

Остання група нормативів встановлює вимоги щодо обсягів розміщення: щонайменше 25% всіх розміщених акцій компанії мають знаходитися у вільному обігу у понад 300 акціонерів, а також всі іноземні емітенти мають призначити спонсора. Загалом, Гонконгська фондова біржа виставляє досить чіткі та зрозумілі критерії до лістингу, що є доступними для компаній з країн, що розвиваються.

Висновки

Після відновлення рівня IPO у післякризові роки у 2011 році обсяги залучень скоротилися до \$170 млрд., \$94 млрд. з яких припадали саме на компанії з країн, що розвиваються, які хоча й знизили свою активність, проте значно менше, ніж європейські та американські емітенти.

Проаналізувавши світовий досвід залучення фінансових ресурсів на міжнародних фондових біржах, варто зазначити, що сьогодні на світовій арені все більшої привабливості для проведення розміщень набувають біржі країн, що розвиваються. Серед п'яти найбільших бірж за обсягами залучених через IPO ресурсів три з них із країн, що розвиваються (Шеньчженська, Гонконгська та Шанхайська біржі). Так, зокрема, Гонконгська фондова біржа вважається осередком для здійснення первинних розміщень акцій та депозитарних розписок на 2012 рік.

Як результат проведеного дослідження було виявлено традиційні майданчики для розміщень акцій емітентів із

певних країн. Зокрема, китайські компанії із року в рік віддають перевагу американським фондовим біржам; емітенти із Індії з 2009 по 2011 рік проводили IPO виключно на Лондонській фондовій біржі. Дані результати дослідження є актуальними у світлі того факту, що у 2011 році було прийнято інвестиційний план з розвитку інфраструктури Індії на суму \$1 трлн. та програму приватизації, що передбачає залучення фінансових ресурсів обсягом \$10 млрд. понад 100 індійськими компаніями. Дані розміщення слід очікувати перш за все на Лондонській фондовій біржі, що викликає необхідність українським емітентами диверсифікувати майданчики для розміщення власних цінних паперів.

Список використаних джерел

1. Звіт компанії «Ернст енд Янг» 2012 Global IPO Update. [Електрон. ресурс]. Режим доступу: <http://www.shinnihon.or.jp/shinnihon-library/publications/research/2012/pdf/2012-04-04-02.pdf>
2. Найман Э.Л. Малая энциклопедия трейдера. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 403 с.
3. Руководство по выбору рынка для листинга акций в Европе / PWC. [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pwc.ru/capital-markets/publications/which-market-guide.html>
4. Юркевич О.М. Географія бірж українських IPO / О.М. Юркевич, С.І. Дорошенко, О.І. Дорошенко // Вісник кредитно-економічного факультету КНЕУ. – 2011. – №2.

В.І. ФРИДЕЛЬ,
аспірант, Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана

Характеристика леверидж-лізингу: зарубіжний досвід та можливості застосування в Україні

У статті досліджено теоретичні засади леверидж-лізингу, проаналізовано зарубіжний досвід застосування даного виду лізингу, описано суб'єктів угоди та механізм їх взаємодії між собою. Здійснено порівняння способів організації леверидж-лізингу в США та Росії, обґрунтовано рекомендації для вітчизняного ринку лізингу.

Ключові слова: леверидж-лізинг, роздільний лізинг, лізингова компанія, лізингодержувач.

В статье исследованы теоретические основы леве-ридж-лизинга, проанализирован зарубежный опыт применения данного вида лизинга, описаны субъекты сделки и механизм их взаимодействия между собой. Осуществлено сравнение способов организации леве-ридж-лизинга в США и России, обоснованы рекоменда-ции для отечественного рынка лизинга.

Ключевые слова: леве-ридж-лизинг, раздельный лизинг, лизинговая компания, лизингополучатель.

In this article investigated the theoretical bases of leveraged-leasing, analyzed foreign experience with this type of lease agreement and the subjects described the mechanism of their interaction with each other. Made the comparison methods of leveraged-leasing in the U.S. and Russia, grounded recommendations for domestic leasing market.

Keywords: leveraged-lease, separate leasing, leasing company, lessee.

Постановка проблеми. Розглядаючи зарубіжну практику ведення лізингового бізнесу, доцільно звернути увагу на те, що в розвинутих економіках значна кількість лізингових операцій побудована на основі використання такої форми організації угоди, як «леверидж-лізинг» (leveraged lease) або «роздільний лізинг» (зустрічається також назва «пайовий лізинг»). У США та в європейських країнах у середньому близько 35% всіх лізингових угод нині здійснюють саме

на умовах леверидж-лізингу [1, с. 15]. Як правило, за допомогою роздільного лізингу реалізуються всі великі проекти, що потребують значних капіталовкладень. Форма леве- ридж-лізингу є однією з найбільш складних різновидів лі- зингових операцій, оскільки передбачає багатоканальне фі- нансування й залучення багатьох суб'єктів ринку.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. В умо- вах української економіки леверидж-лізинг називають одні- єю з найперспективніших форм лізингу. Це пов'язано з по- требою реалізації великомасштабних проектів та з можли- вістю поєднати переваги лізингу з потужністю банківського сектору. Однак вітчизняними науковцями дана форма лі- зингу розглядається вкрай мало. Загальні теоретичні підхо- ди щодо класифікації лізингу розглядали такі вітчизняні ав- тори, як В.І. Міщенко, Н.Н. Внукова, А.М. Турило, О.О. Ольхо- виков, А.Г. Загородній, Н.Е. Селюченко, Н.Г. Слав'янська, Т.А. Черемисовата та ін. Сучасні дослідження типів лізингу знаходять своє відображення у таких авторів, як Н.В. Гриш- ко, О.В. Кунченко, Н.І. Подольчак, Т.І. Топішко, Л.Я. Снігір. Водночас у працях українських вчених леверидж-лізинг розглядається лише як один з видів лізингу, без детального аналізу його можливого застосування.

