

Экономический журнал ВШЭ. 2015. Т. 19. № 1. С. 104–127.  
*HSE Economic Journal*, 2015, vol. 19, no 1, pp. 104–127.

## Концепция применения лизинга в проектном финансировании

Газман В.Д.

В данной статье автор исследует систему экономических взаимоотношений участников лизинговой деятельности в рамках сделок, реализуемых с помощью проектного финансирования. В работе определено, как соотносятся между собой теория проектного финансирования и теория лизинга, выяснены существенные особенности проектного финансирования, варианты и способы участия в нем лизинговых компаний; выявлены наиболее значимые риски, возникающие в проектном финансировании с использованием механизма лизинга; определено, какие финансовые инструменты целесообразно привлечь для успешной реализации проектов; обоснованы методологические принципы оценки объемов лизинга и представлена разработанная автором система аналитических показателей использования лизинга в проектном финансировании; на основе проведенного исследования определены удельные показатели лизинга в проектном финансировании; обозначены реальные возможности практического применения различных моделей лизинга (финансовый, оперативный, левверидж-лизинг, возвратный лизинг) в проектном финансировании; разработана система неравенств, которая может характеризовать экономическую мотивацию для участников сделок секьюритизации лизинговых активов в рамках проведения сделок проектного финансирования; эмпирически проверена значимость и направленность воздействия факторов на рост инвестиционных объемов сделок по лизингу в проектном финансировании (авансовые платежи лизингополучателей, сроки заключенных договоров, ставка лизингового процента) по ряду крупных лизингодателей в 2007–2014 гг. и то, какое отражение имеют эти факторы в ценообразовании лизинга; выявлены некоторые нетипичные ситуации, возникающие для риск-менеджмента инвестиционных проектов.

**Ключевые слова:** проектное финансирование; лизингодатель; лизингополучатель; инвестиции; ценообразование; кредит; секьюритизация.

---

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

Статья получена: ноябрь 2014 г./ Статья принята: январь 2015 г.

## Введение

Проектное финансирование (ПФ) является одной из наиболее сложных форм кредитования. Причем в литературе можно встретить указание на то, что лизинг – это один из инструментов ПФ. Однако ни в зарубежных, ни в отечественных источниках пока не говорилось о том, какие модели лизинга следует использовать и на каких условиях. Отсутствие концептуального подхода в этом вопросе порождает целый ряд теоретических, методологических и практических проблем.

Требуется критическое осмысление существующих теоретических подходов к исследуемой теме, подготовка рекомендаций, способствующих увеличению линейки инвестиционных продуктов, развитию конкуренции между способами привлечения средств для сделок ПФ. Необходимо обосновать взаимосвязи между многочисленными участниками ПФ при использовании различных моделей лизинга; проанализировать и обобщить зарубежный опыт и определить, насколько он согласуется с российскими реалиями фондовой, инвестиционной, банковской деятельности; проверить с помощью эконометрического анализа гипотезу того, что на изменение стоимости сделок ПФ с использованием лизинга в определяющей степени воздействуют авансы лизингополучателей, сроки договоров и ставки лизингового процента – важнейшие элементы механизма ценообразования лизинга.

Следует определить, какие финансовые инструменты целесообразно привлечь для успешной реализации проектов (синдицированное кредитование, секьюритизацию лизинговых активов) и как минимизировать риски, возникающие в сделках ПФ с использованием лизинга.

Для разработки концепции применения лизинга в ПФ целесообразно решить следующие задачи: определить существенные качественные и количественные критерии ПФ; выяснить вариативность участия лизинговой компании в ПФ; составить первичную статистическую базу использования лизинга в ПФ и, соответственно, рассчитать лизингоёмкость ПФ; разработать систему неравенств, характеризующую соотношение доходности участников секьюритизации лизинговых активов в сделках ПФ; определить наиболее значимые риски, возникающие при использовании лизинга в ПФ и способы их минимизации; подготовить рекомендации для практического применения инструментов, задействованных в моделях лизинга; провести эконометрический анализ и построить модель влияния регрессоров на инвестиционные объемы лизинга.

Решение этих проблем будет способствовать развитию двух крайне интересных инструментов – проектного финансирования и лизинга, причем в комплексном их использовании.

## Существенные особенности проектного финансирования

Анализ публикаций П. Невитта и Ф. Фабозци, Р. Брейли и С. Майерса, Э. Йескомба, Л. Минтца, Б. Эсти, Дж. Финнерти, а также В.Ю. Касатонова, А.Э. Баринаова, Т.А. Беликова, И.А. Никоновой, и норм Базеля II позволил прийти к выводу, что нет пока однозначной трактовки дефиниции «проектное финансирование». Это свидетельствует о возможности широкого толкования данного понятия и, значит, допускается вариантность в структурировании сделок в части их финансирования, организационного построения и управления.

Вместе с тем существуют общие принципы, которые предполагают, что проект должен быть экономически и юридически самодостаточным и в большинстве случаев реализовываться через SPV. Как правило, ПФ применяется для нового проекта. Отношение собственного капитала к стоимости проекта может составлять 50–90%, т.е. леверидж колеблется в пределах от 1 до 9. Для заемного капитала в рамках ПФ инвесторы либо не предоставляют гарантий, либо они ограничены. Основными гарантиями для кредиторов по возврату заемных средств и выплате доходов инвесторам являются контракты SPV, обеспечивающие будущие денежные потоки проекта, которые будут сгенерированы самим проектом после успешного завершения его инвестиционной фазы и выхода на рынок, а также права собственности на активы. Если реализация проекта происходит в условиях действующего бизнеса, то заемщик объединяет прибыль, поступающую от проекта и от других видов деятельности для урегулирования кредитного долга.

Поскольку ПФ может являться способом организации финансирования долгосрочного проекта<sup>1</sup> под уступку прав требования, то это обстоятельство позволяет использовать механизмы факторинга, леверидж-лизинга, секьюритизации банковских, лизинговых и факторинговых активов.

Таким образом, целью ПФ является создание нового производства, состоящего из имущественного комплекса, включая движимое и недвижимое имущество, или глубокая модернизация действующего производства, которая предполагает его существенное увеличение по стоимости, производительности и т.п. При этом масштаб проекта сопоставим с масштабами текущего бизнеса инициатора или превышает его. Важным, но не определяющим, является участие в проекте SPV. Наличие SPV обусловлено необходимостью минимизации рисков инициаторов проекта и инвесторов и ограничения от возможных претензий по обязательствам действующего хозяйственного субъекта. Следовательно, схему проектного финансирования можно разделить на два варианта. Один, предусматривающий создание SPV, и другой, в котором эта важная составляющая отсутствует. Превазирует первый.

Выяснение условий кредитования Сбербанка, ВТБ, ВЭБ, Альфа-банка, Росбанка, Газпромбанка, ЮниКредитБанка, Банка «УРАЛСИБ», НОМОС-Банка, Банка Проектного Финансирования, МСП Банка показало, что в них отсутствуют четкие критерии отнесения сделок к ПФ; банки не требуют обязательного создания SPV. Одним из главных критериев является наличие доли собственного участия клиента – не менее 30% от стоимости проекта, и (или) наличие залога активов, удовлетворяющих банк по стоимости и ликвидности, поручительства третьих лиц.

Состав участников проекта зависит от его сложности, структурирования, системы формирования договоров. Лизингодатель в сделке ПФ может выступать в качестве инициатора проекта, спонсора, кредитора, стейкхолдера. Привлеченный под один проект лизингодатель может стать SPV этого проекта. По другому сценарию в качестве SPV может выступить и лизингополучатель. Его продукция направляется покупателям, и вырученные средства идут на погашение задолженности, на развитие проекта и в результате становятся движителем исполнения проекта.

---

<sup>1</sup> В международном стандарте управления проектами «A Guide to the Project Management Body of Knowledge» предусмотрено, что проект – это временное предприятие, предназначенное для создания уникальных продуктов, услуг или определенных результатов в обусловленные сроки.

