Петровичев, Алексей Юрьевич. Секьюритизация как способ финансирования строительных предприятий нефтегазового комплекса : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Петровичев Алексей Юрьевич; [Место защиты: Ин-т экономики и организации пром. пр-ва СО РАН].- Новосибирск, 2012.- 235 с.: ил. РГБ ОД, 61 12-8/2836

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1. Теоретические аспекты анализа секьюритизации 12**

1.1. Проблемы финансирования проектов строительства инфраструктурных объектов НТК 12

1.2. Терминологические аспекты исследования, обоснование авторского определения секьюритизации 24

1.3. Развитие секьюритизации в условиях рыночной экономики 37

**Глава 2. Методический подход к анализу механизма секьюритизации в строительстве объектов инфраструктуры НТК 74**

2.1. Теоретические и практические предпосылки организации сделок секьюритизации для строительных предприятий НТК 74

2.2. Модификация имитационной модели инвестиционного проекта для анализа возможности и особенностей применения секьюритизации строительными предприятиями НТК 82

2.3. Методические рекомендации по организации сделок секьюритизации строительными предприятиями НТК 95

**Глава 3. Анализ результатов расчетов по обоснованию использования механизма секьюритизации строительными предприятиями нефтегазового комплекса РФ 108**

3.1. Анализ возможности применения секьюритизации в ОАО «Стройтрансгаз» 108

3.2. Прикладные аспекты исследования для группы компаний «Сибтрубопроводстрой» 124

Заключение 135

Библиографический список использованных источников

* [Терминологические аспекты исследования, обоснование авторского определения секьюритизации](http://www.dslib.net/finansy/sekjuritizacija-kak-sposob-finansirovanija-stroitelnyh-predprijatij-neftegazovogo.html#5146071)
* [Развитие секьюритизации в условиях рыночной экономики](http://www.dslib.net/finansy/sekjuritizacija-kak-sposob-finansirovanija-stroitelnyh-predprijatij-neftegazovogo.html#5146072)
* [Модификация имитационной модели инвестиционного проекта для анализа возможности и особенностей применения секьюритизации строительными предприятиями НТК](http://www.dslib.net/finansy/sekjuritizacija-kak-sposob-finansirovanija-stroitelnyh-predprijatij-neftegazovogo.html#5146073)
* [Прикладные аспекты исследования для группы компаний «Сибтрубопроводстрой»](http://www.dslib.net/finansy/sekjuritizacija-kak-sposob-finansirovanija-stroitelnyh-predprijatij-neftegazovogo.html#5146074)

**Введение к работе**

**Актуальность исследования.** На протяжении нескольких десятилетий нефтегазовый комплекс (НГК) продолжает оставаться одной из стратегических отраслей Российской Федерации, основным локомотивом отечественной экономики и главным источником налоговых поступлений в федеральный бюджет. Значительный износ основных фондов предприятий НГК, как и освоение новых месторождений требуют строительства и реконструкции объектов нефтяной и газовой промышленности. Для реализации соответствующих проектов предприятиям НГК необходимо привлечь масштабные инвестиции. Но в этой области возникают трудности, обусловленные ограниченностью традиционных способов их финансирования (собственные средства предприятий и банковские кредиты), сложностью доступа на рынки капитала, необходимостью рационального использования финансовых ресурсов. Это делает актуальной проблему поиска новых методов и методик финансирования как в целом для НГК, так и для отдельных нефтегазостроительных предприятий.

Выходом из ситуации могли бы стать новые способы привлечения финансирования, основанные на идее выделенных денежных потоков. Одним из таких способов является секьюритизация.

**Степень разработанности проблемы.** Проблемам организации деятельности корпораций и управления их капиталом посвящены работы ряда иностранных и российских исследователей (И.Т. Балабанов, И.А. Бланк, Р. Брейли, Ю. Бригхэм, М. Бромвич, Л. Гапенски, Дж. Р. Грэхэм, М. Дженсен, А.Ф. Ионов, В.В. Ковалев, В.Г. Когденко, Т. Коупленд, С. Майерс, У. Меклин, Р. Мертон, Н.Н. Селезнева, Е.С. Стоянова, Т.В. Теплова, М.А. Федотова, М. Харрис, Ф. Ченг, М. Эрхардт).