Зокрема, В.І. Міщенко, О.Г. Луб'яницький, Н.Г. Слав'янська зазначають, що за критерієм «спосіб фінансування» розріз- няють такі види лізингу: за рахунок власних коштів, за рахунок залучених коштів та роздільний лізинг. Т.І. Топішко, аналізую- чи всі можливі форми та види лізингу, погоджується з попе- редніми авторами, але роздільний лізинг називає змішаним. Н.І. Подольчак вказує, що залежно від складу учасників виді- ляють прямий, непрямий та роздільний лізинг, де останній ав- тор поділяє на акціонерний, груповий та леверидж. Н.В. Гриш- ко та О.В. Кунченко, посилаючись на російських авторів, про- сто вказують, що фінансовий лізинг поділяється на класич- ний, поворотний, леверидж-лізинг та сублізинг. А при визна- ченні власної класифікації автори леверидж або роздільний лізинг взагалі не засвідчують, лише за критерієм «визнача- ється та регулюється діючим законодавством України» най-

більш близьким зазначають «пайовий лізинг». Таким чином, в українських науковців немає навіть однозначного відношення до левериджу в класифікації видів лізингу. Варто зазначити, що визначення роздільного лізингу українських авторів є до- слівним перекладом з російських. Так, у вітчизняних джерелах найчастіше зустрічається таке трактування леверидж-лізин- гу – це найскладніша форма лізингу, пов'язана із залученням багатьох різних каналів фінансування дорогих проектів. При цьому лізингодавець, купуючи предмет лізингу, сплачує зі своїх коштів неповну суму, а на решту бере позику в одного чи кількох кредиторів, або часткову участь бере постачальник (виробник предмета лізингу) [2].

Щодо російських вчених, то в їхніх працях є формулюван- ня леверидж-лізингу як окремого виду лізингу, а також часткове дослідження природи походження й способів за- стосування леверидж лізингу (див. табл.). Доцільно заува- жити, що багато авторів по-різному називають леве- ридж-лізинг й відносять однакове визначення до розділь- ного, пайового, лізингу за участю сторін тощо.

Оскільки леверидж-лізинг, як і сам лізинг поширився сві- том зі США та Великобританії, логічно, що найбільш дослі- джено дане поняття зарубіжними авторами. Щодо леве- ридж-лізингу, варто виділити таких авторів, як Річард Кон- тіно, Товнстед Волкер, Френк Фебоззі, Генрі Девіс, Стефано Каселлі, Стефано Гаттіта ін.

Мета статті. Метою нашого дослідження є розгляд тео- ретичних основ леверидж-лізингу, вивчення зарубіжного досвіду застосування даного виду лізингу, аналіз суб'єктів угоди та способів взаємодії їх між собою, процесу грошових потоків тощо. Насамперед цікавим є досвід країн із розви- нутую лізинговою індустрією та країн із подібним до вітчиз- няного лізинговим ринком. Порівняння й визначення мо- жливих способів застосування леверидж-лізингу є акту- альним питанням і для економічного обґрунтування леве- ридж-лізингу, і для практики українських компаній.

Виклад основного матеріалу. Насамперед варто зро- зуміти етимологію слова. Від англійського lever – важіль,

Визначення леверидж-лізингу в наукових працях російських авторів

Назва виду	Визначення	Автор
Леверидж-лізинг	Особливий вид фінансового лізингу, при якому велика частка (за вартістю) зда- ного в оренду обладнання береться у найм у третьої сторони (інвестора), і в першій половині терміну оренди здійснюються амортизаційні відрахування за орендоване обладнання та сплата відсотків за взятою позику на придбання обладнання. Це зменшує оподатковуваний дохід інвестора і створює ефект від- строчки податку [3]	Асоціація ро- сійських банків
Леверидж-лізинг (кре- дитний, пайовий, роз- дільний)	Передбачає додаткове залучення коштів для лізингових операцій з боку, коли об'єктом лізингу є дороге обладнання. Основний орендодавець отримує пере- важне право на отримання орендних платежів [4]	Шабашев В.А., Федулова Е.А. Кошкин А.В.
Лізинг за участю без- лічі сторін (роздільний лізинг, груповий або акціонерний лізинг)	Здійснюється за участю декількох компаній постачальників, лізингодавців та за- лученням кредитних коштів у банків, а також страхуванням лізингового майна і повернення лізингових платежів за допомогою страхових пулів [5]	Газман В.Д.
Роздільний лізинг (частково фінансова- ний лізингодавцем)	Полягає в тому, що об'єднує декілька кредитних організацій для фінансування великих лізингових проектів. Він передбачає залучення лізингодавцем довгос- трокowego займу в одного-двох (простий варіант) або в кількох (складний варі- ант) кредиторів на суму до 70–80% від вартості об'єкта лізингу [6]	Горемикін В.А.

простий механізм. Відповідно термін *leverage* означає дію важеля, механічну перевагу від використання важеля. В сучасній економічній літературі термін *leverage* часто вживають у значенні універсального бізнесового засобу, який дає змогу отримати результат швидше або ж за допомогою меншого обсягу ресурсів (матеріальних, фінансових, людських тощо), а в бізнесі ця дефініція позначає інструмент, завдяки використанню якого підприємство отримує стратегічні або тактичні вигоди. З точки зору фінансового менеджменту термін «леверидж» використовується в тих випадках, коли при невеликій зміні одного з факторів відбувається значна зміна всього результату, тобто коли за допомогою відносно невеликого важеля вдається «запустити» і здійснити весь фінансовий проект. У поняття «леверидж-лізинг» вкладається аналогічне смислове навантаження, тобто це дія, яка означає встановлення необхідного для проведення операції співвідношення між постійним капіталом (випущеними акціями) і позиковим капіталом [5].