### **Аналитические показатели лизинга в проектном финансировании**

Рекомендуемыми измерителями пропорций для определения значимости лизинга в ПФ могут быть:

- 1) удельный вес первоначальной стоимости лизингового имущества в объеме ПФ;
- 2) авансоемкость лизинга, используемого в ПФ, т.е. удельный вес аванса, перечисленного лизингополучателем лизингодателю по договору лизинга;
- 3) удельный вес стоимости новых договоров лизинга в общем объеме инвестиций в ПФ;
- 4) удельный вес первоначальной стоимости лизинга, используемой в ПФ, в общем объеме первоначальной стоимости нового лизингового бизнеса лизингодателя;
- 5) удельный вес контрактной стоимости новых договоров лизинга, используемых в ПФ, в стоимости всего нового лизингового бизнеса лизингодателя;
- 6) среднегодовое удорожание стоимости лизинга, используемого лизингодателем в ПФ;
- 7) среднегодовое удорожание стоимости лизинга, используемого лизингодателем, без учета ПФ;
- 8) средневзвешенный срок договоров лизинга по ПФ (по всем проектам на лизинговом рынке страны, региона);
- 9) средневзвешенный срок договоров лизинга без учета ПФ;
- 10) средневзвешенный срок инвестиционного периода по ПФ для лизинговой компании, для лизингового рынка страны;
- 11) удельный вес определенного источника финансирования лизинга (например, кредитов зарубежных банков или собственных средств лизингодателя) при использовании ПФ в общем объеме этого источника финансирования лизинга.

Для аналитических целей может представлять интерес сопоставление приведенных показателей. Так, сравнение шестого и седьмого свидетельствует о наличии определенной пропорции между среднегодовым удорожанием лизинга в ПФ и в обычном режиме, восьмого и девятого позволяет исследовать срочность договоров в обоих режимах, а сравнение восьмого и десятого характеризует удельный показатель продолжительности инвестиционного периода в общем сроке ПФ.

### **Как считать объемы лизинга в России?**

Позиционирование лизинга в ПФ в существенной степени зависит от методологии определения стоимости новых договоров лизинга. Источниками официальной статистики по лизингу 15–17 лет назад становились данные Госкомстата, Центрального Банка, Государственного таможенного комитета, Минэкономразвития, Минпромнауки, Минсельхоза, Минстроя, Министерства по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства<sup>2</sup>. В 2003–2014 гг. Росстат проводил ежегодные обследования деловой активности организаций в области финансового лизинга и осуществлял расчет общей стоимости договоров, который «представляет собой общую сумму всех инвестиционных затрат

---

<sup>2</sup> В редакции прежних названий госорганов.

лизингодателя, связанных с приобретением и использованием предмета финансового лизинга независимо от оплаты».

В европейской федерации национальных ассоциаций лизингодателей «Leaseurope» расчеты также ведутся по инвестиционным затратам лизингодателей, но, в отличие от Росстата, это делается без учета процентов. Аналогичный подход в 2013 г. и 2014 г. стали использовать для нашей страны рейтинговые агентства Fitch и Эксперт-РА.

На протяжении более чем двух десятков лет мы осуществляем подсчет объемов нового лизингового бизнеса в России по контрактной стоимости заключенных договоров. Несколько раз мы инициировали дискуссии в журналах и на международных конференциях для выяснения всех pro и contra используемых для оценки подходов. Соображения участников дискуссий и наши собственные суждения свидетельствуют о том, что недостатков в других методах оценки оказывается больше, чем достоинств. Мы исходим из того, что оценку конечных народно-хозяйственных результатов следует вести по инвестиционным затратам лизингополучателей, включающим затраты лизингодателей.

Целью деятельности лизинговой компании является привлечение инвестиций. Лизингодатель приобретает имущество для лизингополучателя, а затем возмещает свои затраты и получает вознаграждение через периодически перечисляемые ему лизинговые платежи. В результате за счет инвестиционной активности лизингодателя пополняется основной капитал лизингополучателя.

В свою очередь, в деятельности лизингополучателя также развита инвестиционная компонента, поскольку он осуществляет долгосрочное заимствование для приобретения необходимых ему активов по контрактной стоимости договора лизинга.

Поэтому концепция, согласно которой инвестиционной деятельностью занимается только лизингодатель, поскольку именно он за счет собственных и (или) привлеченных средств приобретает имущество у продавца, представляется спорной. Считаю, что целью деятельности сторон договора лизинга является создание, путем объединения усилий, определенной конструкции правовых и экономических взаимоотношений, которая позволяет им совместно и эффективно реализовывать тот или иной инвестиционный проект. Попытки определить лизинг как вид инвестиционной деятельности с точки зрения только одного из этих участников могут привести к искажению сущности инвестиций и ее статистики.

Далее. Требуется выяснить, как учитывать в инвестиционных затратах лизингодателей две важные компоненты ценообразования лизинга: авансы лизингополучателей и выкупную стоимость имущества в конце срока договора финансового лизинга.

Текстологический анализ определения инвестиционных затрат лизингодателей в законодательных и нормативных документах свидетельствует о неоднозначности трактовок, а отсутствие четкой формализации исключает возможность правильно осуществлять необходимые и обоснованные расчеты.

В Федеральном законе «О финансовой аренде (лизинге)» под лизинговыми платежами понимается «общая сумма платежей по договору лизинга за весь срок действия договора лизинга, в которую входит возмещение затрат лизингодателя, связанных с приобретением и передачей предмета лизинга лизингополучателю, возмещение затрат, связанных с оказанием других предусмотренных договором лизинга услуг, а также доход лизингодателя. В общую сумму договора лизинга может включаться выкупная цена

предмета лизинга, если договором лизинга предусмотрен переход права собственности на предмет лизинга лизингополучателю»<sup>3</sup>.

В свою очередь, в Положении Банка России от 16 июня 2012 г. № 385-П «О правилах ведения бухгалтерского учета в кредитных организациях, расположенных на территории Российской Федерации» отмечено, что инвестиционные затраты – это «расходы и затраты лизингодателя, связанные с приобретением предмета лизинга, а также с выполнением других его обязательств, вытекающих из договора лизинга».

Из этого определения не ясно, в какой мере следует учитывать стоимость привлекаемых денежных средств в инвестиционных затратах лизингодателей: в части заемных, но без учета собственных или следует исключать из объемов и те, и другие; как учитывать инвестиционные затраты лизингодателей по дополнительным услугам, оказываемым лизингополучателям.

Обобщение норм законодательных и нормативно-правовых актов позволяет сделать вывод, что финансовые расходы лизингодателя по лизинговой сделке состоят из: первоначальной стоимости имущества за минусом авансового платежа; средств, использованных для финансирования проекта (собственные средства, в том числе вклад учредителей); заемных средств (кредиты банков, облигации, векселя, коммерческие кредиты поставщиков, займы предприятий, организаций, физических лиц и др.); расходов, включенных в маржу (зарплата и проценты на зарплату, расходы по аренде помещения, связь, транспортные расходы и т.д.); расходов, включенных в дополнительные услуги, связанных с инвестированием в основной капитал; расходов по страхованию (если в качестве страхователя выступает лизингодатель); налога на имущество. Здесь следует обратить особое внимание на то, что авансы лизингополучателей количественно являются частью первоначальной стоимости имущества. Однако в инвестиционные затраты лизингодателей их включать нельзя. Они будут являться инвестиционными расходами лизингополучателя, в том числе в ситуации, когда имущество по условиям договора будет находиться на балансе лизингополучателя. Аналогичным образом решается вопрос расходов по страхованию.

В соответствии с Международным бухгалтерским стандартом (International Accounting Standards) IAS 17 осуществляется деление инвестиций в аренду на валовые и чистые. При этом валовые инвестиции представляют собой общую сумму платежей арендатора арендодателю, т.е. сумму справедливой стоимости арендованного актива и процентов по аренде, а чистые инвестиции – это валовые инвестиции в аренду, которые дисконтированы по ставке процента, предусмотренной в договоре. Проценты по финансовой аренде, которые составляют финансовый доход для арендодателя и финансовый расход для арендатора, являются разницей между валовыми и чистыми инвестициями. Такой порядок справедлив, если речь идет об использовании собственных средств лизингодателя для финансирования проекта, например, средств, сформированных за счет нераспределенной прибыли прошлых лет и чистой прибыли отчетного периода; вклада учредителей в уставный капитал лизингодателя. Однако в том случае, когда используются заемные средства, имеют место финансовые обязательства, которые отнести к доходам нельзя.

