, которые не уничтожаются в результате их использования (недвижимое имущество, оборудование, транспортные средства, используемые для предпринимательских целей, кроме земельных участков и других природных объектов).

В связи с этим, применительно к российской специфике можно говорить только о коммерческих лизинговых активах, которые могут быть секьюритизированы (в отличие от Запада, где потребительское использование также допустимо).

Различны активы, ставшие доминантой в развитии рынка той или иной страны. В целях настоящего исследования выделим основные классы активов, ставших источником формирования современного рынка секьюритизации в мире. Ключевым продуктом для формирования рынка США стали автомобильные ссуды, задолженности по кредитным картам и жилищная ипотека. Для стран Азиатско-Тихоокеанского бассейна характерно преобладание на рынке автомобильных ссуд.

Что касается Европы и большинства других стран мира, то здесь в качестве источника формирования рынка выступает жилищная ипотека, на которую приходится основная масса эмиссий. В этом сегменте рынка особо заметен вклад таких стран как Испания и Австралия.

В последнее время в ряде стран Запада распространение получает т.н. секьюритизация бизнеса, или корпоративная секьюритизация (Whole Business Securitisation - WBS), предполагающая выпуск облигаций, обеспеченных всеми активами, генерирующими денежные потоки, и запасами предприятия.

При анализе возможностей секьюритизации лизингового портфеля особое внимание обращается на то, чтобы секьюритизируемые активы:

- были хорошо сбалансированы и диверсифицированы по географическому признаку, количеству и виду лизингополучателей, секторам экономики;
- могли достаточно свободно продаваться и передаваться с точки зрения законодательства данной юрисдикции. Например, в некоторых странах (Италии, Франции, Японии и некоторых государствах Азии) в ряде случаев необходимо получать согласие лизингополучателей;
- приносили постоянный и стабильный поток денежной наличности, структура которого в основном должна совпадать со структурой выплат по обязательствам;
- обладали достаточно высоким рейтингом;
- наконец, требуется, чтобы сделка была «нейтральной» с налоговой точки зрения. Иными словами, должны, по возможности, отсутствовать

регистрационные или иные сборы, а также "двойное" налогообложение по оборотным налогам.

Оценка качества лизинговых активов чрезвычайно важна для последующей секьюритизации и предполагает отбор наилучших из них. Этот процесс получил название *cherry picking*, что буквально означает "сбор сливок". Лизинговая компания проводит оценку лизингополучателя на стадии, предшествующей заключению договора лизинга. Вместе с тем невозможно предусмотреть добросовестность клиента в ходе реализации договора.

В западной практике принято выделять шесть основных типов обеспечения ценных бумаг: ценные бумаги, обеспеченные автомобильными кредитами, ценные бумаги, обеспеченные задолженностью по кредитным картам, ценные бумаги, обеспеченные кредитами под залог собственной доли заемщика в недвижимость, ценные бумаги, обеспеченные кредитами на покупку готовых домов, ценные бумаги, обеспеченные кредитами на образование, а также ценные бумаги, обеспеченные кредитами малому бизнесу.

Секьюритизированный актив по сути обретает второе рождение в результате реструктуризации дебиторской задолженности в ценные бумаги. В какой же форме секьюритизированные активы будут представлены на рынке: что будут представлять собой обеспеченные ценные бумаги, или ABS?

Ценные бумаги, обеспеченные активами, в литературе принято называть ABS (*Asset-Backed Securities*). Зачастую под бумагами, обеспеченными активами, понимают все за исключением тех, где в качестве обеспечения выступает ипотека. К ним относятся задолженность по кредитным картам и различные кредиты, не имеющие отношение к недвижимости (автокредиты, кредиты на обучение и др.).

В западной литературе собирательным применительно к ипотечным ценным бумагам является понятие *Mortgage-Backed Securities* (MBS), которые в свою очередь делятся на коммерческую недвижимость — *Commercial Mortgage-Backed Securities* (CMBS) и жилищную ипотеку - *Residential Mortgage-Backed Securities* (RMBS). По мнению автора, правильнее было бы

понимать под бумагами, обеспеченными активами, весь пул обеспеченных бумаг, который в том числе включал бы в себя ипотечные ценные бумаги, а также бумаги, обеспечением которых служат договоры лизинга.

Обеспеченные ценные бумаги могут иметь различную форму. Примерами таких ценных бумаг на развитых рынках Запада являются облигации, обеспеченные пулом ипотек, сертификаты, выпущенные на основе пула кредитов на покупку автомобилей, и сертификаты на амортизацию возобновляемого долга (погашение дебиторской задолженности по кредитным картам).

Облигации, обеспеченные ипотекой (MBS), наиболее распространенная на рынке развитых стран форма обеспеченных бумаг. Это объясняется особенностью ипотечного кредитования. Ипотечный кредит при постоянной процентной ставке представляет существенный риск для кредитора. Например, когда процентные ставки падают, заемщики могут рефинансировать свои займы, т.е. перезаложить имущество, и вернуть кредит, выданный под более высокий процент. Секьюритизация ипотеки позволяет перераспределить риск от кредитора к инвесторам через рынок ценных бумаг.

Как было отмечено ранее, секьюритизация может рассматриваться в качестве концепции структурированного финансирования. Это означает создание эмиссии из различных классов ценных бумаг. Транширование позволяет выпускать ценные бумаги, кредитный риск по которым ниже, чем по обычным обязательствам организации, или даже ниже, чем по государственным облигациям.

ГК РФ определяет ценную бумагу как документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

В соответствии с Гражданским кодексом РФ (ст. 143) к ценным бумагам, допущенным к обращению в Российской Федерации, относятся: государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и

сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг.

На пути к секьюритизации на данный момент стоит очень много препятствий. Но первый шаг к популяризации данного метода финансирования - внимательное изучение действия механизма и выделения вопросов, которые необходимо решить. Целью данной работы является рассмотрение одного из этапов этого сложного процесса, а именно этапа формирования отчуждаемых лизинговых активов в единый пул.

1.2. Механизм секьюритизации. Российский и зарубежный опыт.

Секьюритизация активов является одной из наиболее значительных финансовых инноваций 20-го века. Возникнув всего лишь в конце 70-х годов, этот инструмент уже захватил один из ведущих секторов рынка капиталов с оборотом в миллиарды долларов.

Изначально появившись в США, секьюритизация сегодня широко распространена в Великобритании, Латинской Америке, Канаде, Европе и в странах Азиатско-Тихоокеанского региона.

Большинство стран с точки зрения предмета секьюритизации проходят три этапа развития: ипотечный, коммерческий и генеральный.

Исторически ипотечные кредиты были первым секьюритизируемым активом и в настоящее время остаются эталонным активом благодаря длительным финансовым потокам, предсказуемости, прозрачности кредитной истории, а также низким рискам. Ценные бумаги, обеспеченные закладными, продолжают оставаться наиболее популярной формой секьюритизации. В настоящее время две трети всех закладных под жилье в США обращены в ценные бумаги.

Первые непотечные сделки секьюритизации начали заключаться в середине 80-х годов с появлением на рынке продуктов, обеспеченных автокредитами, потребительскими кредитами, задолженностью по кредитным картам и договорам лизинга. Выпущенные в 1985 г. на сумму 900 млн. долл., в ближайшие годы они уже по объему перевалили за 10 млрд. долл. К 1989 г. секьюритизированные задолженности по кредитным картам перешли отметку 30 млрд. долл.

Секьюритизация лизинговых активов стала широко применяться в США к концу 80-х гг., чуть позже - в странах Западной Европы. К этому времени лизинговый рынок в этих странах фактически завершил переход на качественно новую ступень своего развития, характеризующуюся относительно стабильными и прогнозируемыми изменениями объемов операций по секторам экономики, видам активов, а также, что немаловажно, развитой инфраструктурой вторичного рынка оборудования.

В 90-х годах шкала секьюритизации приобрела еще более разветвленный характер, а приоритетным направлением на рынке стала секьюритизация будущих денежных потоков. В качестве предмета секьюритизации начали появляться такие классы активов как авиационные билеты, телефонные счета и коммунальные платежи, выигрыши в лотереи, а также доходы от будущих продаж музыкальных записей.

Современное развитие секьюритизации положило начало новому направлению на рынке - корпоративной секьюритизации, или секьюритизации бизнеса - WBS (Whole- Business Securitization)

Выделяются три фактора, благоприятствующих развитию секьюритизации как финансового инструмента:

1. Государственная поддержка;
2. Льготный режим налогообложения;
3. Развитие компьютерных технологий.

Во-первых, важную роль в становлении секьюритизации сыграло государственное регулирование. В середине 1970-х Государственная

национальная ипотечная ассоциация США (Government National Mortgage Association, GNMA) запустила программу, в которой гарантировала процентные и основные платежи по пакетам стандартизованных закладных, тем самым стимулируя создания нового финансового инструмента - ценной бумаги, обеспеченной закладными. Гарантия выплаты процентов и основной суммы ссуды позволила частным финансовым учреждениям (типа ссудо-сберегательных ассоциаций и коммерческих банков) продавать пакеты закладных, получивших гарантию GNMA, в качестве ценных бумаг и переводить платежи владельцу такой ценной бумаги. Покупатель обычной переводной ценной бумаги GNMA становился непосредственным владельцем пропорциональной доли портфеля ссуд, обеспеченных недвижимостью.

Во-вторых, налоговые правила также стимулировали появление новых инструментов секьюритизации. Изменение инструкций Налоговой службы привело к появлению переводных вложений в закладные под недвижимость, которые стали разновидностью облигаций, подпадающих под льготное налогообложение.

В-третьих, стимулом к развитию секьюритизации можно справедливо считать распространение компьютерных и информационных технологий. Улучшение возможностей получения информации облегчило продажу размещаемых на рынке капитала ценных бумаг. Более низкие транзакционные издержки в результате развития компьютерных технологий позволили финансовым учреждениям при невысоких затратах формировать финансовый портфель из ссуд (например, ипотечных ссуд, т.е. закладных) различного номинала (зачастую менее 100 тыс. долл.). Номиналы и процентные платежи по "разнокалиберным" ссудам суммировались в пул, после чего уже составляли единый номинал и единую величину процентных платежей по портфелю. Такой финансовый инструмент уже становился обращаемым. Разделив портфель ссуд на стандартизованные части, финансовые учреждения могли затем продавать право требования на процентные и основные выплаты третьим лицам как обычные ценные бумаги.

Стандартизованные размеры появившихся в результате этого процесса новых финансовых активов делали их ликвидными ценными бумагами, а тот факт, что они фактически состояли из пакета ссуд, позволяли диверсифицировать риск, повышая таким образом их привлекательность. Финансовые учреждения, переоформляющие ссуды в ценные бумаги, получали прибыль за счет обслуживания ссуд (получение процентных и основных платежей по ссуде и последующая их выплата владельцам этих ценных бумаг) и взимания комиссионных с третьей стороны за предоставление такой услуги.

По оценкам ведущих мировых рейтинговых агентств, секьюритизация является одним из наиболее перспективных и активно развивающихся механизмов финансового рынка и занимает ведущее место в рейтинге инструментов структурированного финансирования. Мировой рынок секьюритизации устойчиво разрастается. Наблюдается рост операций и расширяется география деятельности. Меняются структура и состав рынка, а также качественные характеристики реализуемых сделок. Лидерство на мировой арене секьюритизации по праву принадлежит США. Североамериканский рынок секьюритизации устойчиво демонстрирует возрастающие темпы роста и нарастающие объемы эмиссии. Это объясняется как исторической обусловленностью, так и объективными факторами, способствующими развитию инструмента в стране. Это единственный рынок в мире, где секьюритизация привлекает участие как институциональных, так и частных инвесторов. Более 75% мирового объема секьюритизации иницируется в США. Даже в тех случаях, когда инициаторы секьюритизации находятся за пределами США, в Японии, Европе или ряде развивающихся рынков, эмиссии по данным сделкам все равно привлекают американских инвесторов.

Вторую после США позицию в мировом рейтинге секьюритизации устойчиво сохраняет за собой рынок Австралии, где суммарная стоимость долга к погашению по обеспеченным ценным бумагам превышает на текущий момент 30 млрд. долл. В отличие от США в Австралии нет крупных ипотечных

агентств, поддерживаемых государством, а на ипотечном рынке доминируют коммерческие банки, которые сами организуют финансовые структуры для секьюритизации и рефинансирования своих ипотечных программ; в качестве организации специального назначения выступает, как правило, управляющая компания.

Канада на сегодняшний день является одним из активнейших рынков секьюритизации в мире. Следуя примеру США, в Канаде была создана корпорация Ипотеки Канады и Жилищная Корпорация, специализирующаяся на приобретении и секьюритизации жилищной ипотеки. Основными инициаторами секьюритизации в Канаде выступают лизинговые компании, банки и кредитные учреждения, а основной рынок составляют обеспеченные коммерческие бумаги.

По оценкам Fitch, максимальный темп роста принадлежит бумагам, обеспеченным коммерческой ипотекой. Американскую модель секьюритизации, на мой взгляд, можно противопоставить европейской: секьюритизация характеризуется небольшими размерами сделок в отличие от крупных стандартизированных эмиссий, преобладающих в США. На настоящий момент Европейский рынок секьюритизации представляет собой один из наиболее "жизнеспособных" и динамично развивающихся секторов для секьюритизации.

В первую очередь, секьюритизация в Европе концентрируется на ипотеке, при этом в Европе в отличие от США не существует различий между сделками секьюритизации, обеспеченными активами (ABS) и ипотекой (MBS). В США продажа активов зачастую осуществляется в два этапа. На первом этапе инициатор уступает активы в свое дочернее подразделение, которое, как и стандартное SPV, сильно ограничено в коммерческой деятельности, имеет независимых директоров и не может инициировать свое добровольное банкротство. Передача активов чаще всего сопровождается авансированием капитала в это промежуточное SPV. На втором этапе промежуточное SPV

продает активы в неаффилированное с инициатором SPV. Считается, что такая схема обеспечивает настоящую продажу активов.

По мере роста спроса на услуги лизинга в России повышается интерес участников рынка к институту секьюритизации. Однако, если в США и странах Европы секьюритизация активов является одним из важнейших методов рефинансирования задолженности по договорам лизинга, то в России она пока не получила соответствующего развития. Автор видит в этом следующие причины:

Во-первых, это отсутствие законодательной базы по секьюритизации.