Леверидж-лізинг в іноземній літературі називають «формою із зовнішнім фінансуванням» орендного договору. Такий спосіб у розвинутих економіках, як правило, використовується для фінансування особливо великого капітального обладнання або проектів з економічними життям 25 та більше років. Утім леверидж-лізинг посилено застосовується, де період амортизації обладнання значно коротший. Леверидж-лізинг концептуально подібний до звичайного лізингу. Лізингоодержувач вибирає обладнання і домовляється про оренду традиційним способом. Крім того, терміни лізингу, опціони, відповідальність за податки, страхування і обслуговування подібні. Однак леверидж помітно більш складний у розмірах, документації, юридичній причетності і, що найбільш важливо, в кількості залучених сторін й унікальних перевагах, які отримує кожна сторона. Роздільний лізинг у зарубіжній практиці взагалі пропонується тільки корпораціями та фінансовим інституціям, що діють як орендодавці. Це тому, що податкові пільги, доступні індивідуальним компаніям, набагато більш обмежені, ніж ті, що доступні корпораціям.

Із леверидж-лізингом пов'язують становлення ринку лізингу США. Оскільки в 1975 році, щоб задовольнити зростаючу потребу в лізингових операціях, Сполученими Штатами було прийнято постанову про доходи №75-21, яка визначила основні концептуальні засади леверидж-лізингу як різновиду фінансового лізингу [1, с. 15-16]:

- у лізингодавця завжди 20% коштів перебувають у ризикових інвестиціях;
- лізингоодержувач не інвестує свої кошти в придбання предмета лізингу;
- термін лізингової угоди включає всі продовження;
- опціон на придбання предмета лізингу має бути не нижчим за справедливую ринкову вартість;
- угода повинна бути прибутковою.

Лізингова компанія в левериджі стає власником орендованого майна, забезпечуючи тільки певний відсоток

(20-30%) капіталу, який необхідний, щоб купити обладнання. Залишок капіталу (70-80%) залучається від інституційних інвесторів без права регресу (лізингова компанія передає боргові вимоги на безповоротній основі, чим зменшує власний ризик). Даний кредит забезпечується першим правом на утримання об'єкта лізингу і лізингових платежів. Вартість без права регресу визначається кредитоспроможністю орендаря. Ставка орендного договору змінюється в залежності від кредитної ставки та ризику операції.

Варто зазначити, що леверидж-лізинг може бути лише фінансовим лізингом, тобто не оперативним. Оскільки при оперативному лізингу зазвичай передають майно, яке вже є у власності лізингової компанії, лізингодавець є відповідальним перед лізингоодержувачем щодо предмета лізингу впродовж всього терміну оперативного лізингу, сервісне обслуговування також здійснює лізингодавець. Такі критерії не відповідають економічним основам роздільного лізингу, тому він відноситься до фінансового, де всі умови підпадають під потреби левериджу.

Також у чинному законодавстві не обґрунтована мінімальна частка, яку вносить лізингодавець на початку угоди леверидж-лізингу. Укладена норма 20% не є абсолютною, на практиці зустрічаються коливання в менший чи більший бік. Цікавим є те, що принцип леверидж-лізингу, де ключова ідея полягає у вкладенні лізинговою компанією 20% й реалізації всього проекту відповідає принципу Парето 20/80, де 20% зусиль приводять до 80% всієї роботи. Тому ми схилиємось до думки, що в звичайних угодах леверидж-лізингу частка 20% є нормальною для лізингової компанії, а при масштабних дорогих проектах може зменшуватися й до 10%. Менша частка або взагалі відсутність внеску зробить угоду левериджу не цікавою для лізингодавця, оскільки лізингова компанія буде лише брокером угоди.

Таким чином, проаналізувавши сутність леверидж-лізингу як інструменту фінансування, можна сформулювати таке визначення: леверидж-лізинг – це вид фінансового лізингу, який передбачає фінансування лізингодавцем частки вартості об'єкта лізингу (20%) та залучення кредиторів для фінансування решти вартості (80%) без права регресу, при передачі кредиторам прав на отримання частини лізингових платежів у рахунок погашення кредиту.

Леверидж-лізинг завжди є справжнім лізингом (не фіктивним), тобто лізингова компанія може вимагати всі можливі податкові пільги навіть при тому, що лізингодавець забезпечує тільки 20-30% капіталу для купівлі обладнання. Зокрема, в США діє система прискореного відшкодування витрат (Modified Accelerated Cost Recovery System), що дає право вимагати податкові пільги, які відносяться до всієї вартості орендованого обладнання і право на 100% залишкової вартості, забезпеченої договором лізингу [7]. Таким чином, забезпечуючи тільки частину вартості орендованого обладнання, лізингова компанія може запропонувати лізингодавцю значно нижчі ставки за лізингом, ніж при прямих орендних відносинах.

У лізинг із зовнішнім фінансуванням завжди залучені кілька сторін. Беручи до уваги, що звичайна оренда – це відносини між орендарем та орендодавцем, деякі автори (Френк Фебоззі, Генрі Девіс) вказують, що леверидж-лізинг за своїм характером поєднує три сторони з різними інтересами: орендар, орендодавець та кредитор без права регресу. Твердження справедливе, втім сама природа сучасного лізингу передбачає тристоронні взаємозв'язки: лізингова компанія, лізингодержувач та постачальник (виробник) обладнання. Таким чином, кредитор – це четверта зацікавлена сторона леверидж-лізингу. Ці сторони угоди вважаються активними суб'єктами договору, оскільки на практиці залучених сторін значно більше.

Якщо залучені кілька власників і кредиторів у великий орендний договір із зовнішнім фінансуванням, то в такому випадку кількох учасників представляє довірена особа, яка має право на обладнання та представляє власників або учасників власного капіталу. На нашу думку, доцільно розглянути всіх можливих суб'єктів леверидж-лізингу, їхні права, зобов'язання, функції. А також особливості, які можуть бути пов'язані із виконанням договору, тобто структуру, потоки грошових коштів, боргові зобов'язання тощо.