Далее. Следует определиться, как осуществлять учет инвестиционных затрат по договору лизинга при постановке имущества на баланс лизингополучателей. Дело в том,

---

<sup>3</sup> Термин «доход» трактуется здесь как вознаграждение или маржа лизингодателя.

что размер инвестиционных затрат может не совпадать при возможной вариативности балансодержателей.

По данным проводимых нами обследований лизингового рынка России, удельный вес договоров лизинга, по которым имущество находилось на балансе лизингополучателей, в относительно благополучные годы составлял 18%, а в период кризиса достигал 33%.

В Методических рекомендациях по оценке эффективности инвестиционных проектов определено, что в состав операционных затрат лизингополучателя включаются лизинговые платежи, а в инвестиционные затраты лизингополучателя входят: вложения, связанные с лизинговой операцией, которые он осуществляет за счет собственных средств (например, часть расходов по монтажу оборудования или обучению персонала); затраты на выкуп оборудования в конце срока договора.

Росстат включает в первоначальную стоимость имущества авансовые платежи лизингополучателей, что, конечно, правильно с точки зрения конечного результата, но противоречит логике формирования инвестиционных затрат лизингодателя. Вместе с тем не учитываются в затратах расходы, включенные в маржу лизингодателя и в дополнительные услуги, выполняемые лизингодателем по договору лизинга, собственные средства лизингодателя и т.п. Однако главное, что здесь спорно, так это то, что учет объемов лизинга в стране ведется по инвестиционным затратам лизингодателей, а не лизингополучателей. При такой методологии недоучтенными оказываются суммы инвестиций, соответствующие примерно четверти от величины первоначальной стоимости лизингового имущества.

Следовательно, для определения объема инвестиционной деятельности в целом по стране необходимо учитывать инвестиционные затраты не лизингодателей, а расходы, которые понесут лизингополучатели. Именно в целях развития этих предприятий, обеспечивающих создание материальных благ, осуществляется поддержка развитию лизинга в стране и предоставляются преференции его участникам.

В настоящее время Международный совет по МФСО осуществляет подготовку новой редакции стандарта IAS 17. Решаются вопросы, связанные с переоценкой опциона на выкуп имущества в конце срока договоров лизинга. Полагаю, что целесообразно скорректировать действующую методологию учета активов и обязательств при заключении и исполнении лизинговой сделки, отразить и в статистическом учете объемов инвестиций и лизингового бизнеса в нашей стране.

Таким образом, инвестиционная деятельность в рамках реализации лизингового проекта рассматривается комплексно, т.е. с учетом расходов и доходов, понесенных обоими участниками договора лизинга. При этом полученный итоговый показатель отражает объективную величину осуществленных инвестиций по конкретному проекту. В результате лизинговой сделки совокупные финансовые доходы лизингодателя станут финансовыми расходами для лизингополучателя по привлечению инвестиций в конкретный проект. Именно сумма финансовых расходов лизингополучателя представляет собой валовые инвестиции в лизинг. Следует принять во внимание, что по российскому законодательству в отношениях с продавцом лизингополучатель и лизингодатель выступают как солидарные кредиторы.

Следующий методологически важный вопрос: как достичь сопоставимости объемов новых договоров лизинга, исчисленных по затратам лизингодателей, с величиной

лизингового портфеля? Дело в том, что портфель содержит сумму оставшейся к выплате задолженности лизингополучателя перед лизингодателем, включая проценты, маржу и др. По-видимому, логичным было бы сравнивать все компоненты цены лизинга с оставшейся задолженностью.

Также целесообразно обеспечить сопоставимость оценки объемов российского лизинга по инвестиционным затратам лизингодателей с объемами инвестиций и ВВП, определяемых по методологии Росстата. Сейчас НДС у лизингодателей и лизингополучателей по всем лизинговым сделкам в стране учитывается в объеме инвестиций только в тех случаях, когда общая стоимость новых заключенных договоров лизинга соотносится с ВВП. При установлении других пропорций (удельный вес лизинга в инвестициях в основные фонды) НДС нами уже давно не учитывается, поскольку с 2001 г. Росстат исключил этот налог из объемов инвестиций в основной капитал.

Еще одно обстоятельство надо принять во внимание: предложенные агентствами Fitch и Эксперт-РА новации изменяют сложившуюся видовую структуру лизингового рынка России. Относительно возрастет удельный вес имущества тех амортизационных групп, которые имеют короткие сроки договоров лизинга и, соответственно, уменьшится доля сложных видов оборудования, недвижимости.

### **Статистика проектного финансирования**

По данным Thomson Reuters, в 2010 г. сумма всего нового ПФ составляла 208,2 млрд долл. В 2011 г. наблюдался рост на 7,3%, а в 2012 г. произошло сокращение сделок с 223,4 млрд долл. до 195,4 млрд долл., т.е. на 12,6%. Следует подчеркнуть, что подобная волатильность во многом зависит от «созревания» того или иного масштабного проекта.

Поскольку процессы ПФ долговременные, то для объективности восприятия и определения реального места на рынке было бы правильнее осуществлять оценки путем определенного сглаживания, т.е. по суммам двух лет. С учетом этого обстоятельства в течение 2011–2012 гг. новые объемы мирового рынка ПФ составили 418,8 млрд долл.

Как существенные можно оценить показатели по России. Доля нашей страны в мире составляла 3,9%, а в Европе – 13,9%. В отличие от других стран, для России ПФ уже сейчас является перспективным как в сегменте крупномасштабных сделок, так и в малом и среднем бизнесе, причем на региональном и даже муниципальном уровнях.

В России в режиме ПФ возможна реализация ряда крупных инфраструктурных проектов, инициированных государством: высокоскоростная железнодорожная магистраль Москва – Казань; центральная кольцевая автомобильная дорога по территории Московской области и по районам Новой Москвы; кардинальная модернизация Транссибирской магистрали. После того как Республика Крым вернулась в Российскую Федерацию, появились такие проекты, как транспортный мост (или подводный туннель) между Кубанью и Крымским полуостровом, строительство многосложных систем энергетического и водоснабжения, создание в Керчи наиболее крупного в России черноморского порта; строительство новых дорог. По первоначальным прикидкам проектантов, суммарно эти проекты составляют 2 трлн руб. Однако мировой опыт свидетельствует о значительном превышении расходов на строительство в крупных транспортных проектах (табл. 1).

Таблица 1.

**Превышение расходов на строительство  
в крупных транспортных проектах**

Проект	Страна	Перерасход средств, %
Большой Бостонский туннель	США	196
Мост Хамбер	Великобритания	175
Железная дорога Бостон – Вашингтон – Нью-Йорк	США	130
Железнодорожный туннель Большой Бельт	Дания	110
Автострада А6 Чапен-эн-ле-Фрит/объездная дорога Уэйли	Великобритания	100
Железнодорожная линия «Синкансэн» Йоэсту	Япония	100
Вашингтонский метрополитен	США	85
Туннель под Ла-Маншем	Великобритания, Франция	80
Узкоколейная железная дорога в Карлсруэ – Бреттен	Германия	80
Подъездные пути моста-туннеля Эресунн	Дания	70
Линия метрополитена в Мехико	Мексика	60
Железнодорожная линия Париж – Обер – Нантер	Франция	60
Метрополитен Тайн и Уир	Великобритания	55
Транспортное сообщение Большой Бельт	Дания	54
Мост-туннель Эресунн	Дания, Швеция	26
Третья транспортная развязка в Дартфорде	Великобритания	20
Второй переезд через р. Северн	Великобритания	20
Нормандский мост	Франция	15

Источник: [Флиvbьорг, 2014, с. 27].

Для лизинговых операций, как, впрочем, и для всех других схем финансирования, следует учитывать, что источником окупаемости проектов в большинстве своем становятся транспортные потоки. Имеется большое число примеров того, что фактический транспортный поток в процентах от прогнозируемого в год открытия составлял от 5 до 55%. Так, в туннеле под Ла-Маншем он составлял 18%, а через шесть лет после открытия – всего 43%. Анализируя транспортные потоки и причины неудачных прогнозов в части окупаемости проектов и отмечая, что в большинстве прогнозов для моделей сценария применяются логит- или пробит-модели, Флиvbьорг делает вывод, что, несмотря на всю сложность эконометрических методов, все же существуют значительные недостат-

ки моделирования, вносящие свою лепту в высокую степень неопределенности результатов прогноза [Фливиборг, 2014, с. 45].