Ни один кредитор или финансовый институт, в роли которого в нашем случае выступает лизинговая компания, не согласится участвовать в программе секьюритизации, механизм действия которой не определен. Обеспечение защиты прав инвесторов в России по-прежнему недостаточно развито. Поэтому участие в мероприятии с отсутствующим в нем какой-либо правовой оболочки было бы нерациональным и сверхрисковым инвестиционным решением. К основным проблемам развития секьюритизации в России относятся: отсутствие законодательства по обеспеченным ценным бумагам, неопределенность правового статуса компании-эмитента и неясный правовой характер самого механизма секьюритизации.

Во-вторых, это законодательное регулирование лизинга.

К сожалению, пока не все нормы Гражданского кодекса корреспондируют с другими законодательными актами. Остаются некоторые расхождения с профильным Законом "О финансовой аренде (лизинге)", в т.ч. в отношении трактовки предмета лизинга. Наиболее востребованным среди лизинговых компаний является вопрос о возможности освобождения лизингодателей от уплаты НДС при выполнении лизинговых услуг, а также от уплаты налога на прибыль, полученной от реализации договоров финансового лизинга со сроком действия свыше трех лет.

В-третьих, это узость российского рынка лизинга.

Несмотря на то, что российский рынок лизинга активно развивается, его масштаб пока недостаточен для массового обращения к секьюритизации. Транзакционные издержки лизинговой компании по оценке и отбору лизинговых активов могут превысить среднюю стоимость договоров лизинга компании, что может сделать продажу актива нецелесообразной.

В четвертых, это неподготовленность российского фондового рынка.

На рынке пока не существует каких-либо конструкций, приспособленных под инструмент секьюритизации. Очевидно, что речь идет в данном случае о стандартных формах бумаг, принятых к обращению в Российской Федерации. Формы бумаг, предлагаемые Законом "Об ипотечных ценных бумагах" существуют пока только в Законе, не имея реального применения на практике.

Несмотря на неподготовленность законодательной базы для секьюритизации, нельзя переоценить значение секьюритизации для российского рынка лизинговых услуг. Рынок активно развивается, и в ближайшее время секьюритизация сможет стать эффективным механизмом рефинансирования лизинговых операций.

В России не существует механизма секьюритизации как такового. Это объясняется тем, что в российском законодательстве нет понятия "секьюритизации". Поэтому первые попытки применения данного инструмента финансирования на практике сталкиваются с множеством законодательных проблем.

В российском юридическом и нормативном поле конструкция SPV отсутствует как класс. В Законе "Об ипотечных ценных бумагах" упоминается конструкция "ипотечного агента". В тоже время ипотечного агента неверно было бы называть полноценным SPV. Скорее всего, это прообраз будущего SPV. В схеме секьюритизации, закрепленной в Законе, активы остаются на балансе инициатора эмиссии. Поэтому никакого отделения активов, обеспечивающих ипотечные ценные бумаги, от других активов инициатора не происходит, а к рискам, связанным с самими активами, добавляются всевозможные риски инициатора. Упомянутая в Законе концепция

использования отдельного баланса для активов обеспечения ипотечных ценных бумаг также не выдерживает критики.

По мнению автора, можно говорить о существовании в России отдельных элементов механизма секьюритизации, независимых друг от друга. С одной стороны, это продажа лизинговых контрактов, с другой - эмиссия ценных бумаг. Подобная независимость элементов друг от друга не соответствует природе секьюритизации со свойственной ей целостной двухступенчатой структурой.

Официальным рождением секьюритизации лизинга в России можно признать выпуск в 2001 году компанией ОАО "РТК-Лизинг" из Москвы облигаций на сумму 500 млн. рублей. Компания специализируется на лизинге в области телекоммуникаций и является дочерней структурой ОАО "Ростелеком", крупнейшей российской телекоммуникационной компании. Успешно погасив первый выпуск 1 октября 2001 года, ОАО "РТК-Лизинг" последовательно разместила следующие три серии облигаций.

Вторым игроком среди лизинговых компаний, появившихся на российском рынке вслед за ОАО "РТК-Лизинг", стала компания из Санкт-Петербурга, ООО "Глобус-лизинг". Компания позиционирует себя на рынке как универсальная лизинговая компания и работает преимущественно в Северо-Западном регионе России. В период с 2003 по 2005 годы компания успешно разместила три транша облигаций, погасив первый из них в конце сентября 2005 года. Номинальным эмитентом облигаций является структура, аффилированная ООО "Глобус-лизинг", дочернее предприятие ООО "Глобус-Лизинг-Финанс", созданное исключительно в целях привлечения дополнительного финансирования. Фактически можно рассматривать эту компанию в качестве посредника между лизинговой компанией (ООО "Глобус-лизинг") и инвесторами, покупателями эмитируемых облигаций.

Не любая, тем более, вновь созданная компания, может позволить себе участие в программе секьюритизации. Дело в том, что, несмотря на преимущество в стоимости привлечения финансовых ресурсов, компания несет

существенные постоянные расходы, преимущественно административно-организационные. В этом отношении компании имеющие доступ к финансовым ресурсам (принадлежащие к холдингу или банку), могут оказаться в более выгодном положении.

Как будет показано далее, структура секьюритизации зависит от предмета лизинга (того вида оборудования или техники, передаваемой в лизинг) и от формы лизинга (той схемы лизинга, по которой заключается договор лизинга). Реализуемая схема лизинга зависит от возможностей компании. Каждая лизинговая компания предлагает различные условия для сотрудничества на рынке. Отличается как стоимость самой финансовой услуги, требования к заемщику, так и общие условия заключения договора. В России о примерах полноценной секьюритизации можно на данный момент говорить применительно к банковскому сектору. В качестве первого примера можно привести первую в России сделку по секьюритизации автокредитов. Банк "Союз" выпустил еврооблигации, обеспеченные портфелем автокредитов. Сумма сделки составила 50 млн. долл., чуть меньше половины всех стандартных ссуд банка, выданных на покупку иномарок на 1 июля 2005 года. Агентство Moody's присвоило облигациям банка рейтинг, соответствующий рейтингу России, что существенно отразилось на снижении доходности бумаг. Ставка составила LIBOR+1,75%. Эмитентом облигаций стала компания из Нидерландов Russian Auto Loans Finance, предварительно выкупившая портфель у Банка.

Во второй главе работы будет проведен анализ рынка лизинга в России, а так же выделены черты, определяющие региональный рынок лизинга. Далее будет разработана методика выделения пула лизинговых активов с учетом особенностей рынка в регионе. В третьей главе данная методика будет апробирована на лизинговом портфеле одной из компаний.

Глава 2. Анализ рынка лизинга и разработка методики формирования лизингового пула.

2.1. Анализ рынка лизинга.

Рынок лизинговых услуг является частью финансового рынка и подчиняется тем же законам рынка. Здесь можно обнаружить основные тенденции развития, наблюдаемые на финансовом рынке. Во-первых, это глобализация, способствующая интеграции участников рынка, финансовых инструментов, механизмов торговли ценными бумагами и органов регулирования. Во-вторых, это т.н. дезинтермидиация, снижение доли банковского сектора в перераспределении финансовых ресурсов за счет активизации институтов фондового рынка. Наконец, это секьюритизация, в широком смысле означающая повышение роли рынка ценных бумаг во всех сегментах финансового рынка.

За 1-е полугодие 2019-го объем нового бизнеса составил 730 млрд. рублей, что на 13 % больше аналогичного периода прошлого года. Невысокий рост относительно стремительного развития прошлых лет обусловлен сокращением ж/д- и авиасегментов, нивелировать которое отчасти удалось за счет сделок с недвижимостью, а также морскими и речными судами. Поддержку рынку также оказал рост автолизинга, что отразилось на доле лизинга в продажах легковых автомобилей.



Рисунок 2 Объем нового бизнеса по итогам 1-го пол. 2019г.

Лизинг автотранспорта уступает первое место железнодорожной технике, так же более доступным становится лизинг недвижимости. Оборудование для сельского хозяйства и специфических и трудоемких отраслей занимает менее 5%.

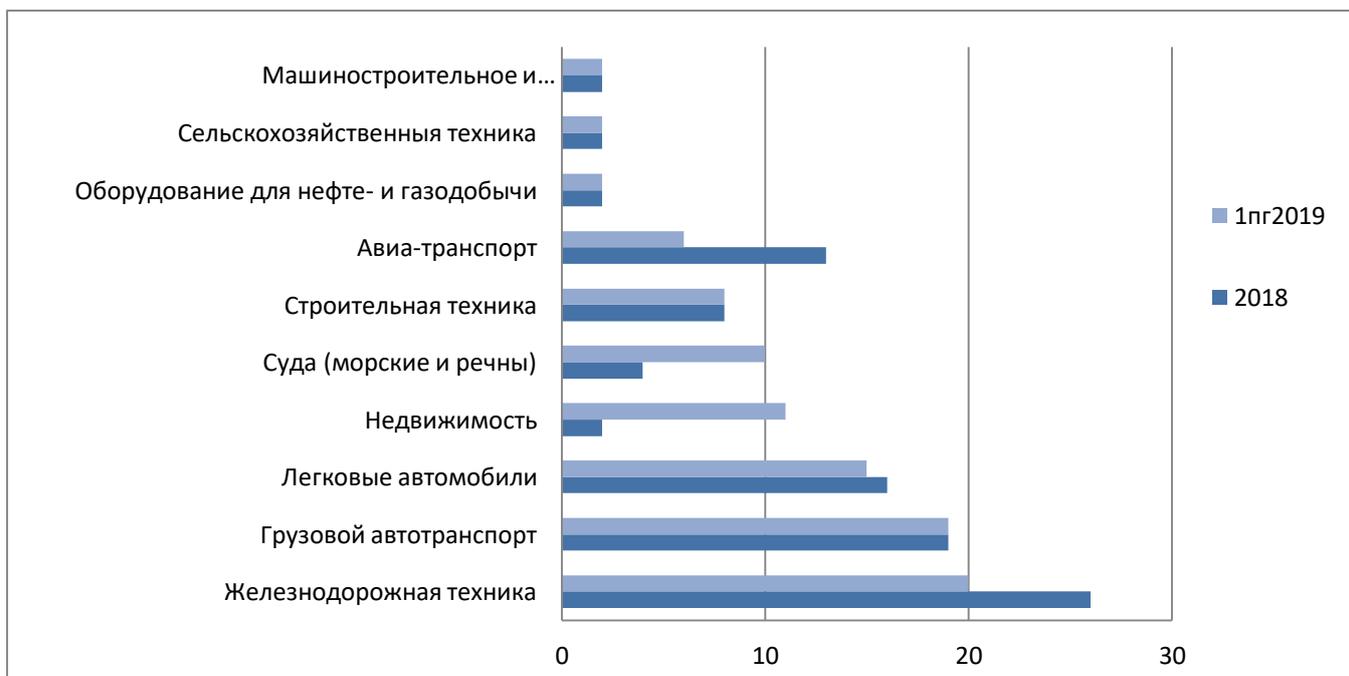


Рисунок 3 - Рост сегментов лизинга в 2018, 1 пр. 2019 г.

Не смотря на изменения в структуре рынка лизинга ежегодно возрастает его доля в ВВП. (рисунок 4)

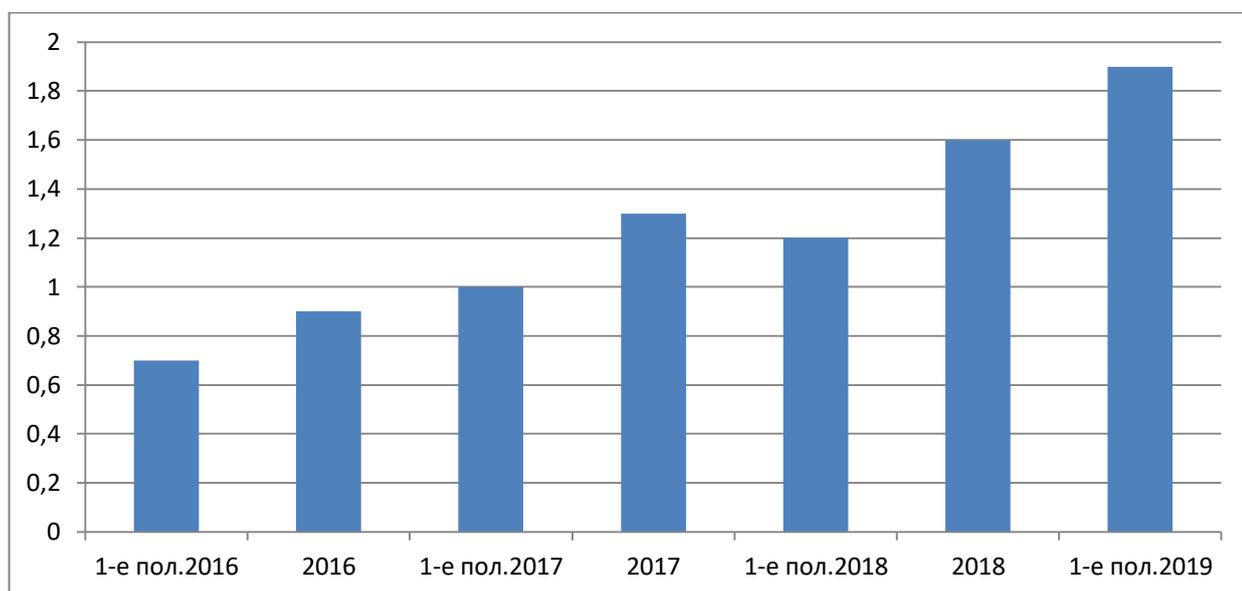


Рисунок 4 - Доля лизинга в ВВП, %

Уровень развитости лизинговых отношений в той или иной стране во многом определяется сроками предоставления имущества в лизинг. Более продолжительные сроки договоров лизинга, которые может себе позволить заключить лизинговая компания, свидетельствуют о более высоких конкурентных возможностях этого лизингодателя на рынке; о принятии на себя более высоких рисков, и, как следствие, это отражается в контрактной стоимости договоров лизинга.