У практиці компаній США та країн Західної Європи в угоді леверидж-лізингу беруть участь такі сторони [9, с. 239]:

- лізингодержувач (орендар, клієнт) вибирає обладнання, яке буде орендовано, домовляється про ціну, гарантії і використання обладнання, вступаючи в договір лізингу. Орендар приймає, використовує, керує і отримує весь дохід від обладнання, здійснюючи лізингові платежі. Кредитоспроможність лізингодержувача визначає орендоване зобов'язання, покриваючи кредитний ризик кредиторів левериджу і ризик учасників власного капіталу (лізингодавця);

- учасники власного капіталу забезпечують вклади початкового капіталу (від 20 до 30% із закупівельної ціни), для купівлі орендованого об'єкта лізингу. Вони отримують орендну плату, що залишається після обслуговування боргу перед кредиторами і будь-які внески довіреної особи. Вони наділені правом отримати залишкову вартість обладнання в кінці договору лізингу, якщо іншого не передбачено угодою. Учасники власного капіталу іноді згадуються як орендодавці або інвестори початкового капіталу;

- кредиторами зазвичай виступають банки, інвестиційні компанії, страхові компанії, трастові компанії, пенсійні фонди тощо. Кредитори разом із вкладками власного капіталу складають повну закупівельну ціну активу, який буде орендований. Позичальники забезпечують 70–80% вартості без права регресу. Як зазначено раніше, ці кредити забезпечені першим правом утримання на орендоване обладнання. Окрім цього, чітко визначається призначення орендованого майна для зменшення ризику;

- довірена особа власника представляє учасників власного капіталу, діє як орендодавець і виконує орендний договір. Оформлює всі основні документи як орендодавець і зазвичай

підписує всі угоди. Довіритель визначає й утримує право власності на орендований актив в користь учасників власного капіталу. Це може оформлятися сертифікатами, які засвідчують їх відсоток в активах, випуском облигацій або зобов'язаннями, що засвідчують борг із зовнішнім фінансуванням. Також довірена особа розподіляє дохід учасникам власного капіталу, приймає й розповсюджує будь-яку важливу інформацію або повідомлення щодо операцій сторін. У довіреній особі власника є трохи контрольованої влади, визначеної довірчим договором. Учасники власника відшкодовують довірчій особі витрати, що виникають з операцій, за винятком умисних неправомірних дій або недбалості;

- довірена особа кредиторів (іноді називають довіреною особою контракту) призначена і представляє кредиторів. Довіритель власників та довіритель кредиторів укладають трастовий контракт. Враховуються сервісні договори, угоди на поставку і договори продажів. Трастовий контракт формує різні примітки по кредиту, події неплатежу, інструкції та пріоритети для розподілу фондів учасникам кредиту та іншим сторонам. Довірена особа кредиторів отримує капітал від учасників кредиту та учасників власного капіталу, платить виробнику або підряднику закупівельну ціну обладнання, яке буде орендовано, бере участь в орендному договорі та будь-яких допоміжних договорах на користь учасників кредиту. Після отримання орендної плати довіритель кредиторів розподіляє кошти для обслуговування боргу. В разі неплатежу довірена особа може позбавити права користування на орендованому устаткуванні чи здійснити інші відповідні дії, щоб захистити інтереси учасників кредиту;

- виробник або постачальник (або підрядник) отримує закупівельну ціну на прийняття обладнання орендарем та доставляє обладнання орендарю на початку орендного договору. Виробник надає гарантії щодо якості, потужності та ефективності орендованого устаткування, як для лізингодержувача, так і для учасників власного капіталу та кредиторів;

- постачальником програмного блоку або брокером виступає лізингова компанія, яка систематизує та організовує операцію леверидж-лізингу. В багатьох випадках постачальником програмного блоку може бути просто брокер (не інвестор). З точки зору лізингодержувача бажано, щоб постачальником програмного блоку були учасники власного капіталу. Постачальник програмного блоку може фактично бути єдиним учасником власного капіталу. В умовах вітчизняної лізингової індустрії лізингова компанія якраз і виконує функції власників початкового капіталу, їх довірителя та головного організатора, тобто забезпечує 20–30% початкового капіталу і весь процес організації угоди;

- гарантом може виступати страхова компанія, інший банк або урядовий гарант. Оскільки головними суб'єктами, між якими буде йти розподіл коштів лізингової угоди, є лізингодавець та кредитори, доцільно, щоб гарантом виступала третя сторона, яка не відноситься до обох груп. Іноді єдиним гарантом усіх операцій є довірена особа власників початко-

вого капіталу. Це пояснюється спрощенням операцій та зменшенням витрат. Хоча використання єдиного гаранта як довіреної особи власників капіталу в договорі левверидж-лізингу застосовується рідко, оскільки серйозні конфлікти інтересів можуть виникнути між учасниками власного капіталу та кредиторами у разі неплатежу орендарем. Такі потенційні конфлікти роблять використання єдиної довіреної особи як представника будь-якої зацікавленої сторони непривабливим. Коли оренда гарантується третьою особою, протиріччя може виникнути внаслідок того, що орендодавець вносить лише 20% вартості обладнання, що може нівелювати інтереси лізингодавця в порівнянні з інтересами кредиторів.

Операція левверидж-лізингу структурується брокером або лізинговою компанією, яка готує гарантійний лист для кредиторів, де в загальних рисах змальовує умови операції, терміни оренди, час та суму платежів. Оскільки точна орендна плата не може бути визначена, доки всі кредитори не погодяться надати позики, то загальні розрахунки проводяться на основі певних змінних, включаючи прийняті боргові ставки і час передачі обладнання, яке буде орендовано. Після того як гарантійний лист було підписано, лізингова компанія готує резюме термінів для запропонованого орендного договору, щоб визначити чіткі зобов'язання інвестувати власний капітал в запропонований об'єкт лізингу до такої міри, щоб загальна сума необхідних фондів не використовувалась із ресурсів лізингової компанії.