Таким образом, если принять во внимание данные табл. 1, вполне резонно предположить, что реальные инвестиции в предстоящие российские проекты увеличатся примерно еще на 80–100%, т.е. будут достигать почти 4 трлн руб. Теперь отметим, что по данным Росстата в 2011–2013 гг. все инвестиции в строительный комплекс страны были вчетверо меньше. С учетом того, что доля лизинга профильного имущества в общем объеме инвестиций в строительство достигла уровня в 27–28%, предстоит привлечение строительного лизинга в качестве инвестиционного механизма для реализации предстоящих проектов примерно в 1,1 трлн руб. Причем это только часть предстоящих операций лизинга строительной техники. Следовательно, в 2015–2020 гг. объемы лизинга строительной техники могут вырасти в разы.

На совещании Президента РФ В.В. Путина с членами правительства в октябре 2014 г. обсуждались пути скорейшего запуска механизма ПФ. Была разработана программа поддержки инвестиционных проектов на основе принципов ПФ, позволяющая создание комфортных условий для частных инвестиций. Пока они опираются на механизм кредитования, и банки неохотно предоставляют длинный инвестиционный ресурс, потому что видят большие риски и отсутствие обеспечения до стадии завершения проектов. Разработанный механизм предполагает реализовывать долгосрочные инвестиционные проекты (на 10 и более лет) в приоритетных отраслях экономики и право на получение бюджетной гарантии, которая покрывает 25% стоимости проекта. Банк, который предоставляет финансирование для проекта вместе с полученной бюджетной гарантией, имеет право на специальное рефинансирование от Банка России на три года с возможностью пролонгации. Банком фондируется ключевая ставка минус один процент, а конечный заемщик получает средства по ставке ключевая ставка плюс один процент. Это позволит сформировать систему разделения рисков между банком, правительством и ЦБ и создать комфортные условия для реализации проекта. Ориентировочная стоимость инвестиционного проекта составляет от 1 до 20 млрд руб. При этом имеется в виду, что не менее 25% стоимости проекта должно быть профинансировано за счет собственных средств конечного заемщика, чтобы не полностью обращаться к долговому финансированию. В свою очередь, в бюджете на 2015–2017 гг. предусматриваются суммы государственных гарантий.

Продолжая тему формирования статистики ПФ, отметим, что объектом учета должен стать весь проект. В объемах ПФ следует учитывать суммы кредитования проектов зарубежными банками; средства инициаторов проектов. В настоящее время кредиты банков составляют 70–80% от ПФ. Остальные 20–30%, а это средства инициаторов проектов, также надо отражать в статистике, чтобы учесть проект в полном объеме. Практика показывает, что в России при использовании лизинга в качестве одной из моделей ПФ авансы, т.е. средства лизингополучателей, составляют до 20% от необходимого финансирования проекта. В объемы ПФ надо включать таможенные и иные налоги и сборы, проценты при банковском кредитовании или лизинговые проценты при использовании лизинга. Целесообразно в публикациях Росстата по ввозимому в страну капиталу указывать данные по объемам ПФ.

## Применение лизинга в проектном финансировании

В соответствии со ст. 3 Федерального закона от 29 октября 1998 г. № 164-ФЗ «О финансовой аренде (лизинге)», «предметом лизинга могут быть любые непотребляемые вещи, в том числе предприятия и другие имущественные комплексы, здания, сооружения, оборудование, транспортные средства и другое движимое и недвижимое имущество». С учетом того, что финансирование приобретения значительной части этих активов осуществляется с помощью ПФ, можно констатировать, что между лизингом и ПФ существует тесная взаимосвязь.

История развития лизинга в России помнит о сделках, имевших схожесть с ПФ: «лизинг под ключ» или «лизинг в пакете», когда реализовывались проекты, в которых предметом лизинга становились объекты недвижимости (торговые комплексы), начиненные полностью смонтированным оборудованием, складские помещения с необходимой техникой – погрузчиками, транспортом. Кроме того, лизингодатели способствовали внедрению технологии производства, привлечению специально подготовленной управляющей компании, предоставлению нематериальных активов.

Для лизинговой компании ПФ представляет собой процесс, включающий длительную инвестиционную стадию по приобретению, созданию, доставке и доведению до состояния, пригодного для использования, имущества, собственником которого на протяжении срока договора является лизингодатель, и передачу этого имущества лизингополучателю во временное владение и пользование; при этом основным способом обслуживания долговых обязательств и источником погашения задолженности становятся будущие поступления от доходов проекта в виде лизинговых платежей, а на участников сделки распространяются законодательно установленные льготы и преференции.

Основные особенности лизинга в ПФ заключаются в следующем:

- наличие длительной инвестиционной фазы, продолжительность которой на проанализированных нами проектах составляла от 4 до 30 месяцев и включала ряд этапов: изыскательские работы; строительство объекта; сложную логистику доставки; получение лицензии на право пользования имуществом; проведение монтажных, пусконаладочных и испытательных работ и т.п.

- собственником имущества, переданного в лизинг, на протяжении всего срока договора лизинга является лизингодатель. Это имущество, если оно ликвидно, служит обеспечением для кредитора по ПФ;

- лизинговая компания получает определенные преимущества в виде налоговых льгот и преференций;

- лизингодатель принимает на себя риски, связанные с пригодностью этого имущества для его эксплуатации в проекте лизингополучателем;

- лизингодатель использует собственные и (или) заемные средства для финансирования проекта и принимает на себя риски, связанные с его успешной реализацией.

С помощью лизинга в рамках ПФ формируется система взаимосвязанных и взаимообусловленных отношений между участниками проекта. Причем лизинг может применяться по-разному. Один вариант предполагает, что он используется как механизм поставки необходимого оборудования, удельный вес стоимости которого в общем объеме проекта незначителен, и при этом поставка оборудования не требует инвестиционной

фазы. Для взаимодействия сторон может использоваться финансовый лизинг, оперативный лизинг или возвратный лизинг.

Другой вариант предусматривает, что ПФ полностью или во многом осуществляется за счет реализации крупного самостоятельного лизингового проекта. Подобная бизнес-модель может быть реализована в режиме оперативного лизинга в том случае, если дочерняя лизинговая компания выполняет функции SPV, а материнская лизинговая компания выполняет функции лизингодателя (закон не запрещает наличия аффилированности между ними). При этом изначально известно, что имущество остается в проекте и не будет физически возвращено собственнику, т.е. при использовании такой бизнес-модели после истечения срока договора имущество не будет демонтировано и транспортировано в адрес лизингодателя.

Рассмотрим, какие мотивация и риски возникают у лизинговой компании при использовании оперативного лизинга.

A \_\_\_\_\_ B \_\_\_\_\_ C \_\_\_\_\_ D

AB – срок первоначального договора оперативного лизинга;

AC – срок амортизации имущества, переданного в лизинг;

BC – остаточная стоимость после окончания первоначального договора оперативного лизинга;

AD – срок жизни имущества, переданного в лизинг;

CD – срок использования имущества, переданного в лизинг, без начисления амортизации.

*Рис. 1.*

Как правило, срок договора оперативного лизинга значительно короче срока амортизации имущества. То есть отрезок AB меньше отрезка AC. После возврата имущества собственнику, когда истечет срок первоначального договора, оно может быть передано в аренду другому лизингополучателю. При таком сценарии для лизингодателя крайне важно определиться по рискам, возникающим на отрезке BC. Это означает, что при проектировании оперативного лизинга минимизируются риски превышения выкупной стоимости над рыночной на момент завершения первичного договора лизинга. В том случае, если выкупная стоимость меньше рыночной, то, передав это имущество в аренду очередному клиенту, лизинговая компания может получить дополнительный доход.

Вместе с тем, как показали результаты обследований рынка, большинство договоров оперативного лизинга предусматривают, что срок договора равен сроку амортизации имущества, т.е. остаточная стоимость не возникает или она незначительна. Почему сложилась такая практика? Зачем «упаковывать сделку» как оперативный лизинг, а не как финансовый лизинг? Причин здесь может быть несколько. Например, это делается для того, чтобы минимизировать риски лизингодателя легкового автомобиля при прогнозировании соответствия остаточной стоимости и рыночной стоимости.