Таблица 1- Сроки договоров финансового лизинга в России в 2011-2019 гг.

| Показатель | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Сроки договоров, в месяцах | 78 | 72 | 68 | 75 | 66 | 76 | 74 | 72 | 75 |

В 2019 г. средняя продолжительность договоров лизинга у обследованных лизингодателей составила 75 месяцев, что на 3 месяца больше,

чем в предыдущем году, и во второй раз в истории российского лизинга приблизилась к наивысшим значениям.

С развитием рынка лизинговых услуг происходит изменение не только количественных показателей, но также и качественных характеристик лизинга. Актуальные параметры сделок представлены в таблице 2:

Таблица 2 - Изменение параметров лизинговых сделок с 2010 года

| Параметры анализа | до 2010 года | 2010-2015гг. | 2015-2019гг. |
|------------------------------------|--------------|-----------------------|--------------|
| Минимальный авансовый платеж | Свыше 30% | 25-30% | 20-25% |
| Дополнительное обеспечение | Обязательно | В большинстве случаев | Не всегда |
| Максимальный срок лизинга, в годах | 2-3 | 5 | 7 |
| Маржа | до 7% | до 5% | До 3% |

Основным видом обеспечения остается авансовый платеж (аванс) лизингополучателя (рисунок 5). По данным «Эксперт РА», в 2018 году этот инструмент был использован почти половиной российских лизинговых компаний, а величина аванса в среднем на рынке составила 20-22% от стоимости сделки.



Рисунок 5 - Структура обеспечения лизинговых сделок в России

Исходя из практики ведения бизнеса российскими лизинговыми компаниями, в настоящее время можно насчитать более десятка различных источников финансирования лизинговых операций в стране. Некоторые из них используются постоянно, например, авансы, кредиты российских банков, собственные средства лизингополучателей. Применение других обусловлено возникающей необходимостью, например, займы учредителей, факторинг, бюджетные средства и др.

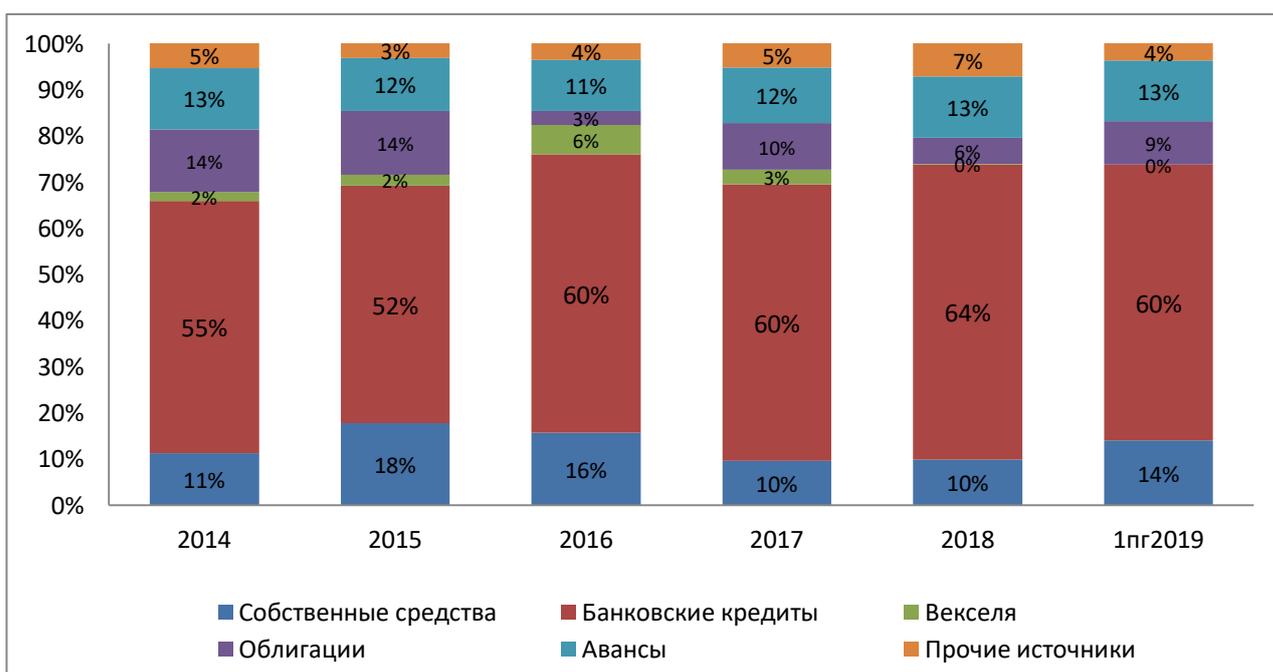


Рисунок 6 - Удельный вес источников финансирования лизинга в России, %

Как видно из графика 6, большую долю в финансировании занимало и занимает по настоящее время банковское кредитование, как самый популярный и доступный способ финансирования. Очень неустойчивую позицию занимают облигации и векселя, как видно из графика доля векселей сводится к нулю в настоящее время, а доля облигаций снижается, оставаясь на уровне 10%.

Таблица 3 - Региональная структура лизинга России в 2016-2018 гг.

| Регион (Федеральный округ) | Удельный вес региона, % | | |
|--|-------------------------|------|------|
| | 2016 | 2017 | 2018 |
| Дальний Восток | 1,9 | 5,2 | 8,2 |
| Сибирь | 8,3 | 7,2 | 9,6 |
| Урал | 9 | 9,3 | 7,2 |
| Приволжский | 9,5 | 8,1 | 6,5 |
| Южный | 3,8 | 4 | 4,6 |
| Северо-Кавказский | 0,6 | 0,7 | 0,9 |
| Северо-Запад (кроме Санкт-Петербурга и Ленобласти) | 2,5 | 2,2 | 4,6 |
| Санкт-Петербург и Ленинградская область | 7,8 | 7,4 | 15,8 |
| Центр (кроме Москвы) | 9,9 | 7,2 | 7,6 |
| Москва | 44,6 | 47,2 | 32,6 |
| Международный лизинг, экспорт | 2,1 | 1,5 | 2,4 |

В период с 2016 по 2018 год происходят существенные изменения в региональной структуре российского лизинга. Впервые за многие годы удельный вес Москвы в общем объеме лизинга страны опустился ниже отметки в 40%. В то же время происходит резкий рост доли Санкт-Петербурга и Ленинградской области, в сумме эти 2 субъекта выходят на второе место в стране. Устойчивый рост концентрации лизинга на Дальнем Востоке и в Сибирь обусловлен сделками с госкомпаниями.

Как показывает отраслевая структура российского лизинга, представленная в таблице, три четверти всего российского лизинга приходится на транспортные средства. При этом структура транспорта различна: около 30% составляет автотранспорт и городской транспорт; 15% в общей доле транспорта приходится на легковые авто. В остальном чуть больше 12-13% приходится на авиатранспорт и морские суда, почти по 20% занимает оборудование и железнодорожные составы, а на здания и сооружения приходится менее 5% от общей доли

Таблица 4 - Укрупненная структура основных сегментов лизингового рынка России в 2018 г. и в 2008 гг.

| Виды имущества | Удельный вес в стоимости договоров лизинга, % | |
|--|---|---------|
| | 2018 г. | 2008 г. |
| Транспорт, всего | 78,3 | 51,2 |
| включая: Автотранспорт и городской транспорт | 32,1 | 23,0 |
| в т.ч.: автотранспорт для перевозки грузов | 13,9 | 14,3 |
| легковые автомобили | 15,3 | 6,3 |
| автобусы, микроавтобусы, трамваи и троллейбусы | 2,9 | 2,4 |
| Авиатранспорт | 12,8 | 5,7 |
| Суда морские и речные | 13,9 | 0,4 |
| Железнодорожный подвижной и тяговый состав | 19,5 | 22,1 |
| Оборудование и техника | 19,3 | 43,9 |
| в т.ч.: производственное оборудование | 6,9 | 22,4 |
| строительное и дорожно-строительное оборудование и техника | 5,8 | 10,8 |
| средства связи и телекоммуникаций | 1,5 | 3,7 |
| оборудование для производства товаров и услуг населению | 5,1 | 7,0 |
| Здания и сооружения | 1,1 | 2,7 |
| Другие виды имущества | 1,3 | 2,2 |

Основные лидеры отрасли стабильны, половина представителей рейтинга 15 крупнейших лизинговых компаний по результатам исследования Эксперт-РА на начало 2019 года, являются дочерними компаниями кредитных организаций, что и объясняет их выгодное положение, эти компании финансируются своими же банками.

Таблица 5 - Рэнкинг лизинговых компаний России по итогам 2018 года

| Наименование компании | Объем нового бизнеса за 2018 год, млн руб. | Сумма новых договоров лизинга за 2018 год, млн руб. | Текущий портфель на 01.01.2019, млн руб. |
|--|--|---|--|
| Государственная транспортная лизинговая компания | 214 848 | 441 986 | 925 844 |
| «СБЕРБАНК ЛИЗИНГ» (ГК) | 196 161 | 298 711 | 609 211 |
| «ВТБ Лизинг» | 158 587 | 276 709 | 575 479 |

| | | | |
|---------------------------|--------|---------|---------|
| «ЛК «Европлан» | 73 268 | н.д. | 84 397 |
| «Альфа-Лизинг» (ГК) | 63 876 | 102 496 | 149 058 |
| «ВЭБ-лизинг» | 58 654 | 76 784 | 374 076 |
| «Газпромбанк Лизинг» (ГК) | 50 670 | 90 894 | 192 623 |
| «Балтийский лизинг» (ГК) | 42 578 | 60 851 | 51 226 |
| «Сименс Финанс» | 38 967 | н.д. | 57 174 |
| «РЕСО-Лизинг» | 34 488 | 54 642 | 47 749 |
| «ЮниКредит Лизинг» | 23 360 | 32 583 | 40 495 |
| «Мэйджор Лизинг» | 21 882 | 35 375 | 36 223 |
| «CARCADE Лизинг» | 20 622 | 29 664 | 22 817 |
| «ТрансФин-М» | 18 811 | 41 276 | 290 018 |
| «Райффайзен-Лизинг» | 15 710 | 19 217 | 48 999 |

Основной тенденцией на российском рынке лизинга в 2018 г. стало заметное увеличение доли малых и средних предприятий среди клиентов лизинговых компаний. Предприятия, которые еще пять лет назад не могли рассчитывать на получение оборудования в лизинг, становятся лизингополучателями. В последние годы неуклонно растет доля клиентских заявок, принимаемых к исполнению. Происходит переход от стратегии индивидуального обслуживания к массовому продвижению своих услуг на рынке. Это в свою очередь предполагает серьезные изменения в самой организации лизингового бизнеса. Здесь можно выделить следующие направления:

- Автоматизация лизингового бизнеса;
- Развитие региональной сети;
- Предложение новых лизинговых схем (возвратный лизинг).

Рынок лизинга Сибирского региона пока находится на начальном этапе своего развития, демонстрируя устойчивость и огромный потенциал. Характерной особенностью сибирского лизинга является его ориентированность на малый бизнес. Именно эта категория предпринимателей, как отмечают многие участники рынка, более всего нуждается в тех преимуществах, которые предоставляет лизинг: легальная оптимизация налогообложения, удобная схема выплат, следовательно, и эффективное

управление оборотным капиталом, быстрое обновление основных фондов, а главное - доступность этого финансового инструмента. Интерес к лизинговым продуктам в данном регионе обусловлен региональными особенностями бизнеса: активной деятельности добывающей промышленности в Кузбассе и сельского хозяйства во всем Красноярском крае.

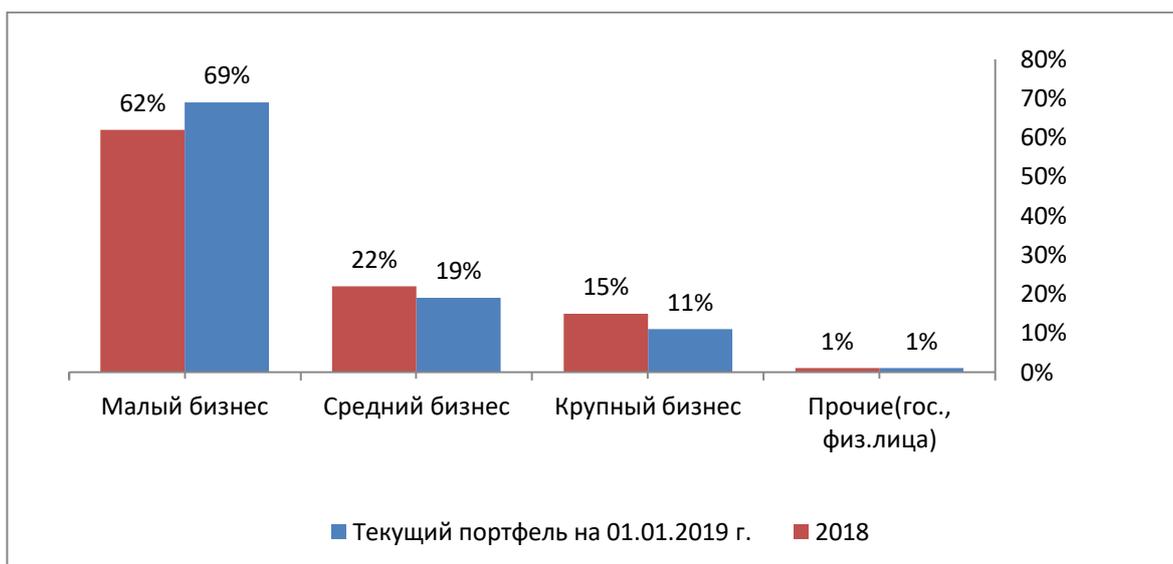


Рисунок 7 - Структура бизнеса Сибирского рынка лизинга в разрезе привлекаемых клиентов

По результатам исследования, 56% всех лизинговых договоров - это сделки стоимостью менее 50 тыс. долларов, и лишь 11% приходится на сделки дороже 800 тыс. долларов. При этом срок, на который заключается договор лизинга, в среднем составляет от одного до трех лет. Долгосрочные сделки (более пяти лет) заключаются в незначительных объемах. Однако не смотря на оптимистичные прогнозы, темпы роста в СФО снижаются и виной тому монополизация рынка и увеличение кредитной нагрузки на предприятия.