Перераховані суб'єкти левверидж-лізингу є традиційними учасниками в угодах зарубіжних компаній, зокрема США, Канади, Англії, Франції, Італії та інших. Російська практика лізингового бізнесу є копіюванням американського досвіду з адаптацією під пострадянську економіку (характерно також для Республіки Білорусь, Казахстану, Узбекистану тощо). Український лізинг хоч і заявив про себе прогресивним розвитком ринку, все ж поки не конкурентоспроможний на світовому рівні, тому варто аналізувати й досліджувати обидва типи розвитку як можливі способи впровадження у вітчизняну практику.

Російські автори (В.А. Горемікін, В.Д. Газман) дещо простіше порівняно із західними вченими визначають суб'єктів левверидж-лізингу. Як правило, вони розглядають класичних обов'язкових учасників: лізингодавець (лізингова компанія), лізингоотримувач (клієнт), виробник та кредиторів, куди можуть відноситися банки, фінансові організації, інвестори. При цьому В.Д. Газман наводить можливість об'єднання кількох лізингових компаній в акціонерне товариство, яке буде виступати як єдиний лізингодавець, фінансуючи 20-40% об'єкта лізингу, а решта кредиторів. У тому випадку, якщо лізингодавці здійснюють 20% фінансування лізингової угоди, а інші кредитори 80%, левверидж дорівнює 1:4. На практиці зустрічаються випадки, коли левверидж дорівнює 1:6 і більше.

Практика російських компаній також передбачає, що в угодах левверидж-лізингу через велику кількість учасників можуть бути присутні довіритель кредиторів – для коорди-

нації дій позичальників і довіритель лізингодавців – для управління спільними діями контрагентів. Довіритель лізингодавців діє як номінальний лізингодавець і отримує статус власника обладнання. Він же розподіляє лізинговий прибуток між акціонерами. Така схема є найбільш наближена до західного типу ведення лізингового бізнесу. Проте в реальних умовах лізингова компанія здебільшого самостійно фінансує початковий капітал, тобто відсутня потреба в додаткових учасниках власного капіталу.

Якщо порівняти суб'єктів левверидж-лізингу західного та східного типу, то основна відмінність лиш в участі додаткових учасників початкового капіталу та довіритель або самостійної участі лізингодавця і кредиторів. На нашу думку, обидва варіанти є хорошими за певних умов. Наприклад, коли кількість учасників угоди є не надто великою й лізингодавець один (найбільш поширена ситуація в умовах вітчизняної економіки, коли лізингова компанія сама фінансує початковий капітал), залучення лізингової компанії не тільки як основного організатора угоди, а й як інвестора збільшує зацікавленість компанії, тобто краще оцінюється кредитоспроможність лізингодержувача, підбирається найбільш якісний виробник, мінімізуються операційні витрати тощо. Тобто додаткові учасники початкового капіталу та довірена особа не потрібні.

Щодо кредиторів, то в умовах українського ринку лізингу додаткові джерела фінансування лізинговим компаніям надають саме банки. Отже, коли залучаються кілька кредиторів, капітал можна об'єднати способом консорціумного кредитування й всі операції проводити через один банк, який буде довіритель кредиторів. Такі мінімізовані схеми дозволяють зменшити витрати при фінансуванні малих та середніх проектів. Водночас при великомасштабному проекті, коли є кілька лізингодавців, залучено декілька банків та інвесторів, наявність довірених осіб обох зацікавлених сторін буде значно кращим кроком. Угоди будуть чітко контролюватися відповідальними довірителями. В цьому випадку витрати на довіритель виправдають себе, адже це дозволить мінімізувати ризик недобросовісного виконання зобов'язань однією зі сторін, і як наслідок можливих втрат для всіх учасників левверидж-лізингу.

Також важливим суб'єктом операцій левверидж-лізингу є гарант, або страховик. У цьому випадку якраз доцільно залучити третю сторону. Найкраще страхову компанію або банк-гарант. Хоч кредитні ризики диверсифікуються роздільним фінансуванням, ризики ринкової кон'юнктури є не такими передбачуваними й можуть призвести до значних втрат.

В.А. Горемікін зазначає можливість проведення аудиту лізингодавця та лізингодержувача після всіх укладених договорів, у тому числі страхування. Однак незрозумілим є питання, хто саме має проводити аудит і в яких масштабах. З економічної точки зору аудит – це незалежна експертиза фінансових звітів та іншої інформації про господарсько-фінансову діяльність суб'єкта господарювання з метою формування висновків про його реальний фінансовий стан [8]. Логічним було б проведення аудиту перед укладенням усіх

договорів, щоб визначити реальний стан усіх суб'єктів лізингу. Однак ініціатором всього процесу левверидж-лізингу є лізингодавець, відповідно він замовлятиме аудиторську перевірку. В той час саме лізингова компанія визначає кредитоспроможність клієнта, шукає необхідного виробника, залучає кредиторів, тобто фахівці лізингової компанії найбільш ознайомлені з фінансовим станом усіх суб'єктів угоди. Крім цього, специфіка лізингового бізнесу передбачає вміння правильно укласти не тільки фінансові угоди між партнерами, а й розуміння властивостей об'єкта лізингу, спеціалізованих знань про певний ринок (наприклад, сільськогосподарського обладнання чи нерухомості), інформації про всі можливі пільги на даному сегменті тощо. Таким чином незалежний аудитор, по-перше, повторює роботу лізингової компанії, а по-друге, не зможе дати якісну оцінку всім суб'єктам у короткий термін. Отже, ми вважаємо, доцільним залучення аудитора не в завершенні, а на початку угоди лев-

веридж-лізингу, і тільки за умов довгострокового великомасштабного проекту. Перевіряти в більшій мірі доцільно кредиторів та лізингодержувача, звісно ж при наявних фінансових ресурсах для такої оцінки. В цьому випадку незалежна аудиторська перевірка дасть можливість зменшити ризики неплатоспроможності, недостовірної інформації про кредиторів, дотримання умов договору та ін. В інших умовах лізингова компанія повністю виконує функції внутрішнього аудиту, що зменшує витрати і є абсолютно прийнятним для професійного лізингодавця.