Действительно, для автомобилей, различных видов несложной техники, пищевого, торгового оборудования и т.п. такой подход при проектировании сделок вполне закономерен. Однако для сложного и капиталоемкого оборудования (авиатранспорт, железнодорожный подвижной состав, суда) вполне вероятен другой сценарий, который, к слову, подтверждается практикой лизинговых отношений в России. При оперативном лизинге не предусматривается предоставление опциона на выкуп имущества лизингополучате-

лем в конце срока договора. Это имущество остается в собственности лизингодателя. В таком случае, если срок жизни актива (AD) превышает срок амортизации имущества (AC), то имущество, находящееся в лизинге, может принести дополнительный доход лизингодателю на отрезке CD, поскольку в лизинговые платежи не будет включена расходная часть, относящаяся на себестоимость, в виде амортизации. Повышенный доход будет регулироваться рыночной ценой на актив, бывший в употреблении. То есть чем выше рыночная цена, тем больше лизингодатель может получить доход, и наоборот.

Таким образом, для лизингодателя является важным при приобретении актива на свой страх и риск наиболее точно спрогнозировать отклонение остаточной стоимости от рыночной стоимости на отрезке BC, определить рыночную стоимость на отрезке CD.

Часто в договорных отношениях используется схема финансового лизинга. Она стимулируется предоставлением льгот по ускоренной амортизации. Эффект достигается за счет роста затрат, сокращения базы по налогу на прибыль и отсрочки уплаты налога на срок договора лизинга. Однако, если продолжительность договора совпадает с базовым сроком амортизации, то экономии по налогообложению не будет. При оперативном лизинге сверхдоходы можно получить за счет принятия на себя дополнительных рисков по остаточной стоимости и «угадывания» динамики рыночной стоимости на срок, превышающий период амортизации имущества. Возможен еще один вариант, при котором лизинг в ПФ является только одним из этапов всего инвестиционного проекта.

Выбор сторонами договора вида лизинга (финансового или оперативного) – это правовое оформление получаемых дополнительных доходов и, возможно, поиск обоснования механизма разделения рисков и распределения между сторонами дополнительного эффекта от сделки.

Опыт развития арендных отношений свидетельствует о целесообразности применения в ПФ финансового лизинга, леверидж-лизинга, оперативного лизинга, в некоторых случаях – возвратного лизинга, использования синдицированного кредитования, секьюритизации лизинговых активов и др.

### **Риски проектного финансирования с использованием лизинга**

Лизингодатель в проекте может выполнять функции кредитора, предоставляя принадлежащее ему имущество во временное владение и пользование лизингополучателю, а также акционера. При определенных обстоятельствах эти функции могут вступать в противоречие, которое требуется преодолеть. Рассмотрим, как может меняться мотивация лизингодателя по участию в проекте и каким образом это учесть в реальных опционах.

Поскольку риски в проектах присутствуют постоянно, то очевидно, что участники будут стремиться их минимизировать. Так, лизингодатели и разработчики проектов могут использовать страхование финансовых рисков; приобретение имущественных прав по проекту (например, лицензий на добычу полезных ископаемых); получение неустойки; поручительства; залогов; механизм реальных опционов, позволяющий учесть возможность гибкого реагирования на изменяющиеся условия реализации проекта. Лизингодатели могут применять опционы на право участия в капитале проекта.

Выясним возможность использования реальных опционов, когда участники проекта посчитают для себя наиболее приемлемым отказаться от его реализации. То есть на

каком-то этапе управляющие проектом могут переоценить вероятность достижения поставленных целей и принять решение о закрытии проекта или его временной приостановке. В таком случае речь пойдет об использовании опциона на выход из проекта или опциона на приостановку или отсрочку развития проекта.

Определим, как использование опциона на выход из проекта повлияет на лизинговую составляющую проекта. Некоторые авторы считают, что при таком сценарии нужно пожертвовать расходами по лизингу. Так, специалист Standard & Poors Corporate Value Consulting, New York полагает, что для реализации рискованного проекта «гораздо эффективнее взять необходимое оборудование в лизинг с возможностью разорвать контракт и выплатить неустойку, которая и станет ценой опциона на отказ от реализации проекта» [Брусланова, 2004].

Высказанное соображение интересное, но далеко не бесспорное, так как один из методов оценки стоимости реальных опционов (модель Блэка – Шоулза) имеет ряд ограничений: оцениваемый актив должен быть ликвидным; изменчивость цены актива остается одинаковой.

Опять обратимся к перечню наиболее часто встречаемых активов в ПФ. Напомню, это, как правило, основные средства, связанные с реализацией энергетических, инфраструктурных и иных крупномасштабных проектов, а также проектов освоения принципиально новой техники и даже техники новых поколений. Это означает, что в ряде проектов предметом лизинга может стать оборудование, которое устанавливается сразу на весь срок его полезного использования, и его невозможно демонтировать. Например, турбины для электростанций, буровые установки, элементы оптико-волоконной связи. В случае невыполнения лизингополучателем обязательств лизингодатель имеет право начать процедуру изъятия имущества у неисполнительного клиента, но этим правом он не всегда может воспользоваться. Другая группа – уникальное оборудование, которое изготавливается в единичном экземпляре и под определенного пользователя. Для данных видов имущества при неисполнительности лизингополучателя исключается возможность применять в качестве страховочного механизм обратный выкуп продавцом (“*buy-back*”). Лизингодатель, как кредитор, должен иметь гарантии, что ему будут возмещены возникшие потери, связанные с неликвидностью лизингового имущества.

Гарантий прав собственности на лизинговое имущество, переданное в пользование для реализации проекта, не всегда достаточно, и оно не всегда может служить обеспечением по договору лизинга. Здесь возможно возникновение дополнительных рисков, которые не всегда проявляются при традиционной схеме лизинга.

Следовательно, при приостановке проекта возврат имущества лизинговой компании и уплата неустойки имеет ряд ограничений. Это возможно только в том случае, если имущество ликвидно и сумма дохода при его реализации и полученная неустойка не приведут к отрицательным результатам деятельности лизингодателя (с учетом погашения задолженности перед кредитором). При этом ликвидное имущество должно предоставляться на условиях оперативного лизинга или финансового лизинга, но тогда в договоре должна быть зафиксирована возможность возврата имущества собственнику в конце срока договора.

Многое еще зависит и от удельного веса стоимости лизингового оборудования в стоимости проекта. Чем больше значение этого показателя, тем сложнее станет преодоление обстоятельств, связанных с указанными проектами. Вместе с тем данные обстоятель-

ства несколько сокращают возможности разработчиков проектов и лизингодателей в части минимизации возникающих рисков. Однако ситуация не становится от этого критичной и непреодолимой. Наиболее приемлемым для использования реальных опционов в проекте является высокая эффективность проекта и привлечение в него высоколиквидного оборудования. В том случае, если лизингодатель является акционером проекта, и при этом осуществляет хозяйственную деятельность, связанную с предоставлением имущества в проект во временное владение и пользование, то налицо объективное возникновение противоречий между его функциями акционера и арендодателя.

В ситуации, когда возникает риск первоначальной недооценки высокой эффективности проекта, иными словами – если проект окажется очень выгодным, то, резонно намерение увеличить масштаб участия в нем. Это означает, что в том случае, если в ходе реализации проекта выяснится, что он окажется более успешным по сравнению с первоначально определенными параметрами, то лизинговой компании целесообразно использовать опцион по расширению проекта. Рекомендации приведены в книге [Газман, 2014, с. 229–231].

Риск первоначальной недооценки высокой эффективности проекта и возможности его успешного расширения может быть минимизирован за счет опции, полученной от SPV, на поставку дополнительного оборудования на условиях лизинга для этого проекта.

Если рассматривать лизингодателя не как акционера, а только как хозяйствующего субъекта, то необходимо выделить несколько обстоятельств. Лизингодатель должен быть уверен в том, что в конце срока договора лизингополучатель обязательно выкупит используемое им имущество по установленной цене. Здесь для проектантов возникает вопрос, какой будет в конце срока договора выкупная (остаточная) стоимость. Если срок договора несопоставим со сроком полезного использования имущества, то выкупная стоимость отличается от нуля, и интересы лизингодателя могут пострадать.