Секьюритизация представляет собой довольно гибкий источник финансирования, который в целом расширяет доступ на рынки капитала, если используется как элемент единой финансовой стратегии компании. Снижение уровня рисков путем секьюритизации существующего лизингового портфеля позволяет лизингодателю получить средства для

новых лизинговых сделок при затратах, меньших по сравнению с банковскими кредитными ставками.

Далее на основе анализа рынка лизинга будет представлен механизм формирования пула отчуждаемых активов.

2.1. Методика структурирования лизингового пула.

Одним из важнейших шагов, с позиции лизинговой компании в процессе секьюритизации является этап формирования лизингового пула для последующего отчуждения. Актуальность данного этапа обусловлена тем, что некорректное отделение части активов может привести к изменению основных показателей деятельности компании, что впоследствии влияет на рейтинг лизинговой компании. Отрасль лизинга характеризуется высокой долей заемных средств, вполне распространённым является соотношение заемных к собственным 9:1. Ухудшение кредитного рейтинга ставит под угрозу возможность внешнего финансирования, что для лизинговой компании может означать остановку деятельности, требования банков о немедленном погашении всей суммы задолженности.

Таким образом, для решения проблемы предлагается разработать собственную методику, опираясь на мнение представителей бизнеса и региональные особенности рынка. Для сохранения существующих соотношений, особое внимание уделяется степени риска портфеля, для целей лизинговой компании наиболее благоприятным исходом будет формирование низко рискованного портфеля. Первоначально предлагается учитывать при анализе лизинговых активов следующие факторы, представленные в таблице 6:

Таблица 6 - Факторы, предлагаемые для анализа лизингового пула

| Наименование фактора | Комментарий |
|---|--|
| Срок лизинга до истечения договора | Предполагается, что в портфель будут объединены предметы лизинга с приблизительно одинаковым сроком до истечения договора. |
| Наличие просрочки по платежам | В портфель так же рекомендуется вносить активы, по которым если и имеются просроченные платежи, то не более чем 30 дней. |
| Отраслевая принадлежность (с точки зрения риска) | Предметы лизинга должны относиться к одной категории: наземный транспорт, водный транспорт, здания и сооружения. |

| | |
|---|---|
| Доля лизингополучателя в лизинговом портфеле компании | Высокая доля одного лизингополучателя повышает риски компании, а следовательно и отчуждаемого пула, что может повлечь за собою неисполнение обязательств. |
| Вес активов в лизинговом портфеле компании | Не рекомендуется единовременно выделять из лизингового портфеля крупные доли, более 5 % |
| Доля оплаченных платежей | С повышением доли оплаченных платежей по договору уменьшаются риски, однако возможен подбор активов с разными долями оплат. |

Для определения значения каждого из параметров при анализе конкретного предмета лизинга был применен метод экспертных оценок. Для его реализации была разработана анкета (Приложение А). Респондентами являлись 25 представителей менеджмента нескольких региональных лизинговых компаний, которые не являются дочерними компаниями кредитных организаций. Отчужденность лизинговой компании от банка является очень важным фактором при отборе респондентов, так как менеджмент лизинговых компаний – дочерних предприятий банков, например Альфа Лизинг в меньшей мере обеспокоены привлекательностью компании для кредиторов - обычно в качестве заемщика выступает банк-основатель.

Далее результаты опроса были обработаны.

В опросе приняли участие 25 респондентов, непосредственно работающих в сфере лизинга.

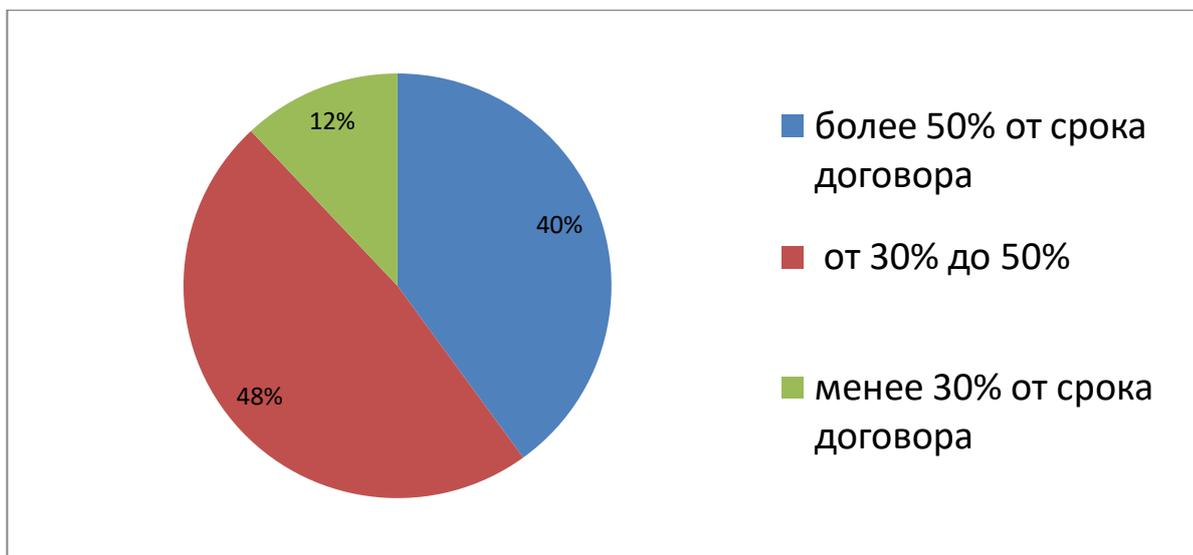


Рисунок 8-Оценка срока лизинга до истечения договора для формирования лизингового пула

Большинство респондентов предлагают включать в пул активы со сроком до истечения договора от трети до половины срока. Такой выбор обусловлен попыткой снизить риски, за треть срока договора, что, учитывая среднюю продолжительность договора лизинга составляет около 1 года, у лизинговой компании есть возможность оценить контрагента с точки зрения соблюдения платежной дисциплины.

Так же более 60% респондентов считают недопустимым включение в отчуждаемый пул лизинговых активов, по которым имеется просроченная задолженность. Но в то же время треть респондентов рассматривают процесс секьюритизации как способ избегания рисков, предлагая лизинговым компаниям таким образом уходить от недобросовестных лизингополучателей, передавая риски на держателей ценных бумаг, компенсируя это повышенной доходностью.

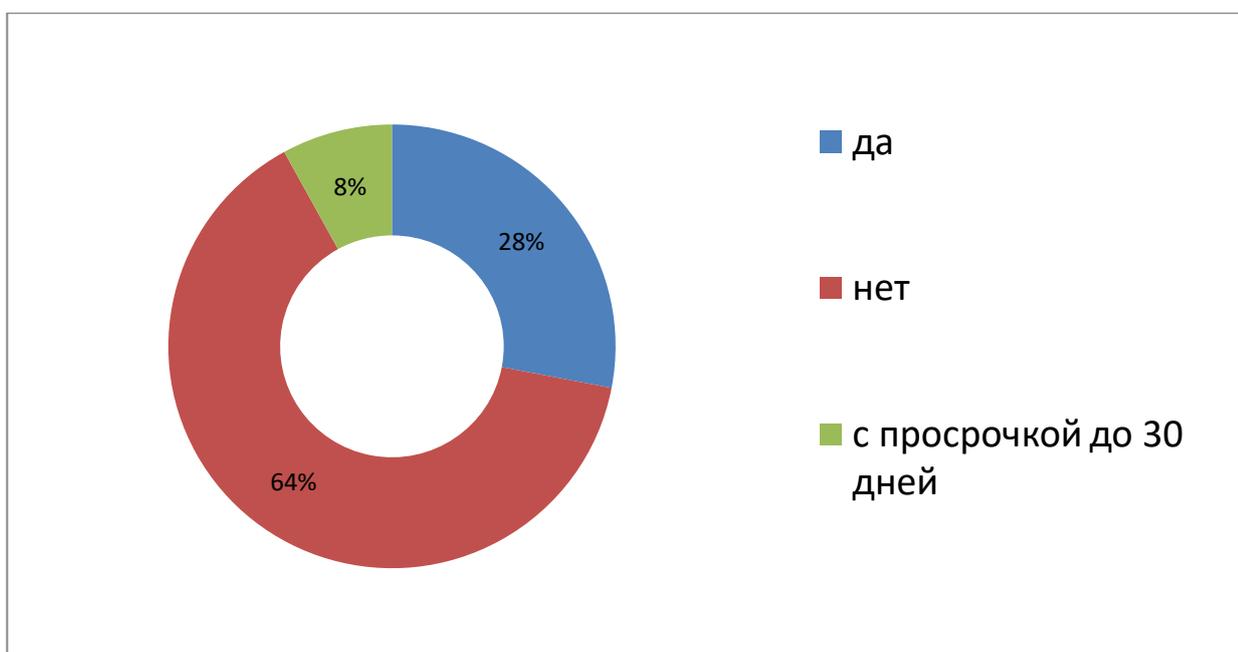


Рисунок 9-Оценка возможности включения в лизинговый пул просроченных договоров

При ранжировании отраслей по степени возрастания риска были получены следующие результаты, которые в усредненном виде представлены в таблице:

Таблица 7 - Результаты ранжирования отраслей по степени риска

| Сфера | Ранг |
|---|------|
| Нефте- и газодобывающая угольная промышленность | 1 |
| Транспортные услуги | 2 |
| Лесная промышленность | 3 |
| Жилищно-коммунальная сфера | 4 |
| Строительство | 5 |
| Сельское хозяйство | 6 |
| Торговля | 7 |

Наименее рискованной отраслью из представленных, по мнению респондентов, стала нефте- и газодобывающая промышленность, что обусловлено большим влиянием этих отраслей на экономику страны в целом, высокими ценами, и несмотря на существующую сложную ситуацию на

нефтяном рынке, большинство респондентов продолжают делать ставки именно на эту отрасль.

Оптимальная доля лизингополучателя в лизинговом портфеле компании, большинством респондентов была определена в диапазоне менее 5%. По мнению респондентов, разовое отчуждение крупной доли в лизинговом активе рискованно для лизинговой компании, так как имеет большое влияние на экономические показатели компании, и тем самым на привлекательность лизинговой компании для финансирующих их банков. Так же большинство респондентов в качестве оптимального веса отчуждаемых активов в лизинговом портфеле выбрали показатель в 10% и менее, причины такого выбора идентичны выбору доли лизингополучателя в лизинговом портфеле.

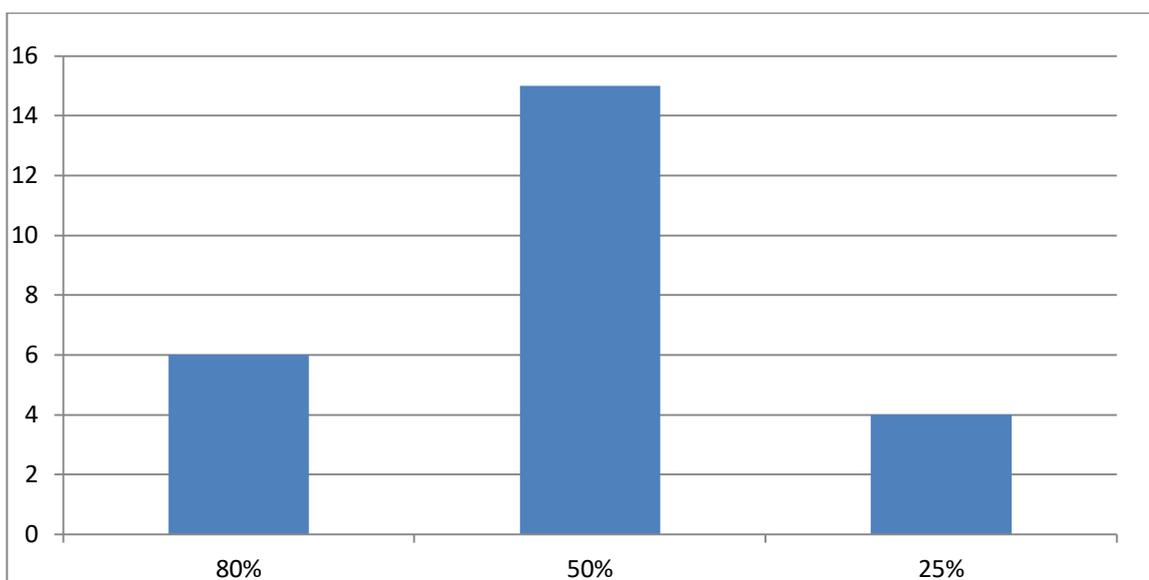


Рисунок 10 - Оценка необходимой доли оплаченных платежей

60% респондентов считают долю в 50% оплаченных лизинговых платежей достаточной для отбора актива в отчуждаемый для секьюритизации пул. Стоит особо отметить, что данный критерий не равносителен параметру срок лизинга до истечения договора. При формировании графика лизинговых платежей учитывается сезонность предприятия, что особо актуально для сибирских лизинговых компаний с высокой долей сельскохозяйственных

предприятий. Такой выбор респондентов обусловлен опять же попыткой передать для секьюритизации низкорисковые пулы - лизингополучатель, выплативший половину лизинговых платежей, в большей степени заинтересован в получении актива, поэтому все это снижает вероятность неплатежей.

Полученные результаты опроса позволили сформировать следующую последовательность отбора лизинговых активов в формируемый пул, отображенная на схеме:



Рисунок 11- Этапы отбора лизинговых активов в пул

1. В первую очередь будет определен оптимальный объем отчуждаемых лизинговых активов исходя из показателя лизингового портфеля, не более 10%.

2. Во вторую очередь будет принята во внимание принадлежность предметов лизинга лизингополучателям, работающим в низко рискованных отраслях.

3. В третью очередь будут исключаться договора лизинга по которым была допущена просрочка платежа. Методикой предполагается возможность

формирования пула и с просроченными лизинговыми договорами, но в данном случае основная задача - формирование наименее рискованного и наименее дешевого в обслуживании лизингового пула, так как данный способ финансирования целесообразен исключительно как альтернатива традиционным кредитам, соответственно, секьюритизации целесообразна только в случае реализации схемы более дешевого финансирования, чем банковское. Подробное сравнение способов финансирования и о плюсах и минусах данной сделки будет описано в 3 главе.