Якщо розглянути потоки грошових коштів та угоди між сторонами левверидж-лізингу, то практика США та європейських держав дещо відрізняється від російських компаній. На нашу думку, доцільно розглянути обидві схеми розрахунків. Потоки грошових коштів і угоди серед сторін левверидж-лізингу західних компаній насамперед враховують, хто фінансує основну частину капіталу (рис. 1).

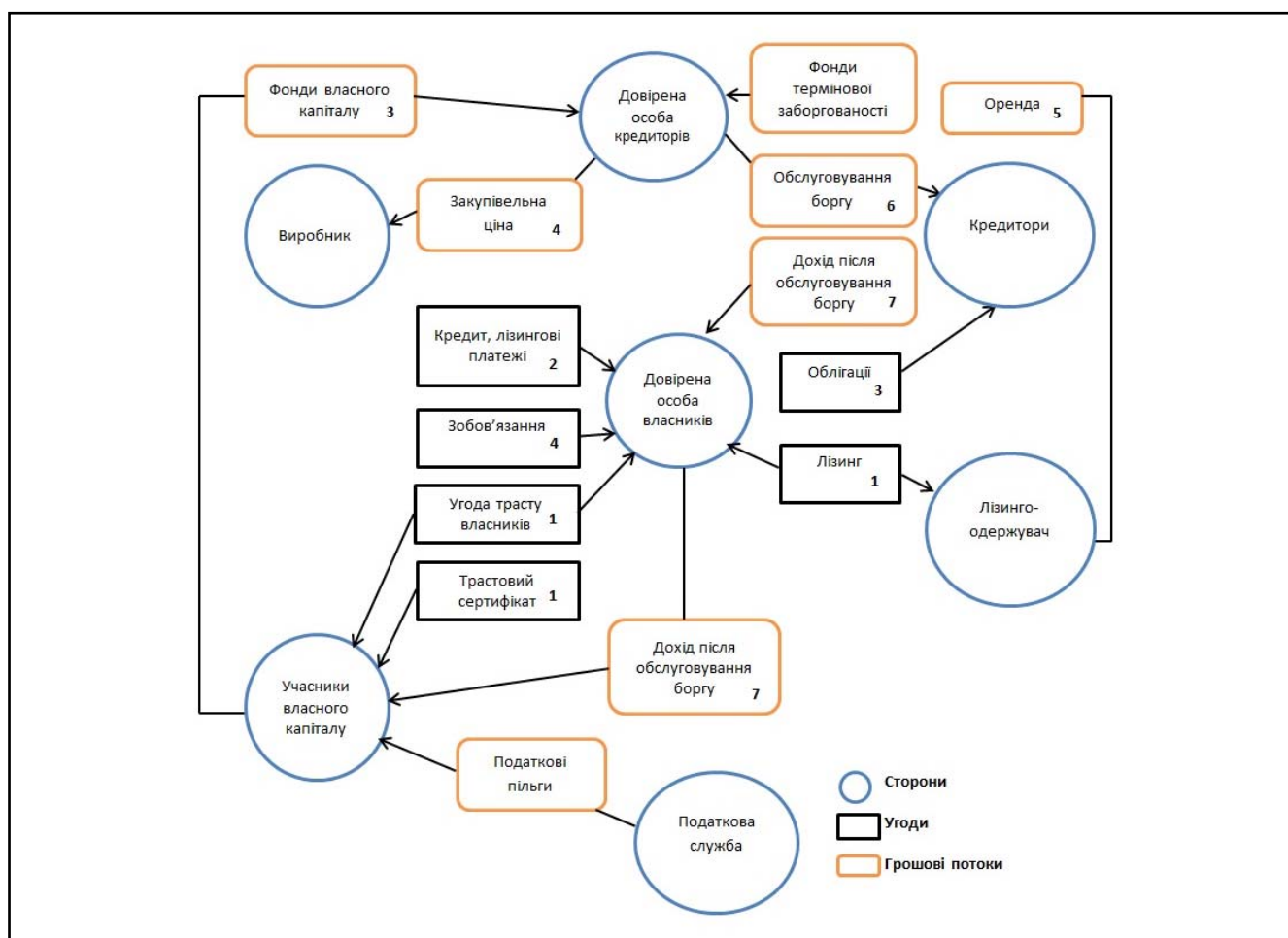


Рисунок 1. Грошові потоки левверидж-лізингу в США та країнах Західної Європи [9, с. 244]

1. Встановлюються довірчі відносини між учасниками власного капіталу, випускаються трастові сертифікати і договір лізингу підписується довіреною особою власника як лізингодавець і лізингодержувач.
2. Підписуються кредитні договори довіреною особою власника і довіреною особою кредиторів, відповідно кредит гарантують орендованим активом.
3. Довіреною особою власника випускаються облігації для кредиторів, якими оплачуються фонди термінової заборгованості, а фонди власного капіталу оплачуються учасниками власного капіталу.
4. Закупівельну ціну оплачено, і зобов'язання покладається на довірену особу власника згідно з кредитом.
5. Договір лізингу вступає в силу, здійснюються лізингові платежі довіреної особі кредиторів.
6. Сплачується обслуговування боргу кредиторам.
7. Дохід, який залишається після сплати кредиторам, тобто не потрібний для обслуговування боргу або внесків довірених осіб, сплачується довіреної особі власника і, в свою чергу, учасникам власного капіталу.

На рис. 1 представлений класичний леверидж-лізинг. На практиці можуть бути більш складні взаємовідносини між учасниками ринку. Основна частина угод укладається довіреною особою власників початкового капіталу, яка в більшій мірі регулює весь процес леверидж-лізингу.