Для определения возможных потерь лизингодателя на стадии проектирования сделки следует сопоставить общую сумму договора лизинга с размером выкупной стоимости, предусмотренной для погашения лизингополучателем в конце срока договора. Расчет может осуществляться по методу аннуитета с учетом временной стоимости денег. Подробно это рассмотрено в книге [Газман, 2008]. Путем ряда преобразований получаем простую формализацию выкупной стоимости ( $C_{RV}$ ):

$$(1) \quad C_{RV} = C_o (1 + I/T)^{PT},$$

где  $C_o$  – величина выкупной стоимости, оставшейся после определения аванса и текущих платежей по договору лизинга;  $I$  – годовой процент лизингодателя в долях;  $T$  – периодичность лизинговых платежей в течение одного года;  $P$  – срок договора лизинга, в годах.

В том случае, если лизингополучатель захочет досрочно завершить договор и стать собственником имущества, то выкупная стоимость может существенно отличаться от той, которая предусмотрена в договоре. Здесь возможны несколько вариантов решения проблемы. Первый. Осуществить расчет выкупной стоимости по аналогии с предыдущим вариантом, т.е. определить все будущие доходы лизингодателя, которые он мог получить по сделке, как если бы она завершилась в предусмотренные договором сроки с учетом дисконтированной стоимости платежей. Второй и третий. При определении выкупной стоимости, соответственно, не осуществлять дисконтирование остатка или

использовать заранее оговоренный, уменьшенный в размере, дисконтный множитель. По сути, это будет цена опциона.

Еще один сценарий может возникнуть в том случае, если лизингополучатель окажется несостоятельным и у лизингодателя возникнет необходимость начать процедуру расторжения договора и изъятия имущества у неисполнительного лизингополучателя. В таком случае расчеты будут вестись в соответствии с методологией, определенной в постановлении Пленума ВАС от 14 марта 2014 г. № 17, предусматривающей, что просрочка уплаты лизинговых платежей не должна влечь за собой получение лизингодателем таких благ, которые поставили бы его в лучшее имущественное положение, чем то, в котором он находился бы при выполнении лизингополучателем договора в соответствии с его условиями.

### **Секьюритизация лизинговых активов в рамках проектного финансирования**

Использование в качестве инструмента ПФ механизма секьюритизации активов может быть осуществлено в целях рефинансирования существующего проекта или расширения его финансирования.

Оригинаторами процесса секьюритизации могут выступить:

– банк в объеме кредитования той части проекта, собственником активов которой является SPV проекта, и тогда обеспечением эмиссии ценных бумаг смогут служить денежные потоки, связанные с этими активами и доходы по ним;

– лизингодатель тех лизинговых активов, которые используются в проекте.

В соответствии с Федеральным законом от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», в правоприменительную практику вводится механизм, регламентирующий деятельность специализированного общества, создаваемого для целей финансирования долгосрочных инвестиционных проектов, т.е. общества проектного финансирования (СОПФ), которое является российским аналогом используемого в законодательстве других стран SPV.

Возможно совместные действия банка и лизингодателя по осуществлению секьюритизации с активами, участвующими в проекте. Однако при таком варианте могут возникнуть дополнительные сложности, связанные с распределением обязанностей, ответственности и доходов.

При секьюритизации лизинговых активов в рамках ПФ будут функционировать два SPV. Первое – для самого проекта ( $SPV_p$ ). Эта специализированная компания выступает в качестве лизингополучателя. В проекте возможно наличие и сублизингополучателя или арендатора, который будет являться конечным пользователем переданного в лизинг имущества. Однако обязанность по уплате лизинговых платежей осуществляет лизингополучатель. Второе – непосредственно для реализации механизма секьюритизации. Это  $SPV_L$ .

Для повышения устойчивости проведения сделки секьюритизации лизинговых активов при проектном финансировании и усилении мотивации инвесторов целесообразно, чтобы лизингодатель входил в число акционеров проекта.

Считается, что секьюритизированные активы должны быть относительно однородными, т.е. в структуре лизинговых договоров и их условиях не должно быть значимых

расхождений. В этой ситуации портфель лизинговых активов определяется как гомогенный. Исходят из того, что статистически большой пул прав требования, собранных со многих должников, исполнение которых достаточно предсказуемо, предпочтительнее меньшего пула прав требования, собранных с нескольких должников. Сделки с однородными активами широко распространены.

Вместе с тем в рамках проектного финансирования возможно использование лизинга различных видов имущества – движимого (оборудование, автотранспорт) и недвижимости, причем с разными сроками амортизации и сроками, установленными в договорах лизинга. Возможность задействовать при крупномасштабной секьюритизации лизинговых активов различные виды имущества с различными сроками полезного использования апробирована в Италии. Нам известны несколько удачно структурированных сделок стоимостью 3–5 и более млрд евро, в которых принцип формирования портфеля как гомогенного не соблюдался, и это обстоятельство не стало критичным и не помешало реализации проектов. Здесь особо важным представляется наличие эффективного контроля за дюрацией.

В сделках секьюритизации кредитов в качестве обеспечения эмиссии облигаций выступают платежи по обязательствам заемщиков. При финансировании лизинга первичный заемщик – это лизингодатель, который при проектном финансировании становится кредитором SPV проекта – лизингополучателя. В результате обеспечением служат лизинговые платежи, т.е. в большинстве своем обязательства заемщиков второго порядка.

Используем систему неравенств для отражения соотношенности доходов участников в сделках секьюритизации лизинговых активов. В результате поэтапного анализа сделки секьюритизации получаем систему неравенств, отражающую экономическую целесообразность проекта:

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

где  $I_{YT}$  – процентная ставка, характеризующая стоимость долгосрочных или среднесрочных денег, например, US Treasuries (10Y; 5Y);  $I_{YTM}$  – сложившаяся процентная ставка стоимости денег на рынке;  $I_{YC}$  – купонная ставка облигаций (*coupon rate*) ABS (Asset-backed security), рассчитываемая как отношение суммы купонных платежей за год к номинальной ставке;  $I_{Lease}$  – доходность лизингодателя по инвестиционному проекту.

Доходность лизингополучателя определяется на основе расчета суммы всех его расходов по договору лизинга (сумма всех расходов и доходов лизинговой компании по сделке), в соответствии с которым получено имущество, используемое в инвестиционном проекте. Здесь следует сравнивать: ставки лизингового процента лизингодателя по старым и новым лизинговым проектам; общие расходы лизингополучателя по новым лизинговым проектам с вариантом приобретения актива за счет кредита банка.

### Эмпирический анализ

Определим, как влияют на контрактную стоимость договоров лизинга в рамках проектного финансирования три важнейших фактора: авансовый платеж лизингополучателей; срок договоров лизинга; реальный лизинговый процент. В свою очередь, реальный лизинговый процент складывается из ставки кредитования лизинговой компании

(или стоимости ее собственных средств) и реальной маржи лизингодателя. Таким образом мы агрегируем два показателя в один и сокращаем число регрессоров, что немало важно при проведении эконометрического анализа при относительно ограниченных статистических данных по количеству договоров. Показатели «реальный лизинговый процент» и «реальная маржа» отличаются от их номинальных значений, поскольку они рассчитаны с поправкой на наличие авансов лизингополучателей.

Из большого массива данных мы отобрали 52 договора, которые были заключены в 2007–2014 гг. пятью лизинговыми компаниями из Москвы и Санкт-Петербурга: «Сбербанк Лизинг», «Газпромбанк Лизинг», «Райффайзен-Лизинг», «БОТ Лизинг Евразия», «Интерлизинг».

По ряду признаков эти договоры регулируют экономические и правовые отношения между лизингодателями и другими участниками сделок, которые имеют определенное сходство с проектным финансированием. В частности, по видам имущества, т.е. предметам лизинга (исходя из нормы п. 223 Базеля II исключены такие предметы объектного финансирования, как суда, самолеты, железнодорожные вагоны, автопарки); наличию капитального строительства, условиям финансирования, включая грейс-периоды (льготный период внесения лизинговых платежей); порядку, согласно которому оплата кредитором производится из доходов, приносимых контрактами на продукцию, производимую данными объектами, и т.д.

В разработке сделок по отобранным нами договорам принимали участие департаменты структурного и проектного финансирования материнских банков этих лизинговых компаний. Топ-менеджеры лизинговых компаний, с которыми мы обсуждали эти сделки, квалифицировали их в соответствии с принятыми внутрикорпоративными критериями как выполняемые в режиме проектного финансирования. Однако согласиться с такой оценкой можно лишь частично. Более осторожным и правильным, по нашему мнению, следует считать их потенциально способными являться составной и значительной частью сделок проектного финансирования.