4. На четвертом этапе будут отсеиваться лизинговые активы, доля оплаченных платежей составляет менее 50% со сроком до истечения от 30% от всего срока договора лизинга.

5. На последнем этапе осуществляется проверка сформированного портфеля, доля одного лизингополучателя в лизинговом портфеле не должна быть выше 5%. Так же при формировании стоит учитывать тот факт, что полное избавление от техники, полностью принадлежащей одной категории снижает разнообразие лизингового портфеля и делает его однородным. Для того чтобы этого не произошло предлагается включать в пул не более 50% техники принадлежащей одной категории.

В данной главе был проведен анализ основных показателей рынка лизинга в Сибирском федеральном округе который выявил основные тенденции на рынке: рост отрасли по региону, наиболее популярной техникой для лизинга остается грузовой и железнодорожный транспорт, высокий интерес малого и среднего бизнеса к предлагаемым условиям, большинство сделок обеспечены авансом лизингополучателя, а банковские кредиты являются самым распространенным и доступным источником финансирования. Далее был проведен опрос респондентов по анкете, представленной в приложении А. Результаты опроса были обработаны, и это позволило сделать следующие выводы: менеджмент независимых от банков лизинговых компаний не склонны к риску, поэтому очень внимательно и осторожно подходят к процессу формирования отчуждаемых активов: иницируя передачу только

благоприятных активов со стабильными лизингополучателями и исправной платежной дисциплиной. Все вышеперечисленное, в конечном итоге, позволило построить алгоритм, пользуясь которым возможно построение требуемого для секьюритизации пула. Далее, в главе 3, авторская методика будет апробирована на лизинговом портфеле одной из региональных компаний.

Глава 3. Практические аспекты секьютизации на примере лизинговой компании.

3.1. Апробация авторской методики на примере лизинговой компании.

Для апробации авторской методики была выбрана региональная лизинговая компания «Форт» с головным офисом в городе Красноярск и пятью филиалами в городах Тюмень, Томск, Барнаул, Чита, Хабаровск. Компания осуществляет организацию финансирования приобретения объектов основных средств. Специализация компании - лизинг автотранспортной техники любого назначения, в том числе большегрузной, специальной, дорожно-строительной, легкой, лесозаготовительной, горнодобывающей, ж/д вагонов.

Динамика лизингового портфеля представлена ниже:

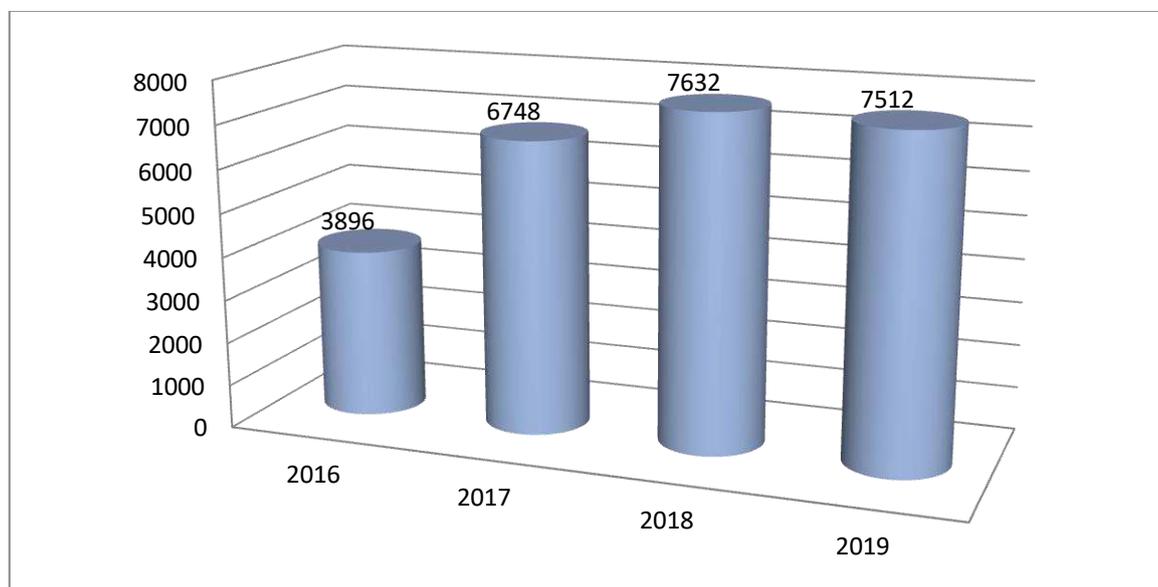


Рисунок 12 - Динамика лизингового портфеля, в млрд. руб.

Основными задачами компании в краткосрочной перспективе являются:

1. Нарращивание совокупного портфеля договоров финансовой аренды путем увеличения размера и количество лизинговых сделок;

2. Нарращивание клиентской базы.

Одним из ключевых моментов для организации является определение стратегических целей, таким образом, компания фактически создала и на данный момент развивает собственную рыночную нишу – предоставление лизинговых услуг малому и среднему бизнесу на этапе их развития, когда они не имеют возможности пройти сложные и длительные банковские процедуры для получения кредита на приобретение основных средств. Компания же, имея достаточно высокий собственный капитал, прозрачную для финансовых учреждений финансовую отчетность и бизнес логику, обладает возможностью получать кредитные ресурсы для финансирования приобретения предметов лизинга. При этом компания, осознавая уровень рисков, комплексно минимизирует вероятность их реализации и возможные негативные последствия их наступления.

Основными поставщиками являются дилеры и производители автотранспортной техники, самоходной техники различного функционального назначения и оборудования в основном российского производства. Наряду с техникой российского производства, большим спросом пользуется техника производителей ближнего и дальнего зарубежья, которая по своим эксплуатационным характеристикам зачастую превосходит отечественную. Основную долю клиентов лизинговой компании занимают организации, работающие в сфере транспортных услуг, добычи полезных ископаемых (в т.ч. компании, оказывающие услуги добывающим компаниям), в лесозаготовительной отрасли, а также сельскохозяйственные предприятия. В целом, структура клиентов компании по видам деятельности выглядит следующим образом:

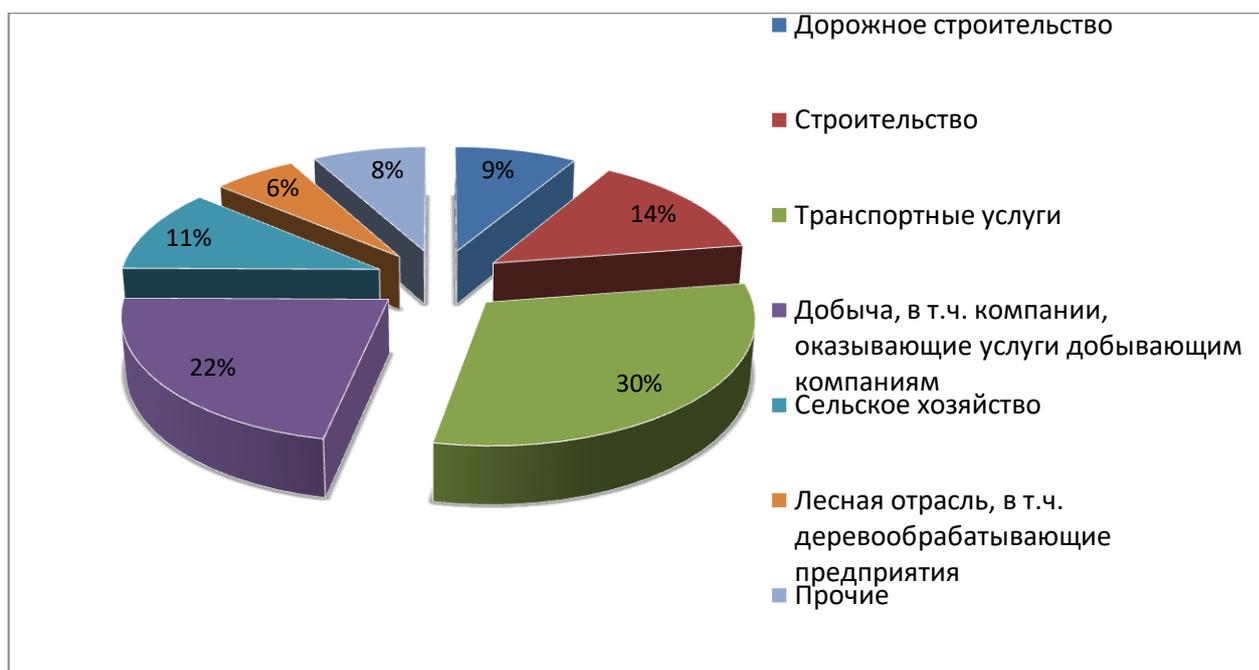


Рисунок 13 - Структура клиентов компании по видам деятельности

Половину лизингополучателей составляют компании занимающиеся строительством и транспортными услугами. Так же весомую долю занимают компании занимающиеся добычей, для них лизинг один из немногих способов обновления дорогостоящих основных фондов, средняя сумма сделки с добывающими компаниями 32,5 миллиона рублей.

Наименее популярен лизинг среди торговых компаний (входят в прочие) и предприятий лесной отрасли, средняя стоимость сделки составила только 1,5 миллиона.

Соответственно структура лизингового портфеля по сегментам выглядит следующим образом:

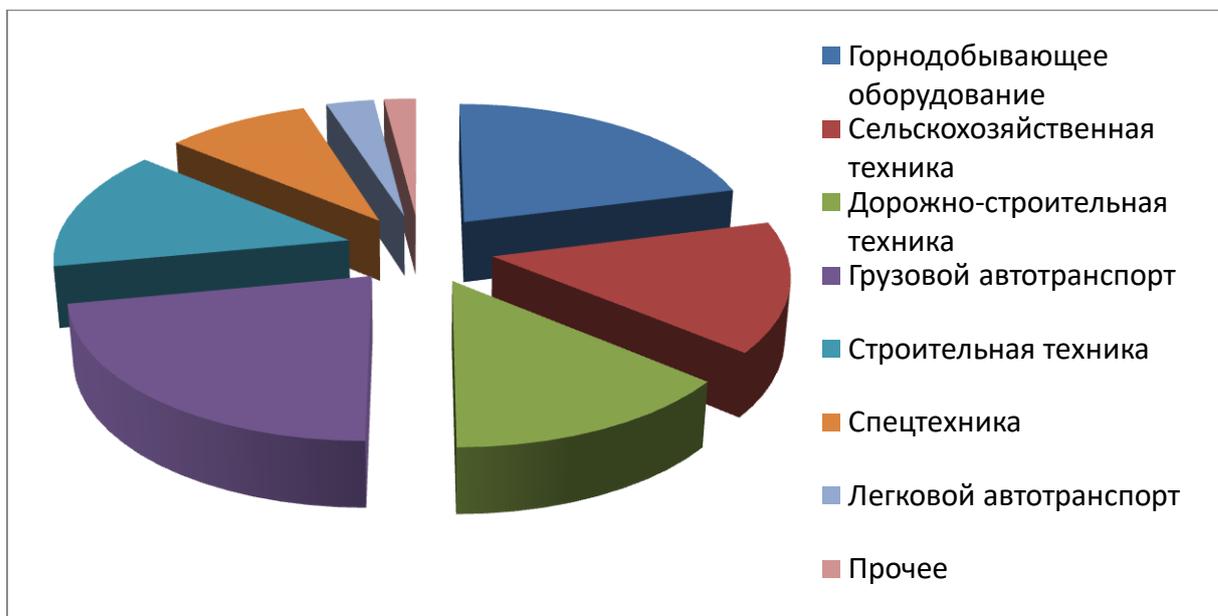


Рисунок 14 - Структура лизингового портфеля по сегментам

Наибольшую долю занимают грузовой автотранспорт, что объясняется его уникальностью, машины данной категории универсальны и подходят для многих видов бизнеса. Примерно равную долю с грузовым автотранспортом занимает горнодобывающее оборудование, что обусловлено его сравнительно высокой стоимостью. На третьем месте по размеру доли находится оборудование для строительства, это объясняется высокой долей лизингополучателей, задействованных в данной отрасли. Доля сельскохозяйственной техники сравнительно высока, учитывая относительно низкое количество лизингополучатели из этой отрасли, в большинстве случаев агрокомплексы приобретают сразу несколько единиц техники, увеличивая среднюю стоимость сделки.

На конец 2019 года лизинговый портфель компании составил 7 512 465 300 руб. На первом этапе необходимо рассчитать оптимальный размер отчуждаемого для данной компании пула. В главе 2 установлен оптимальный размер отчуждаемого пула от лизингового портфеля – 10%. Таким образом осуществляется первый пункт методических указаний – определение оптимального пула для секьюритизации и для исследуемой

компании наиболее эффективным будет отчуждение активов суммарной стоимостью 751 246 530 рублей.

На втором этапе, после того как размер пула определен, необходимо проранжировать лизинговый портфель по отраслям:

1. В первую очередь, в пул включается оборудование, переданное в лизинг компаниям, занимающимся добычей. Общая сумма договоров с добывающими компаниями составляет 1 960 196 089 руб.

2. Далее исключены активы, имеющие задолженность более 2 месяцев, сумма бездолговых договоров составляет 980 823 475 руб.

3. На последнем этапе из этой выборки исключаются контракты с оплатой по договорам менее 50% платежей, итого остается 231 164 901,77 руб. которые будут включены в пул, что составляет около 30,7 % в пуле.

Далее таким же образом отобраны договора с компаниями транспортной отрасли. Поэтапный механизм реализации отбора представлен на рисунке 15:



Рисунок 15 - Процесс отбора лизинговых активов в пул на примере транспортной отрасли.

Таким образом, отчуждаемый лизинговый пул по итогам анализа двух отраслей сформирован на 71,4%.

Далее следуя методическим указаниям, проводится анализ договоров с лесной отраслью. Доля этой отрасли в портфеле заметно меньше предыдущих и составляет 450 747 918 рублей в денежном эквиваленте в общей сумме лизингового портфеля. После исключения договоров с просроченной задолженностью, и оплатой менее 50% договора остается 182 261 909 руб. С учетом лесной отрасли сформировано 79,3% портфеля.