У Росії угоди леверидж-лізингу подібні, однак мають деякі відмінності, пов'язані з кількістю активних суб'єктів та особливостями самого лізингового ринку (рис. 2). Основна роль тут відводиться лізинговій компанії, яка організовує весь процес леверидж-лізингу. Як видно з рис. 2, основними контрагентами є лізингодавець та кредитори. Тобто опускаються довірені особи на відміну від рис. 1, де довірителі є основними гравцями. Як обговорювалося, це пояснюється масштабністю операцій леверидж-лізингу. Для прикладу: в Сполучених Штатах даний вид лізингу розвивається вже більше 35 років, а сама лізингова індустрія більше 55 років (сучасний лізинг), окрім цього уряд США надає значну підтримку лізинговим проектам, особливо великомасштабним. В сучасному лізинговому бізнесі США задіяно більше 100

тис. компаній. Це, у свою чергу, дозволяє залучити велику кількість суб'єктів ринку, включити фондовий ринок (випуск акцій або облігацій для кредиторів). Таким чином довірені особи сторін є оправданими й затребуваними. В Росії масштаби розвитку лізингу значно менші, і відповідно довірені особи обох сторін не розглядаються.

Причинами обмеженого застосування операцій леверидж лізингу в Росії вважаються такі [5]: майно, яке передається в лізинг за формою левериджу, як правило, дороге і для фінансування його купівлі необхідне залучення великого обсягу коштів; формування акціонерного капіталу і емісія акцій також дорогий захід, оскільки внесок до статутного капіталу здійснюється за рахунок власних коштів підприємств, що залишилися після оподаткування прибутку. Крім того, необхідно враховувати і витрати, пов'язані з реєстрацією і випуском акцій; підвищені ризики акціонерів, пов'язані з можливим банкрутством підприємства (вимоги кредиторів задовольняються раніше, ніж вимоги акціонерів).

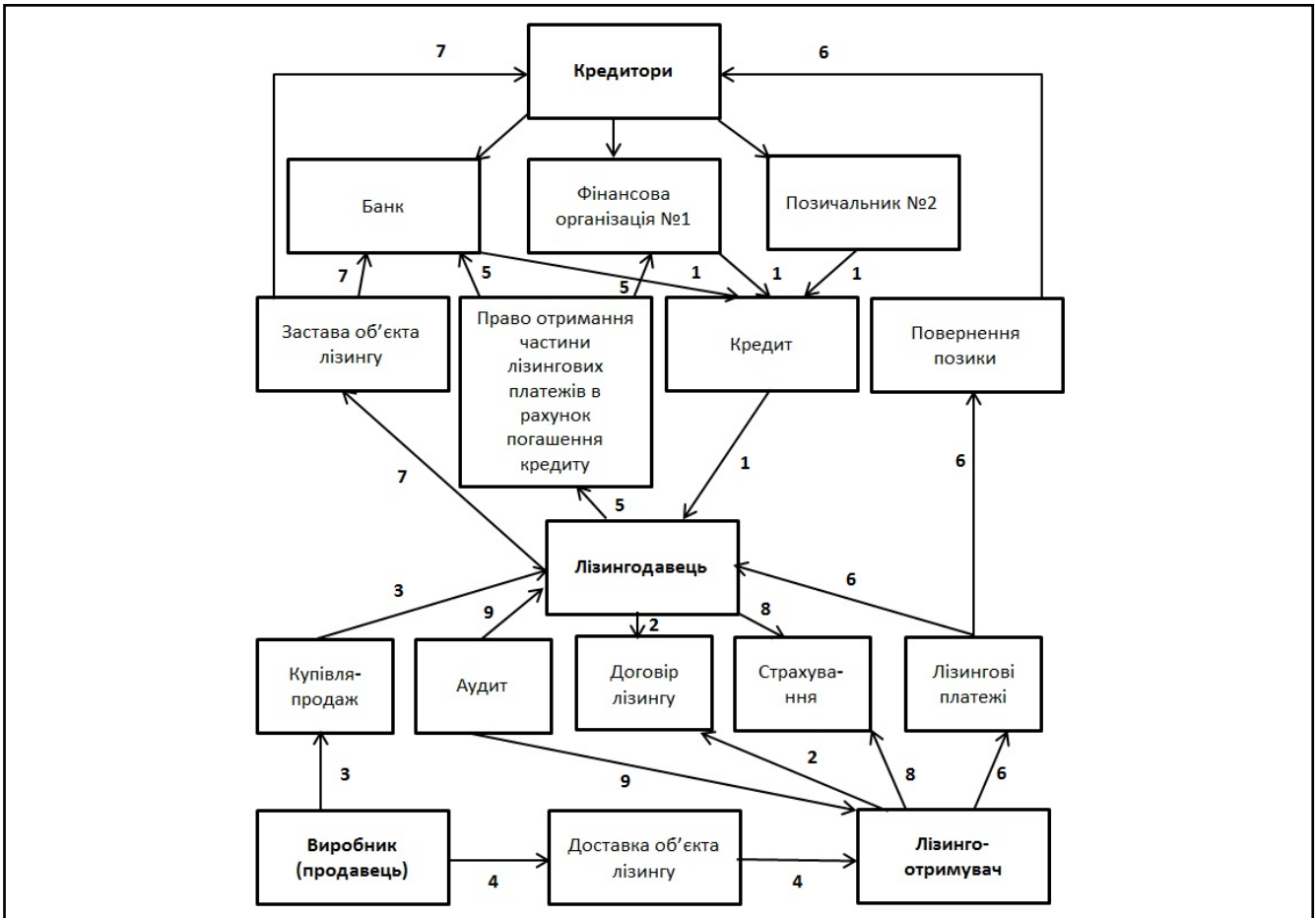


Рисунок 2. Організація леверидж-лізингу (роздільного лізингу) в Росії [6, с. 61]

1. Лізингодавець залучає додатковий капітал у кредиторів.
2. Укладається договір лізингу між лізингодавцем та лізингоотримувачем щодо конкретного об'єкта лізингу.
3. Проводиться купівля об'єкта лізингу у виробника лізинговою компанією.
4. Виробник доставляє об'єкт лізингу лізингоотримувачу.
5. Лізингодавець передає права на отримання частини лізингових платежів кредиторам у рахунок погашення кредиту.
6. Лізингоотримувач сплачує лізингові платежі: частину лізингодавцю, а частину кредиторам за кредит.
7. Укладення договору застави обладнання (за кредит) між лізингодавцем та банком.
8. Укладення договору страхування між лізингодавцем та лізингоодержувачем у разі несплати останнім лізингових платежів.
9. Здійснення аудиту угоди роздільного лізингу.