Общая стоимость отобранных для аналитического исследования договоров лизинга составляет 63,5 млрд руб., или 2,1 млрд долл. Предметами лизинга по этим договорам являлись: буровые – 37,8%; энергетические комплексы (ТЭЦ, энергоблоки) – 20,8%; технологические и производственные линии, оборудование (строительное, судостроительное, автотранспортное, химическое, телекоммуникационное, горно-шахтное) – 18,3%; недвижимость – 11,3%; локомотивы и электровозы – 8,1%; другие виды имущества, взаимосвязанные с проектами – 3,7%. Основные показатели, характеризующие договоры, представлены в табл. 2.

Сроки исполнения рассматриваемых договоров колеблются в пределах 3–10 лет. В качестве критерия отнесения договора к той или иной группе был выбран средневзвешенный срок лизинга на российском рынке в 2013 г.<sup>4</sup>, который превысил 6 лет. В результате все договоры были разделены на две группы. В одну были включены те, срочность которых составляла менее шести лет (35 договоров стоимостью 26,8 млрд руб.), а в другую группу попали те, у которых срок исполнения шесть и более лет (17 договоров стоимостью 36,7 млрд руб.). Как видно, масштабы сделок в группах существенно разнятся.

---

<sup>4</sup> Результаты проводимых автором 16 ежегодных обследований отечественного лизингового рынка представлены в книге [Газман, 2014].

Средняя стоимость договоров по второй группе более чем в 2,8 раза превышает аналогичный показатель по первой группе. Существенным является различие в авансоемкости. Оно почти двукратное для двух групп, что вполне логично с точки зрения роста рисков при увеличении сроков проектов.

Таблица 2.

### Основные показатели договоров лизинга

Группировка договоров	Стоимость договоров, млн руб.	Количество договоров	Средняя стоимость договоров, млн руб.	Аванс к первоначальной стоимости имущества, %	Срок кредита, лет	Ставка кредита, %	Реальная маржа, %	Реальный лизинговый процент, %
Всего	63478	52	1221	12,9	6,4	10,8	2,4	13,2
Срок менее 6 лет	26796	35	766	8,8	4,9	10,3	1,7	12,0
Срок 6 и более лет	36682	17	2158	16,1	7,7	11,0	2,8	13,8

Анализ зафиксировал возникновение достаточно интересного результата. Оказалось, что снижению ставки лизингового процента соответствует увеличение стоимости проектов. С точки зрения риск-менеджмента это – не совсем типичная ситуация, поскольку изменение ставки лизингового процента во многом характеризует колебание уровня рисковости сделки. По-видимому, другие факторы оказались более значимыми, например, структура лизингового процента, долговременность взаимоотношений с клиентами, качество обеспечения, аффилированность участников с государственными структурами, и эти обстоятельства в итоге существенно повлияли на рассматриваемые пропорции.

В ходе анализа нам удалось осуществить сопоставление стоимости заключенных договоров лизинга, выполненных в режиме ПФ, в сумме за 2010–2013 гг. и стоимости всех новых договоров лизинга по рассматриваемой совокупности лизинговых компаний. Оказалось, что удельный показатель за четыре года составил 22,2%. Таким образом, можно предположить, что в России удельный вес лизинга в общем объеме ПФ составляет до 20%.

### Выводы

Для лизингодателя ПФ представляет процесс, включающий длительную инвестиционную стадию по приобретению, созданию, доставке и доведению до состояния, пригодного для использования, имущества, собственником которого он является на протяжении срока договора лизинга, и передачу этого имущества лизингополучателю во временное владение и пользование. При этом основным способом обслуживания долговых обязательств и источником погашения задолженности становятся будущие поступления от доходов проекта в виде лизинговых платежей, а на участников сделки распространяются законодательно установленные преференции.

Анализ условий, по которым предоставляется клиентам кредитование в виде ПФ российскими банками, позволил выявить, что важным, но не определяющим фактором является участие в проекте SPV. Наличие SPV обусловлено целесообразностью минимизации рисков как инициаторов проекта, так и инвесторов. Подобная схема позволяет ограничить проект от возможных претензий по обязательствам действующего хозяйственного субъекта. Следовательно, схему ПФ можно разделить на несколько вариантов. Один, предусматривающий создание SPV, и другой, в котором эта составляющая отсутствует. Анализ показал, что у банков нет четких критериев отнесения сделок к режиму реализации в ПФ. Одним из основных требований является наличие доли собственного участия клиента в объеме не менее 30% от стоимости проекта, а также наличие залога активов, удовлетворяющих банк по стоимости и ликвидности, поручительства третьих лиц.

Не всегда заем для финансирования проекта обеспечивается самим проектом. В качестве обеспечения рассматриваются активы спонсоров. Это означает, что на этапе привлечения необходимого финансирования имущество заемщика уже частично сформировано. Следовательно, не является обязательной ситуация, при которой под инвестиционный проект создается новая компания. Реализация проекта может происходить не только в рамках специально созданного предприятия, но и в условиях действующего бизнеса. В таком случае заемщик объединяет поступающие доходы от проекта и от других видов хозяйственной деятельности для погашения задолженности.

Доля России в мировых объемах ПФ – 3,9%, а в Европе – 13,9%. Для нашей страны ПФ уже сейчас является значимым и перспективным как в сегменте крупномасштабных сделок, так и в малом и среднем бизнесе, причем на региональном и даже муниципальном уровнях. В России удельный вес лизинга в общем объеме ПФ составляет до 20%.

Определено, что в рамках ПФ целесообразно применять не только финансовый лизинг, но и левверидж-лизинг, оперативный лизинг, возвратный лизинг.

Для минимизации рисков, связанных с применением лизинга в ПФ, целесообразно использовать: механизм страхования финансовых рисков; приобретение имущественных прав по проекту; получение неустойки; поручительства; залогов.

В ситуации, когда возникает риск первоначальной недооценки эффективности проекта, то резонно увеличить масштаб участия в нем. Это означает, что лизинговой компании целесообразно использовать опционы роста, т.е. применить опционы по расширению проекта в том случае, если в ходе его реализации выяснится, что он окажется более успешным по сравнению с первоначально определенными параметрами. Этот опцион позволяет лизингодателю увеличить масштабы участия в проекте.

В целях рефинансирования существующего проекта или расширения его финансирования целесообразно в качестве инструмента ПФ использовать механизм секьюритизации лизинговых активов.

Полученное в ходе эмпирического анализа уравнение логарифмической регрессии показало, что справедливо следующее утверждение: при увеличении аванса, сроков договоров увеличивается контрактная стоимость. Аналитическое исследование позволило зафиксировать, что снижению ставки лизингового процента соответствовало увеличение стоимости. Это не совсем типичная ситуация, поскольку изменение ставки лизингового процента во многом характеризует колебание уровня рисковости сделки. По-видимому, другие факторы оказались более значимыми, например, структура лизингового процента, долговременность взаимоотношений с клиентами, качество обеспечения, аффилиро-

ванность участников с государственными структурами, и эти обстоятельства в итоге существенно повлияли на рассматриваемые пропорции.

\* \*  
\*

### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

*Баринов А.Э.* Проджект файненсинг. Технологии финансирования инвестиционных проектов: практикум. М.: Ось-89, 2009.

*Блинков Т.* Минные поля проектного финансирования: Пособие по выживанию для кредитных работников и инвесторов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2009.

*Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов. 2-е рус. изд. (пер. Н. Барышниковой с 7-го междунар. изд.) М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008.

*Брусланова Н.* Оценка инвестиционных проектов методом реальных опционов // Финансовый директор. 2004. № 7–8 ([www.fd.rud/articles/10485.html](http://www.fd.rud/articles/10485.html))

*Бэр Х.П.* Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / пер. с нем. М.: Волтерс Клувер, 2006.

*Газман В.Д.* Лизинг: статистика развития. М.: Изд. дом ВШЭ, 2008.

*Газман В.Д.* Неординарный лизинг. М.: Изд. дом НИУ ВШЭ, 2014.

Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: уточненные рамочные подходы. Базель: Банк международных расчетов (Базельский комитет по банковскому надзору), 2004.