Далее анализируется отрасль жилищно-коммунального хозяйствования. Данная категория в портфеле составляет около 3 процентов в портфеле – 294 012 600 руб. и на диаграмме 12 включается в категорию «Прочее». Ниже представлена разбивка по лизингополучателям, после исключения договоров с просроченной задолженностью:

Таблица 8- Структура лизингополучателей жилищно-коммунальной сферы

| Контрагент | Сумма договора | Оплачено | % оплаты | Размер бизнеса |
|-----------------------------------|----------------|-------------|----------|--------------------------------|
| Юкс, ООО | 1 623 564 | 960 000 | 59% | Малый по ФЗ № 209 |
| Кавказская сеть, ООО | 159 867 360 | 118 325 689 | 74% | Крупный (выручка более 2 млрд) |
| МУП ЖКХ г. Новосибирск | 6 251 985 | 2 163 980 | 35% | Госучреждения |
| Энергоприм, КГУП | 13 657 000 | 8 352 684 | 61% | Средний по ФЗ № 209 |
| ТехРосНорм, ООО | 37 965 230 | 29 262 685 | 77% | Средний по ФЗ № 209 |
| Сахалин, МУП | 13 249 657 | 3 569 321 | 27% | Госучреждения |
| АтоХоз, АО | 10 235 965 | 6 523 496 | 64% | Госучреждения |
| Водоканал Прибрежный, ООО | 2 350 420 | 345 126 | 15% | Средний по ФЗ № 209 |
| Энергосбытрос, АО | 9 630 254 | 8 962 532 | 93% | Средний по ФЗ № 209 |
| УК ОРДЖОНИКИЗЕВС КОГО РАЙОНА, ООО | 9 654 123 | 4 562 893 | 47% | Малый по ФЗ № 209 |
| Стройэнергогод, ООО | 532 000 | 128 000 | 24% | Малый по ФЗ № 209 |
| Итого: | 265 017 558 | 64 156 406 | | |

Из таблицы видно, что 74% доли занимаю 2 достаточно крупных лизингополучателя: Кавказская сеть, ООО и ТехРосНорм, ООО. Таким

образом, если отобрать договора с оплатой более 50%, то сумма договоров составит 232 979 373 рублей, что составляет 79% категории договоров с организациями отрасли жилищно-коммунальной сферы.

Таблица 9- Договора с долей оплаты более 50%

| Контрагент | Сумма договора | Оплачено | % оплаты | Размер бизнеса |
|----------------------|----------------|-------------|----------|-----------------------------------|
| Юкс, ООО | 1 623 564 | 960 000 | 59% | Малый по ФЗ № 209 |
| Кавказская сеть, ООО | 159 867 360 | 118 325 689 | 74% | Крупный (выручка более 2 млрд) |
| Энергоприм, КГУП | 13 657 000 | 8 352 684 | 61% | Средний по ФЗ № 209 |
| ТехРосНорм, ООО | 37 965 230 | 29 262 685 | 77% | Средний по ФЗ № 209 |
| АтоХоз, АО | 10 235 965 | 6 523 496 | 64% | Госучреждения |
| Энергосбытрос, АО | 9 630 254 | 8 962 532 | 93% | Средний по ФЗ № 209 |
| Итого: | 232 979 373 | 172 387 086 | | |

На основании рекомендации по доле отчуждения активов в рамках одной сферы деятельности лизингополучателей (не более 50% от категории), принимается решение не включать активы данных лизингополучателей в отчуждаемый пул. Так как отчуждение крупного лизингополучателя для компании нецелесообразно, а отчуждение остальной доли приведет к тому, что жилищно-коммунальная сфера будет представлена в лизинговом портфеле единственным лизингополучателем.

Соответственно, далее можно приступить к анализу отрасли строительства:



Рисунок 16 - Поэтапный анализ отрасли строительства

В результате исследования, получен лизинговый пул суммой 796 167 452 рублей, при рекомендуемом размере пула 751 246 530 рублей, имеется незначительное превышение на 5,9%.

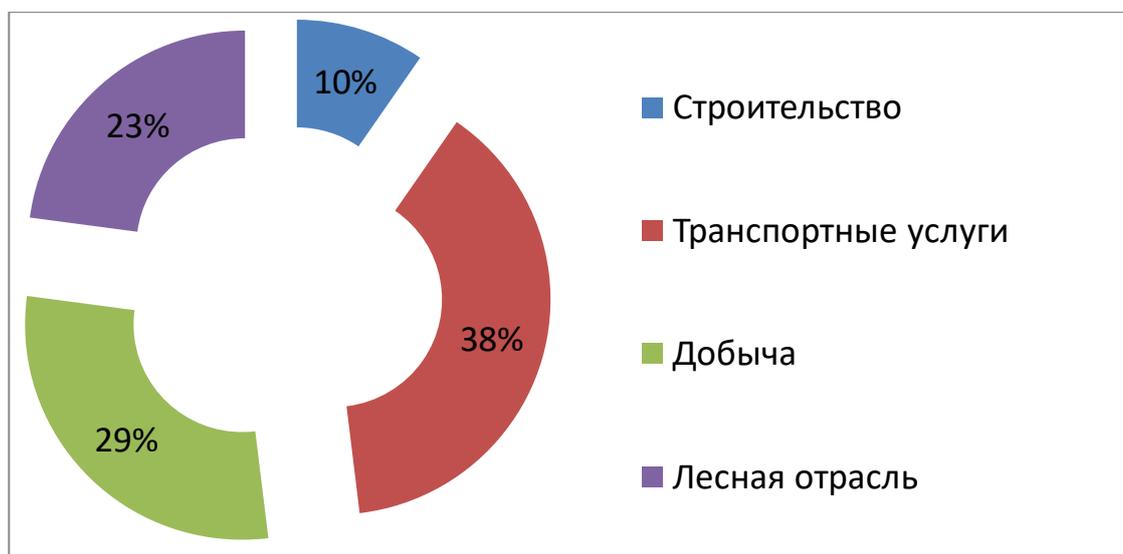


Рисунок 17 - Структура лизингового пула

Пул представлен договорами с лизингополучателями 4 сфер бизнеса, и характеризуется отсутствием проблемных активов. Риски по такому пулу минимальны как для лизинговой компании, так и для приобретателя ценных бумаг, обеспеченных данными активами.

Одним из условий стабильности отчуждаемого пула является степень равномерности потока поступающих платежей. В сформированном пуле присутствуют различные схемы графиков платежей: аннуитет, сезонная,

прогрессивная и регрессивная. Рассмотрим денежный поток, который будет сгенерирован отчуждаемым пулом:

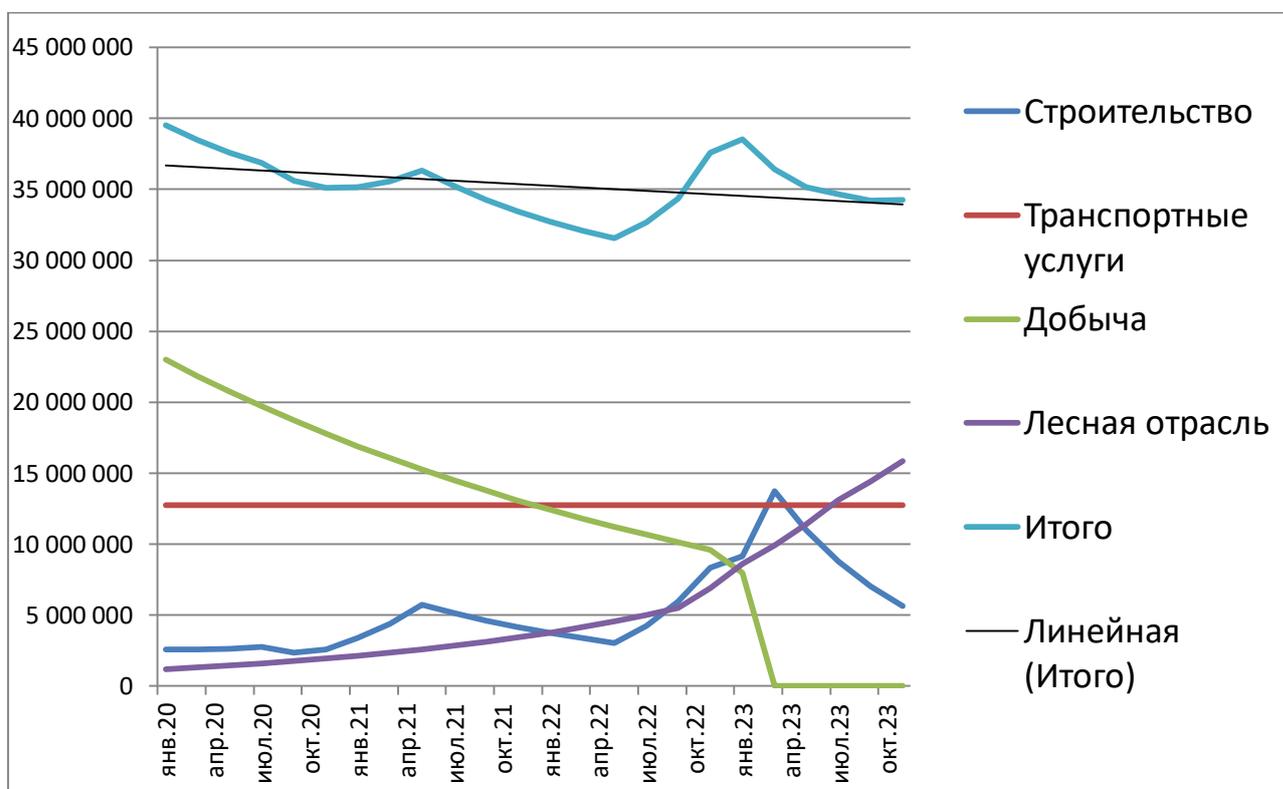


Рисунок 18 - Распределение лизинговых платежей

Из графика видно, что график суммарных платежей стремится к аннуитету, что является признаком его надежности. Таким образом, лизинговая компания имеет несколько вариантов выпуска ценных бумаг. В первом случае компания единовременно выпускает весь пул, ориентируясь на стабильных инвесторов, предлагая постоянный средний доход. Но наравне с этим вариантом существует возможность выпустить несколько траншей ориентированных сразу на несколько категорий инвесторов, например, первый транш может быть выпущен под обеспечение исключительно договоров, заключенных с добывающими компаниями, такая инвестиция принесет высокий доход, который будет уменьшаться с течением времени. Второй транш может быть ориентирован на стабильных инвесторов с небольшими финансовыми возможностями и обеспечиваться платежами

лизингополучателей сферы транспортных услуг. Третий транш может быть ориентирован на более дальновидных инвесторов, он будет обеспечиваться потоком платежей от лесной отрасли, и доход будет ежегодно увеличиваться, достигая максимума в конце срока. В случае принятия решения выпуска облигаций траншами придется отказаться от реализации отдельного пула от строительной отрасли, его поток выстроен слишком непостоянно.

Таким образом, в результате исследования был сформирован пул лизинговых активов, который может быть предложен на рынке ценных бумаг. Далее будут рассмотрено сравнение такого типа финансирования с другими существующими типами финансирования.

3.2. Обзор альтернативных источников финансирования.

Как и любая другая компания, лизинговая компания может использовать различные источники финансирования в зависимости от целей и финансовой стратегии предприятия. При выборе источника финансирования компания руководствуется целым комплексом критериев:

1. стоимость финансирования, влияние финансирования на показатели компании;
2. воздействие на рейтинг кредитоспособности;
3. риски, связанные с использованием источника финансирования;
4. гибкость выплат, при возврате долга;
5. прогноз будущих процентных ставок;
6. стабильность и своевременность выполнения операция и на многое другое.

Традиционно, в своей деятельности фирмы используют два вида финансирования: собственный капитал и заемный капитал. Конечно, компания может привлекать средства на международных рынках заемного капитала, имея при этом значительные преимущества, а так же использовать схемы льготного

финансирования от материнской компании, но не у всех компаний есть такая возможность.

Для лизинговой компании больше чем для любой кредитной организации требуется заемный капитал. В соответствии со статьей 2 Федерального закона «О финансовой аренде (лизинге)», лизинг это инвестиционная деятельность по приобретению имущества с последующей передачей в аренду. Поэтому потребность в привлечении финансирования для инвестиции сделки объясняет высокий финансовый рычаг компании. Секьюритизация была определена ранее как механизм комбинированного финансирования, состоящий из многих элементов, каждый из которых можно рассматривать как отдельный источник финансирования лизинговой компании. Сюда можно отнести договора займа и финансирование под уступку денежного требования (факторинг) а также корпоративные формы финансирования путем увеличения уставного капитала и размещения облигаций.

Кредитование является одним из самых популярных способов финансирования. Как уже было рассмотрено выше, больше половины компаний на рынке пользуются услугами кредитных организаций. По кредитному договору банк или иная кредитная организация обязуется предоставить во временное пользование денежные средства в размере и на условиях, предусмотренных договором, а заемщик обязуется возвратить полученную денежную сумму и уплатить проценты за нее.

Помимо кредита, лизинговая компания может получить заем как у юридического, так и у физического лица. Как показывает практика, одним из популярных видов займа является предоставление займов физическими и юридическими лицами, являющимися учредителями лизинговой компании. В первую очередь, такие займы популярны среди крупных компаний, созданных в рамках финансово-промышленных групп или вертикально-интегрированных структур. Выделяют следующие особенности использования данного источника финансирования:

1. Уплата процентов по договору займа. Компании могут определять размер процентов и срок их уплаты еще на стадии заключения договора. Проценты по договору займа могут уплачиваться в определенном сторонами порядке, но при отсутствии соответствующих указаний в договоре должны выплачиваться ежемесячно.

2. Срок возврата заемных средств. В соответствии с ГК РФ заемщик обязан вернуть заимодавцу полученную сумму займа в предусмотренный договором срок. При отсутствии в договоре соответствующих положений, сумма займа должна быть возвращена в течении 30 дней со дня предъявления заимодавцем требования.