При роздільному лізингу позичальник-лізингодавець може й не нести повної відповідальності за повернення позики, яка в такому випадку повертається за рахунок лізингових платежів напяму кредиторам. Лізингодавець делегує частину прав по лізинговому договору кредиторам, тобто передає їм свої права на платежі, і тоді лізингоодержувач здійснює виплати за користування об'єктом лізингу безпосередньо кредиторам. В їхню користь оформляється й застава за кредитом. За таких умов лізингодавець крім звичайного доходу отримує ще й винагороду за організацію фінансування. Таким чином основний ризик по угоді леверидж-лізингу несуть кредитори та інші позичальники, а забезпеченням позики являються лізингові платежі й об'єкт лізингу.

Як зазначає В.А. Горемикін, термін «роздільний лізинг», очевидно, підкреслює й роздільність юридичних відносин договору лізингу, якими пов'язані лізингова компанія та лізингоодержувач, й відносин щодо сплати лізингових платежів кредиторам, з якими лізингоодержувач не перебуває в договірних відносинах [6].

Висновки

Отже, розглянувши теоретичні основи леверидж-лізингу, головних суб'єктів угоди та проаналізувавши організацію грошових потоків між учасниками, можна зробити такі висновки. Обидва способи організації леверидж-лізингу, західний та східний, у загальному відрізняються ступенем розвитку лізингових відносин. Тобто простіша схема в Росії – це перший етап розвитку леверидж-лізингу, який дозволяє залучити більше фінансових ресурсів, диверсифікувати ризики і реалізувати проект. Схема США – це другий етап розвитку леверидж-лізингу, де за умов потужнішої економіки є можливість залучити фондовий ринок, об'єднати зусилля багатьох корпорацій, реалізувати набагато масштабніші проекти. Таким чином, вітчизняним лізинговим компаніям, на нашу думку, варто розвивати леверидж-лізинг спочатку в невеликих масштабах, щоб налагодити схеми взаємодії між вітчизняними гравцями ринку, способи діяльності за умов нового податкового законодавства, регулювання з боку держави. І згодом, за умов ефективної діяльності, добавляти елементи розвинутого леверидж-лізингу, тобто залучати кошти на ринку цінних паперів, збільшувати кількість учасників угоди, включати інституціональних інвесторів, у тому числі державу.

Запропонована схема організації леверидж-лізингу російського дослідника В.А. Горемикіна є абсолютно прийнятною для застосування в умовах вітчизняного лізингового

ринку. В Україні сторони угоди та загальні грошові потоки будуть аналогічними.

Леверидж-лізинг має значні перспективи розвитку в Україні, оскільки дозволяє лізинговим компаніям залучати грошові ресурси банківського сектору. Найбільші вітчизняні лізингові компанії є дочірніми компаніями банків («ВТБ Лізинг Україна», «Райффайзен Лізинг Аваль», «УніКредит Лізинг», «ОТП Лізинг» та ін.). Тому схеми леверидж-лізингу для таких компаній є ще більш актуальними.

Для економіки України розвиток леверидж-лізингу й лізингової індустрії в цілому є можливістю здійснити переорієнтацію основних фондів підприємств. У розвинутих економіках частка лізингу в капітальних інвестиціях становить у середньому 30%. Уряди країн вже давно зрозуміли ефективність лізингу. Адже порівняно з кредитуванням, яке може бути як інвестиційним, так і спрямоване на споживчі цілі, лізинг повністю націлений на реальний сектор економіки. Тобто це інструмент фінансування, який не тільки забезпечує підприємства активами, а й не сприяє інфляції. Адже кошти лізингової компанії вкладаються в купівлю обладнання для виробництва. Підтримка і зростання вітчизняної лізингової індустрії є важливим кроком для розвитку ефективної та інноваційної економіки держави.

Список використаних джерел

1. Снігір Л.Я. Посібник з лізингу: Навч. посібн. – К.: «Ініціатива сприяння кредитуванню» Агентства США з міжнародного розвитку, USAID, 2009. – 388 с.
2. Офіційний сайт Універсального словника-енциклопедії «Словopedia»: [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: <http://slovope-dia.org.ua/38/53403/381265.html>
3. Офіційний сайт Асоціації російських банків: [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: <http://www.arb.ru/site/services/dictionary/>
4. Шабашев В.А., Федулова Е.А., Кошкин А.В. Лізинг: основы теории и практики: учебное пособие. – 2-е изд. – М.: КНОРУС, 2005. – 184 с.
5. Газман В.Д. Курс лекций по финансовому лизингу: учебник для вузов. – М.: ГУ ВШЭ, 2002. – 392 с.
6. Горемыкин В.А. Лізинг. Учебник. – Изд. 2-е, исп. и доп. – М.: «Филинь»; Информцентр XXI века, 2009. – 944 с.
7. Офіційний сайт Вільної енциклопедії «Вікіпедія»: [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: <http://en.wikipedia.org/wiki/MACRS>
8. Офіційний сайт UkrKniga.org.ua: [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: <http://ukrkniga.org.ua/ukrkniga-text/728/>
9. Frank J. Fabozzi., Henry A. Davis, Moorad Choudhry. Introduction to Structured Finance: John Wiley & Sons, Inc. USA. 2006. – 385 p.