*Никонова И.А.* Проектный анализ и проектное финансирование. М.: Альпина Паблишер, 2012.

*Фливиборг Б., Брузелиус Н., Ротенгамтер В.* Мегaproекты и риски: Анатомия амбиций / пер. с англ. М.: ООО «АЛЬПИНА ПАБЛИШЕР», 2014.

*Йескомб Э.Р.* Принципы проектного финансирования / пер. с англ. М.: Вершина, 2008.

*Ahlstrom J., Engelson I., Sirelson V.* The Economics of Leveraged Leasing // Equipment Leasing-Leveraged Leasing. 5<sup>th</sup> ed. I. Shrank, A. Gough (eds.) New York, 2010–2012.

*Arnold T., Crack T.F., Schwartz A.* Valuing Real Options Using Implied Binomial Trees and Commodity Futures Options // Journal of Futures Markets. 2007. Vol. 27. № 3.

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

*Finnerty J.D.* Project Financing: Asset-based Financial Engineering. 3<sup>th</sup> ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley&Sons, Inc., 2013.

*Gazman V.* Russia // World Leasing Yearbook 2014 / ed. by L. Paul. Iss. 35. London: Euromoney Institutional Investor Publication, 2014.

*Gatti S.* Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Privat and Public Projects. 2<sup>nd</sup> ed. Burlington: Academic Press, 2013.

*Esty B.C.* Modern Project Finance: A Casebook. New York: John Wiley & Sons, Ink., 2004.

*Fabozzi F., Davis H., Choudhry M.* Introduction to Structured Finance. New York: John Wiley & Son, 2006.

International Accounting Standard 17 Leases. EC staff consolidated version as of 24 March 2010. ([www.europa.eu/.../docs/consolidated/ias17\\_en.pdf](http://www.europa.eu/.../docs/consolidated/ias17_en.pdf))

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

*Mintz L.* Renewable Energy Project Finance in the U.S.: 2010–2013. Overview and Future Outlook Produced in Collaboration with January 2012.

*Nevitt P.K., Fabozzi F.G.* Equipment Leasing. 4<sup>nd</sup> ed. Frank Fabozzi Associates, 2000.

*Pirotte H., Vaessen C.* Residual Value Risk in the Leasing Industry: A European Case // The European Journal of Finance. 2008. № 2(14).

Project Management Institute. A Guide to the Project Management Body of Knowledge (PMBOK® Guide). 4<sup>th</sup> ed. Pennsylvania, 2008.

## The Concept of Leasing in Project Financing

Gazman Victor

National Research University Higher School of Economics,  
26, Shabolovka st., Moscow, 119049, Russian Federation.

E-mail: [garantinv@bk.ru](mailto:garantinv@bk.ru)

In this article, the author explores the system of economic relations of leasing activity in the transactions implemented through project financing. In the work is defined as the relationship between the theory of project financing and leasing, elucidated the theory of essential features of project finance, ways and means of participation in it leasing companies; identify the most significant risks in project financing through leasing; what financial instruments should be brought to the successful implementation of projects; methodological principles grounded assessments of the leasing system developed by the author is presented and analytical indicators of use of leasing in project financing; the units are defined in project financing; are real possibilities of practical application of the various models of leasing (financial, operational, leveraged leasing, lease-back) in project financing; a system of inequalities, which can reflect the economic motivation for participants in the securitisation of lease assets as part of project financing transactions; empirically verified of the significance and direction of the impact factors on investment volumes of deals in project financing leasing (lessee, payments in terms of concluded contracts, lease rate per cent) on a number of major leasing companies in 2007–2014 years, and how these factors are reflected in the pricing of leasing; some typical situations that arise for the risk management of investment projects.

**Key words:** project financing; lessor; lessee; investment; pricing; credit; securitisation.

**JEL Classification:** G23, D22, F34.

\* \*

\*

## References

Bank mezhdunarodnyh raschetov (Bazel'skij komitet po bankovskomu nadzoru) (2004) *Mezhdunarodnaja konvergencija izmerenija kapitala i standartov kapitala: utochnennye ramochnye podhody* [International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework Approaches]. Basel: the Bank for International Settlements (Basel Committee on Banking Supervision).

Barinov A.Je. (2009) *Prodzhekt fajnensing. Tehnologii finansirovanija investicionnyh proektov: praktikum* [Project Financing. Technology Financing Investment Projects: workshop]. Moscow: Os-89.

Blinkov T. (2009) *Minnye polja proektnogo finansirovanija: Posobie po vyzhivaniju dlja kreditnyh rabotnikov i investorov* [Minefields of Project Financing: A Manual for Survival for Credit Workers and Investors]. Moscow: Alpina Business Books.

Brejli R., Majers S. (2008) *Principy korporativnyh finansov* [Principles of Corporate Finance]. 2-e rus. izd. (per. N. Baryshnikovoj s 7-go mezhdunar. izd.) Moscow: CJSC «Olimp-Business».

Bruslanova N. (2004) Ocenka investicionnyh proektov metodom real'nyh opcionov [Assessment of Investment Projects Using Real Options]. *Financial Director*, no 7–8. Available at: [www.fd.rud/articles/10485.html](http://www.fd.rud/articles/10485.html)

Bjer H.P. (2006) *Sek'juritizacija aktivov: sek'juritizacija finansovyh aktivov – innovacionnaja tehnika finansirovanija bankov* [Asset Securitization: The Securitization of Financial Assets-innovative Technology Financing Banks]. Transl. from German. Moscow: Walters Kluver.

Gazman V.D. (2008) *Lizing: statistika razvitija* [Leasing: Statistics Development]. Moscow: HSE.

Gazman V.D. (2014) *Neordinaryj lizing* [Extraordinary Leasing]. Moscow: HSE.

Nikonova I.A. (2012) *Proektnyj analiz i proektnoe finansirovanie* [Project Analysis and Project Financing]. Moscow: Alpina Publisher.

Flivborg B., Bruzelius N., Rotengatter V. (2014) *Megaproekty i riski: Anatomija ambicij* [Megaprojects and Risk: An Anatomy of Ambition]. Transl. from English. Moscow: Alpina Publisher.

Jeskomb Je.R. (2008) *Principy proektnogo finansirovanija* [Project financing Principles]. Transl. from English. Moscow: Vershina.

Ahlstrom J., Engelson I., Sirelson V. (2010–2012) The Economics of Leveraged Leasing. *Equipment Leasing-Leveraged Leasing*. 5<sup>th</sup> ed. I. Shrank, A. Gough (eds.) New York.

Arnold T., Crack T.F., Schwartz A. (2007) Valuing Real Options Using Implied Binomial Trees and Commodity Futures Options. *Journal of Futures Markets*, 27, 3.

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

Finnerty J.D. (2013) *Project Financing: Asset-based Financial Engineering*. 3<sup>th</sup> ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley&Sons, Inc.

Gazman V. (2014) Russia. *World Leasing Yearbook 2014* (ed. by L. Paul) Iss. 35, London: Euromoney Institutional Investor Publication.

Gatti S. (2013) *Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Privat and Public Projects*. 2<sup>nd</sup> ed. Burlington: Academic Press.

Esty B.C. (2004) *Modern Project Finance: A Casebook*. New York: John Wiley & Sons, Ink.

Fabozzi F., Davis H., Choudhry M. (2006) *Introduction to Structured Finance*. New York: John Wiley & Son.

*International Accounting Standard 17 Leases*. EC staff consolidated version as of 24 March 2010. Available at: [www.europa.eu/.../docs/consolidated/ias17\\_en.pdf](http://www.europa.eu/.../docs/consolidated/ias17_en.pdf)

---

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

Mintz L. (2012) *Renewable Energy Project Finance in the U.S.: 2010–2013*. Overview and Future Outlook Produced in Collaboration with January.

Nevitt P.K., Fabozzi F.G. (2000) *Equipment Leasing*. 4<sup>th</sup> ed. Frank Fabozzi Associates.

Pirotte H., Vaessen C. (2008) Residual Value Risk in the Leasing Industry: A European Case. *The European Journal of Finance*, 2, 14.

Project Management Institute (2008) *A Guide to the Project Management Body of Knowledge (PMBOK@Guide)*. 4<sup>th</sup> ed. Pennsylvania.