Следующий способ финансирования, который будет рассмотрен – коммерческое кредитование. К данному источнику, в соответствии со статьей 823 ГК РФ, относят аванс, предварительную оплату, отсрочки и рассрочки оплаты товаров, работ или услуг. Несмотря на привлекательность данного источника, вызывает вопрос его практическая реализация, поскольку поставщик может и согласиться на безвозмездное предоставление компании коммерческого кредита. Понятие "кредит" предполагает предоставление заемщику денежных средств на условиях срочности, платности и возвратности. Лизинговая компания заинтересована в выгодном взаимодействии с продавцом имущества, а ставки процента по коммерчески кредитам, составляющие порядка 5-10% в год, ниже ставок по банковским кредитам. Как было установлено ранее, на российском рынке лизинговых услуг наблюдается тенденция снижения поставщикам требований предоплаты оборудования и предоставления лизинговым компаниям рассрочки платежа, что в целом удешевляет лизинговую сделку.

Помимо вышеобозначенных способов внешнего финансирования существуют так же корпоративные способы финансирования, к которому относят такие способы дополнительного привлечения капитала, как увеличение уставного капитала компании и размещение облигационных займов. Следует отметить, что корпоративные способы финансирования требуют больше всего

времени на их осуществление и сопряжены с регистрационными процедурами. Они представляют собою более дешевый источник финансирования по сравнению с традиционными источниками, что создает конкурентное преимущество в сравнении с другими источниками.

Большая часть лизинговых компаний на российском рынке создана в форме обществ с ограниченной ответственностью и акционерных обществ. Поэтому с точки зрения привлечения дополнительно капитала лизинговой компанией можно рассматривать такую разновидность увеличения уставного капитала как размещение дополнительных акций в акционерных обществах и внесение дополнительных вкладов в общества с ограниченной ответственностью.

Согласно пункту 2 статьи 28 Федерального закона «Об акционерных обществах» решение об увеличении уставного капитала общества путем размещения дополнительных акций принимается общим собранием акционеров или советом директоров, если в соответствии с уставом акционерного общества ему предоставлено право принимать такое решение. закрепление права на принятие решения об увеличении уставного капитала общества путем размещения дополнительных акций за советом директоров позволит лизинговой компании более оперативно привлекать необходимые дополнительные денежные средства.

Дополнительное размещение доступно только после полной оплаты уставного капитала. В противном случае выпуск может быть признан недействительным. Поэтому вновь созданной лизинговой компании, принявшей решение об увеличении уставного капитала, необходимо знать, полностью ли оплачены уже размещенные акции общества. Аналогичный порядок предусмотрен и при увеличении уставного капитала обществом с ограниченной ответственностью.

В соответствии со статьей 19 Федерального закона «Об обществах с ограниченной ответственностью» увеличение уставного капитала возможно за счет дополнительных вкладов его участников так и за счет вкладов третьих лиц

принимаемых в общество. Решение об увеличении уставного капитала может приниматься только общим собранием участников общества. При этом в отличие от акционерных обществ, процедура увеличения уставного капитала обществом с ограниченной ответственностью всегда сопряжена с внесением соответствующих изменений в устав общества.

Увеличение уставного капитала положительно характеризует лизинговую компанию как потенциального заемщика, повышая рейтинг ее кредитоспособности. В свою очередь это повышает возможности лизингодателя по привлечению кредитных ресурсов в будущем.

Другим способом корпоративного финансирования считается размещение облигаций. Облигация является долговой ценной бумагой, и, согласно статье 816 ГК РФ представляет собой договор займа, о котором говорилось ранее. Облигации могут размещать как акционерные общества, так и общества с ограниченной ответственностью, законодательство по которым одинаковым образом регулирует порядок размещения облигаций. Размещение облигаций, так же как и акций возможно только после полной оплаты уставного капитала. Решение о размещении облигаций принимается в акционерных обществах советом директоров, а в обществе с ограниченной ответственностью – общим собранием участников. При отсутствии обеспечения выпуск облигаций допускается не ранее третьего года существования общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени баланса предприятия за два последних года деятельности компании.

В настоящее время все большее распространение в коммерческой практике приобретают отношения, направленные на включение в оборот имеющейся у предприятия дебиторской задолженности, которые могут осуществляться посредством заключения сделки финансирования под уступку денежного требования (факторинга). Лизинговая компания по договору факторинга получает денежные средства от банка или иной кредитной организации (фактора) на приобретение предмета лизинга, передавая ей свои права на получение поступающих от лизингополучателя платежей по договору

лизинга. Таким образом, факторинг способствует оптимизации управления дебиторской задолженностью, обеспечивая предприятие оборотными средствами. Интерес компании, уступающей право требования, заключается, в первую очередь, в возможности незамедлительного получения денежных средства и освобождения от риска неплатежеспособности должника: фактор принимает на себя ряд рисков, преимущественно риск неоплаты поставки с отсрочкой платежа.

Для выделения договора факторинга из числа сходных договорных отношений (договор кредита, договор залога) наиболее существенными отличительными признаками можно, на мой взгляд, считать тот факт, что уступаемое право требования должно быть именно денежным и должно передаваться против встречного предоставления денежных средств лицом, которому уступается это права, либо передается в виде обеспечения.

В договоре лизинга может быть зафиксировано соглашение о запрете или ограничении на уступку прав требований по данному договору. Несмотря на это, лизинговая компания все равно в праве уступить финансовому агенту денежное требование к лизингополучателю в части подлежащих к уплате лизинговых платежей (статья 828 ГК РФ). Однако уступка прав денежного требования не освобождает лизинговую компанию от обязательств или ответственности перед лизингополучателем в отношении существующего между ними соглашения. По общему правилу, закрепленному в пункте 3 статьи 827 ГК РФ, лизингодатель не будет отвечать за неисполнение или ненадлежащее исполнение лизингополучателем требования, являющегося предметом уступки, в случае предъявления его финансовым агентом. Поэтому при включении в договор финансирования под уступку денежного требования условия об ответственности лизинговой компании за исполнение лизингополучателем уступаемого денежного требования рекомендуется устанавливать перечень обстоятельств, за отсутствие или наличие которых лизингодатель принимает на себя ответственность перед финансовым агентом.

При расчетах лизингополучателя с финансовым агентом последний приобретает право на все суммы, которые он смог получить с должника во исполнение требований. Их размер может, как превышать сумму выданного лизинговой компании кредита, так может быть и меньше этой суммы. При этом лизингодатель не несет в этом случае перед финансовым агентом никакой ответственности, что делает использование данного источника финансирования выгодным для лизинговой компании. Оплата услуг финансового агента может производиться в различной форме: в форме процентов стоимости уступаемого требования, в твердо фиксированной сумме, в виде разницы между рыночной ценой требования и его договорным объемом. На практике размер оплаты по договору факторинга определяется в зависимости от целого ряда факторов, в частности, от уровня риска и от сроков предоставления финансирования лизинговой компании.

Стоимость финансирования, как следствие, привлекательность того или иного источника финансирования во многом будут зависеть от параметров финансируемой сделки. В ходе проведенного анализа была разработана таблица, в которой представлены преимущества и недостатки каждого из вышерассмотренных источников финансирования.

Таблица 10 - Сравнительный анализ источников финансирования

| Источник | Преимущества | Недостатки |
|----------------------|---|---|
| Банковский кредит | <ul style="list-style-type: none"> • Прозрачность схемы; • Временные затраты на оформление документов | <ul style="list-style-type: none"> • Трудность на выход заемного капитала; • Высокая ставка; • Риск кредитной истории при неплатежеспособности |
| Займ | <ul style="list-style-type: none"> • Возможность использования маленькими компаниями, • Возможность выбора валюты расчетов. | <ul style="list-style-type: none"> • Трудности поиска заимодавца; |
| Эмиссия ценных бумаг | <ul style="list-style-type: none"> • Стоимость финансирования; • ликвидность | <ul style="list-style-type: none"> • Сложная процедура и организация; • Регистрация ценных бумаг |

| | | |
|---------------------|---|--|
| | | и подготовка проспекта эмиссии |
| Коммерческий кредит | <ul style="list-style-type: none"> • Выгодные условия поставки; • Привлекательная стоимость финансирования | <ul style="list-style-type: none"> • Минимальное обеспечение • Сложность в поиске проверенного поставщика |
| Факторинг | <ul style="list-style-type: none"> • Ускорение обеспеченности оборотных активов • укрепление финансового положения, • повышение конкурентоспособности | <ul style="list-style-type: none"> • Высокая стоимость финансирования |
| Секьюритизация | <ul style="list-style-type: none"> • Реструктурирование портфеля; • Ускорение оборотного капитала; • Улучшение финансового состояния; • Забалансовое финансирование | <ul style="list-style-type: none"> • Расходы на подготовку и организацию, • Высокие накладные расходы • Минимальная граница эффективности |

У российских лизинговых компаний есть потенциал для использования инструмента секьюритизации в качестве дополнительного источника привлечения долгосрочных инвестиций. Наибольшие перспективы в отношении секьюритизации своего портфеля имеют крупные лизинговые компании, ведущие большую часть своего бизнеса в крупных городах и демонстрирующие устойчивый рост числа заключённых договоров лизинга в течении последних 2-3 лет. Но в целом, при определении источника финансирования, компания должна в первую очередь ориентироваться на собственные потребности и финансовые возможности.

3.3. Оценка экономических выгод и рисков для участников секьюритизации.

Процедура секьюритизации взаимовыгодна для всех участвующих сторон, в противном случае её проведение не имело бы смысла. Анализ,

проведенный в ход исследования, позволил автор выделить основные выгоды и риски каждого и участников сделки.

Для предприятия-инициатора сделки, в нашем случае лизинговой компании, секьюритизации – это уникальный способ эффективного финансирования, включающий в себя целый ряд преимуществ:

1. Снижение стоимости привлеченных ресурсов. Как показывает мировой опыт, секьюритизация активов как способ привлечения инвестиций, связан для компании с меньшими издержками, чем традиционная практика банковского кредитования. Привлекательная стоимость финансовых ресурсов является основным конкурентным преимуществом данного источника финансирования. Ценные бумаги, обеспеченные активами, могут иметь более высокий инвестиционный рейтинг и, соответственно, меньшую процентную ставку, нежели необеспеченные активами корпоративные ценные бумаги.

2. Появление дополнительного источника финансирования. Крупные компании с высоким рейтингом могут рассчитывать на институциональных инвесторов, но небольшие компании, занимающие нижние строчки в рейтинговых таблицах не могут рассчитывать на такой приток денежных средств. В результате секьюритизации финансирование могут получить небольшие или имеющие высокорисковые активы компании, которые иначе не имели бы доступа к широкому кругу инвесторов.

3. Гибкость источника финансирования. Многие компании могут использовать данный инструмент даже при снижении собственной кредитоспособности. Это особенно заметно в условиях кризиса, когда банки с особой внимательностью относятся к выдаче кредитов и пролонгации ранее выданных кредитных линий. Как и ранее, стоит отметить, что влияние кризиса намного сильнее отражается на деятельности именно малого и среднего бизнеса, для которых становится практически невозможным добиться внешнего финансирования.

4. Диверсификация портфеля. Безусловно, с помощью диверсификации компания может реструктурировать часть своего портфеля таким образом, регулируя степень риска портфеля.

5. Повышение ликвидности. Секьюритизация позволяет компании варьировать размер и состав портфеля в зависимости от изменения индикаторов экономики, таких как рыночная процентная ставка, условия предоставления кредит и доступность заемных денежных средств. Ликвидность - одно из важнейших преимуществ секьюритизации по сравнению с другими источниками финансирования. В случае необходимости получения компанией заемного финансирования в период кризиса, полученный в банке кредит, едва ли будет настолько обращаем на рынке, как долговое обязательство.

6. Оптимизация управления балансом предприятия. Согласно Базельскому соглашению, финансовые организации обязаны поддерживать определенный объем капитала против рискованных активов. Для целей бухгалтерского учета секьюритизация рассматривается как продажа активов, а не как займ, что позволяет не показывать долг на балансе (забалансовое финансирование), как это было бы при использовании прочих источников финансирования.

7. Эффективное управление рисками. Секьюритизация активов позволяет распределить риск между собственником актива и инвесторами. Как ранее предлагалось, риск можно распределить во времени, путем создания траншей с различными сроками погашения. Наиболее важным результатом программы секьюритизации является снижение риска для инвесторов, поскольку новое юридическое лицо обладает прозрачным и определенным набором активов с достаточно предсказуемыми поступлениями в виде лизинговых платежей. В итоге риск для инвесторов оказывается ниже по сравнению с прямыми инвестициями или предоставлением заемных средств лизинговой компании.

8. Возможность расширения бизнеса. Средства, получаемые компанией по имеющимся обязательствам, могут быть размещены в другие активы,

способствуя заключению новых контрактов и получению дополнительных доходов. В результате компания будет демонстрировать темпы роста, что представляет собой еще одно преимущество секьюритизации.

Для инвестора секьюритизации инвестиционный продукт с определенным набором активов и достаточно предсказуемыми поступлениями: инвестиции осуществляются под конкретные, хорошо проверенные сделки, а риски, связанные с секьюритизируемыми активами оценить намного легче, нежели риски, связанные с совокупностью всех материальных и нематериальных активов фирмы. В результате риски инвестор снижаются, а информационная асимметрия несет в себе меньший искажающий эффект.

Принимая решение в пользу вложений в обеспеченные ценные бумаги инвестор будет исходить из характеристик ликвидности, доходности и рискованности проводя сравнительную оценку с другими инструментами риска:

1. Надежность. Выпуск обеспеченных долговых обязательств сопровождается присвоением кредитного рейтинга. Как правило, это высокий кредитный рейтинг, свидетельствующий о надёжности обеспечения эмитента.

2. Низкий риск. Выпуск обеспеченных долговых обязательств обеспечивает более низкую процентную ставку при финансировании по сравнению с долговыми обязательствами без покрытия. Это говорит о сравнительно низком уровне риска, что привлекательно для консервативных инвесторов.

3. Ликвидность. Активы, служащие обеспечением, могут быть реализованы на вторичном рынке, что предполагает ликвидность данного инструмента.

Обобщая вышесказанное, можно заключить, что инвесторы, приобретая ценные бумаги, обеспеченные активами, получают следующие преимущества:

1. Ценные бумаги, обеспеченные активами, позволяют инвесторам выбирать транши, обладающие различными характеристиками риска и

доходности. Это дает инвесторам возможность оптимизировать структуру своих портфелей и выходить на новые рынки инвестиций,

2. По ценным бумагам, обеспеченным активами, предлагается более высокий доход, чем по государственным облигациям с сопоставимым рейтингом;

3. Ценные бумаги, обеспеченные активами, обычно не подвержены событийному риску или риску снижения рейтинга у единого заемщика.

Как и любой финансовый инструмент, секьюритизация несет в себе определенные риски, а задача лизинговых компаний сводится к эффективному ими управлению. В ходе проведенного анализа предполагаются следующие риски :

1. Риск несостоятельности эмитента. Секьюритизация позволяет эмитенту переносить риск дефолта на инвестора, однако, не обеспечивает полную передачу риска, поскольку секьюритизируемые активы сохраняют за собою значительный кредитный и финансовый риск.

2. Риск банкротства лизинговой компании. В случае признания лизинговой компании банкротом платежи по договорам лизинга могут быть заморожены (таким образом приостановятся потоки денежных поступлений по активам, проданным эмитенту ценных бумаг. Для оценки вероятности наступления такого развития событий компания предоставляет подробную информацию о собственной деятельности, финансовом состоянии и долгах перед третьими лицами для ее адекватного отражения в проспекте эмиссии.

2.1. Общий риск портфеля лизинговой компании. Риски лизинговой компании можно классифицировать как риски свойственные лизинговой деятельности и риски связанные с лизингополучателем и переданным ему предметом лизинга.

2.2. Риск неплатежеспособности лизингополучателя и управления предметом лизинга

3. Риск структурирования сделки напрямую относится к теме магистерской диссертации. так как включает в себя такие элементы как:

- неправильный отбор активов;
- неверно выстроенная структура платежей.

В данной главе была предложена авторская методика по отбору активов в секьюритизируемый лизинговый пул, основывающаяся на выборе активов, переданных в лизинг наиболее устойчивым сферам бизнеса, с исключением любых недобросовестных контрактов, а так же передачу договоров, по которым обязательства выполнены на 50% и более. Далее, на примере региональной компании данная методика была апробирована, на примере оказалось, что в зависимости от состава портфеля, от реализации некоторых специфичных активов придется отказаться для сохранения более высокой степени диверсификации лизингового портфеля. Помимо этого в данной главе был проведен сравнительный анализ секьюритизации с прочими источниками финансирования, итоги сравнительного анализа были преобразованы в таблицу 9 и рассмотрены основные риски, с которыми может столкнуться лизинговая компания и инвестор при использовании данного инструмента.

Несмотря на все плюсы и минусы данного инструмента, многие операторы лизингового рынка на сегодняшний день не готовы его использовать, считая секьюритизацию наследием западного рынка. Многие из опрошенных представителей лизинговых компаний выражают свою неуверенность и скепсис относительно возможности использования секьюритизации в будущем в России. И действительно, при использовании данного механизма приходится пока что довольствоваться зарубежным опытом, и это оставляет уверенность, что на популярность к данному инструменту придет не раньше, чем в следующие 3-5 лет. Развитие института секьюритизации активов необходимо в рамках проведения преобразований отечественной экономики. Этот механизм применим к большинству видов деятельности, где необходимо увеличение ликвидности. В будущем секьюритизация может стать мощным стимулом экономического прогресса : импульс к развитию получают такие сектора экономики, как банковское дело,

жилищное и промышленное строительство, что в будущем сможет уменьшить чрезмерную зависимость России от отраслей, занимающейся разработкой природных ресурсов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Использование финансовых инноваций на рынке лизинговых услуг может стать отправной точкой для финансовой оптимизации лизинговых компаний. Секьюритизация является той финансовой инновацией, которая позволяет компаниям реструктуризировать свой текущий лизинговый портфель, способствуя реализации новых инвестиционных проектов и расширению лизингового бизнеса. Так секьюритизация обладает рядом других преимуществ. Во первых, продажа требований по существующим договорам лизинга позволяет ускорить получение оборотного капитала, что позволяет заключать новые лизинговые сделки. Во-вторых, финансирование компании за счет продажи части активов является забалансовым способом финансирования, что позволяет оптимизировать управление балансом и улучшает финансовые показатели компании.

В данной диссертации были изучены теоретические аспекты секьюритизации, а также рассмотрены основные тенденции, состав и структура российского рынка лизинга. Особое внимание в работе уделено рассмотрению проблемы формирования пула лизинговых активов таким образом, чтобы ценные бумаги, обеспеченные данным пулом, были привлекательны для инвесторов, но и не ухудшали финансового состояния лизинговой компании.

Результатом работы стал пошаговый алгоритм формирования отчуждаемого пула активов лизинговой компании для последующей секьюритизации, характеризующийся высокой степенью диверсификации, относительно низким уровнем риска и стабильным денежным потоком.

Развитие механизма секьюритизации способно подстегнуть развитие лизинга в России, а значит, и стимулировать рост финансового сектора в целом. Таким образом, секьюритизация потенциально может стать одним из механизмов, способных стимулировать рост всей экономики в целом, и что немаловажно уменьшать долю сырьевых производств в экономике.

СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Бланк, И. А. Финансовый менеджмент : Учебно-методическое пособие / И. А. Бланк, А. В. Черняк, И. В. Довдиенко – Москва : ООО «Издательство КноРус», 2015. – 273 с.
2. Бясов, К. Т. Планирование на предприятии : учебник – Изд. 3-е. – Москва : ИНФРА, 2014. – 411 с.
3. Вальтер, О. Э. Финансовый менеджмент : Учебник – Изд. 3-е. – Москва : ИНФРА, 2013. – 411 с.
4. Варламова, Т. П. Финансовый менеджмент: учебное пособие / Т. . Варламова, М. А. Варламова. – Москва : Дашков и К, 2015. – 304 с.
5. Гусева, Е.П. Менеджмент : учебно-методический комплекс : - Москва : издательский центр «ЕАОИ», 2014. – 155 с.
6. Друкер, П. Практика менеджмента – Москва : Вильямс, 2014. - 388 с.
7. Ерашова, С.А. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия : Учебное пособие – СПб : Изд.дом «Бизнес-пресса», 2015. – 384 с.
8. Ионова, А.Ф. Финансовый анализ учебник – Изд. 3-е. – Москва : ИНФРА, 2015. – 228 с.
9. Кандрашина, Е. А. Финансовый менеджмент: учебник / Е. А. Кандрашина. – Москва : Дашков и К, 2013. – 220 с.
10. Кокин, А. С. Финансовый менеджмент: учебник / А. С. Кокин, В. Н. Ясенев. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2013. – 511 с.
11. Котелкин, С. В. Международный финансовый менеджмент: учебное пособие / С. В. Котелкин. – Москва : Магистр, НИЦ ИНФРА-М, 2014. – 605 с
12. Кудина, М. В. Финансовый менеджмент: учебное пособие / М. В. Кудина. – Москва : ИД ФОРУМ, НИЦ ИНФРА-М, 2015. – 256 с.
13. Латышева, Л. А. Финансовый менеджмент: учебник / Л. А. Латышева. – Москва : Дашков и К, 2017. – 280 с.

- 14.** Лисицына, Е. В. Финансовый менеджмент: учебник / Е. В. Лисицына, Т. В. Ващенко, М. В. Забродина; под ред. К. В. Екимова. – Москва : НИЦ ИНФРА-М, 2013. – 184 с.
- 15.** Лысенко, Д. В. Финансовый менеджмент: учебное пособие / Д. В. Лысенко. – Москва : НИЦ ИНФРА-М, 2013. – 372 с.
- 16.** Мазилкина, Е. И. Менеджмент : учеб. пособие / Е.И. Мазилкина. — М. : ИНФРА-М, 2017. — 197 с.
- 17.** Мескон М.Х., Альберт М., Хедоури Ф. Основы менеджмента. – 3-е изд. / Пер. с англ. – М.: ООО "И.Д. Вильямс", 2014. – 672 с.
- 18.** Морошкин, В. А. Практикум по финансовому менеджменту: технология финансовых расчетов с процентами : учеб. пособие / В.А. Морошкин. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : ИНФРА-М, 2017. — 120 с.
- 19.** Райзберг, Б. А. Современный экономический словарь / Лозовский, Л. Ш., Стародубцева, Е. Б. – Изд 5-е, перераб. и доп. — Москва : ИНФРА-М, 2014. — 495 с.
- 20.** Филатова, Т. В. Финансовый менеджмент: Учеб. пособие. — М.: ИНФРА-М, 2017. — 236 с.
- 21.** Якушева, А. М. Финансовый менеджмент: Учеб. пособие. — М.: ИНФРА-М, 2017. — 337 с.
- 22.** Морсман, Э. Управление кредитным портфелем: Учеб. пособие. — М.; Альпина Паблишер, 2016. — 337 с.
- 23.** Осадчи, М. С. Эффективность лизинга (статистически подход): Учеб. пособие. — Новосибирск: ИЭиОП РАН, 2019. — 236 с.
- 24.** Газман, В. Д. Рынок лизинговых услуг: Учеб. пособие. — М.: Издательство "Делова Пресса", 2018. — 112 с.
- 25.** Рэдхэд, К. Управление финансовыми рисками. Практическое пособие – Изд. 4-е. – Москва : ООО «И.Д. Вильямс», 2015. – 320 с.
- 26.** Аньшин, В.М. Инвестиционный анализ: Учеб. пособие. — М.: Дело, 2016. – 498 с.

- 27.** Бирман, Г. Шмид С. Экономически анализ инвестиционных проектов: Учеб. пособие. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2017. — 63 с.
- 28.** Буренин, А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. Учебно-методическое пособие – Изд. 4-е. – Москва : Научно-техническое обществ им. академик С.И. Вавилова, 2014.
- 29.** Гвоздев, Б. З. Факторинг: учебник – Изд. 3-е. – Москва : ИНФРА, 2014. – 411 с.
- 30.** Горемыкин, В. А. Основные технологи лизинговых / Горемыкин, В. А. – Москва : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2015. – 210 с.
- 31.** Кабатов, Е. В. Лизинг: правовое регулирование: учебно-методический комплекс : - Москва : издательский центр «ЕАОИ», 2014. – 155 с.
- 32.** Коговин, Е. В. Финансовая Математика. Теория и практика финансовых банковских расчетов: учебное пособие / Е.В. Коговин. – Москва : Финансы и статистика, 2018. – 605 с.
- 33.** Газман, В. Д. Финансовый лизинг: учебник В. Д. Газман, - Москва : Дашков и К, 2016. – 113 с.
- 34.** Газман, В. Д. Финансирование лизинга: учебное пособие / В. Д. Газман. – Москва : НИЦ ИНФРА-М, 2017. – 36-54 с.
- 35.** Кабатов, Е. В. Лизинг: правовое регулирование / Е.В. Кабатов. — 3-е изд., перераб. и доп. — М. : Издательство Юрайт, 2013. — 12-18 с.
- 36.** Солдатова, А. О. Секьюритизация лизинговых активов: Учеб. пособие. — М.: ИНФРА-М, 2017. — 12-36 с.
- 37.** Солдатова, А. О. Секьюритизация сделок лизинга: структурирование и построение возможных схем / А.О. Солдатова, – Москва : КноРус, 2016. - 448 с.
- 38.** Ерашова, С.А Факторинг. Управление корпоративными финансами: Учебное пособие – СПб : Изд. дом «Бизнес-пресса», 2018. – 384 с.
- 39.** Шведов, А.С. Процентные финансовые инструменты. Оценка и хеджирование / А.С. Шведов – Москва : ГУ-ВШЭ, 2019.

40. Шишляников, О. Н. Альтернативны способ финансирования лизинговых сделок: правовые аспекты / О.Н. Шишляников. – Москва: КноРус, 2018.

41. Цыганов, А. А. Риски лизинга: можно ли их избежать? / А.А. Цыганов // Финансовый директор. - 2019. - №3 -128 с.

42. Чекмарев, Е. Н. Лизинговый бизнес: Учеб. пособие. — М.: ИНФРА-М, 2017. — 312 с.

43. Fabozzi, F. J. Issuer Perspectives on Securitization / F. J. Fabozzi - New York: McGraw-Hill, 2018.

44. Jansen Van Rensburg, C. F. Securitisation, a Leveraged Leasing / C.F. Jansen Van Rensburg - Randburg : Academy of Financial Markets, 2019.

45. Kothari, V. Securitisation: The Financial Instrument of the New Millennium / V. Kothari - Calcutta: Academy of Financial Services, 2017.

46. Международное рейтинговое агентство Fitch Rating [Электронный ресурс]: – Режим доступа: www.fitchibca.com

47. Аналитика и прогнозы: обзор инвестиционных компаний и котировок н фондовом рынке [Электронный ресурс]: – Режим доступа: www.quote.ru

48. Рейтинговое агентство "Эксперт" РА [Электронный ресурс]: – Режим доступа: www.raexpert.ru

Приложение А

1. Оцените срок лизинга до истечения договора для формирования лизингового пула?

| | | |
|-----------------------------|---------------|-----------------------------|
| более 50% от срока договора | от 30% до 50% | менее 30% от срока договора |
|-----------------------------|---------------|-----------------------------|

2. Возможно ли включение в портфель активов с просроченной задолженностью?

| | | |
|----|-----|-------------------------|
| да | нет | с просрочкой до 30 дней |
|----|-----|-------------------------|

3. Проранжируйте отрасли по степени возрастания риска?

| Сфера | Ранг |
|---|------|
| Нефте- и газодобывающая угольная промышленность | |
| Сельское хозяйство | |
| Жилищно-коммунальная сфера | |
| Торговля | |
| Строительство | |
| Транспортные услуги | |
| Лесная промышленность | |

4. Оцените оптимальную долю лизингополучателя в лизинговом портфеле компании :

| | | |
|-------------|------------|----------|
| 10% и более | 5% и более | менее 5% |
|-------------|------------|----------|

5. Оцените оптимальный вес отчуждаемых активов в лизинговом портфеле компании?

| | | |
|-------------|-----------|--------------|
| 15% и более | более 10% | 10% и меньше |
|-------------|-----------|--------------|

6. Оцените необходимую долю оплаченных платежей?

| | | |
|-----|-----|-----|
| 80% | 50% | 25% |
|-----|-----|-----|