Изучению теоретико-методологических аспектов решения проблем инновационного финансирования посвящены работы А.О. Баранова, А.Э. Баринова, Х.П. Бэра, К. Де Буассо, В.Ю. Катасонова, К. Кардоне-Рипортелла, В.И. Клисторина, М.В. Лычагина, Ж. Митчелл, Д.С. Морозова, А.В. Новикова, В.И. Суслова, И. Фендер и др.

Особенности инвестиционного поведения российских фирм и проблемы развития инвестиционной сферы рассматривались в работах В.И. Данилина, Т.Г. Долгопятовой, Н.Е. Егоровой, Г. Б. Клейнера, Н.А. Кравченко, В.В. Титова, Г.В. Унтуры, А.Т. Юсуповой. Вопросы проектного анализа — в трудах П.Л. Виленского, В.Н. Лившица, Т.С. Новиковой, В.И. Огородникова, В.С. Смоляка, Н.И. Суслова и др. Проблемы финансирования инвестиционно-строительных проектов — в работах А.И. Антипина, А.Н. Асаула, П.Г. Грабового, М.В. Коношенко, Ю.Н. Кулаковой, И.И. Мазура, А.П. Родионовой, Ю.А. Табунщикова, В.Д. Шапиро и др.

Юридические аспекты секьюритизации активов исследуются в работах Ж.Ж. де Вриз Робе, П. Али, П.К. Агбойибора, Х. Ховасса, П. Ле Канню, М. Жантэна, Т. Гранье, С.Л. Шварца. Среди российских правоведов и финансистов, исследующих проблему законодательного обеспечения секьюритизации, следует выделить труды Е.С. Демушкиной, О.М. Иванова, А.А. Казакова, Е.Е. Смирнова, Ю.Е. Туктарова.

В последние годы стали появляться труды, которые посвящены механизму секьюритизации в системе рефинансирования ипотечного кредитования в США и странах Западной Европы, а также в современных условиях России. Это работы М.И. Астраханцевой, П.Ю. Василенко, К.В. Митрошиной, Л.М. Резвановой, Н.В. Шитова. Вопросы моделирования платежных потоков при секьюритизации ипотечных кредитов исследовались А. Джобстом, Г. Кутмосом, Я.С. Мязовой, Г.П. Суворовым, О.А. Фисюн. Модели для ценных бумаг, обеспеченных автокредитами, рассматриваются в исследовании Э. Дэвидсона, Э. Сандерса, Л.-Л. Вольфа, А. Чинга.

В целом, поскольку операции по секьюритизации активов только начинают развиваться, до настоящего времени не получила должного решения такая проблема, как разработка действенного методического инструмента моделирования финансовых потоков и механизмов структурирования сделок секьюритизации с учетом отраслевых особенностей строительных предприятий НГК.

Отмеченные проблемы методологического характера, актуальность выбранного направления исследования, его сложность, многоплановость и недостаточная разработанность и определили постановку цели и задач диссертационной работы.

**Цель исследования** – разработать методический подход к применению секьюритизации в системе финансирования строительных предприятий НГК.

Реализация этой цели предусматривает решение следующих задач:

провести анализ опыта финансирования НГК, включая строительные предприятия данной отрасли, выявить существующие проблемы финансового механизма НГК и способы их решения;

раскрыть сущность, функции, роль секьюритизации и содержание ее государственного регулирования в системе финансирования предприятий;

осуществить критический анализ отечественного и зарубежного опыта секьюритизации для определения целесообразности ее использования в современных условиях строительными предприятиями НГК с детализацией до конкретных видов сделок;

модифицировать имитационную модель инвестиционного проекта для анализа секьюритизации денежных потоков по контрактам на строительство объектов НГК;

обосновать количественную оценку использования секьюритизации денежных потоков по контрактам на строительство объектов НГК с помощью модифицированной имитационной модели инвестиционного проекта с апробацией нового метода на предприятиях отрасли и выполнением серии расчетов.

**Объект исследования —** финансы строительных предприятий НГК в Российской Федерации.

**Предмет исследования —** источники финансирования строительных предприятий НГК, в первую очередь, с использованием секьюритизации.

**Область исследования —** 3.20. Источники финансирования хозяйствующих субъектов, проблемы оптимизации структуры капитала (специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит») Паспорта научных специальностей (экономические науки).

**Теоретико-методологическая основа исследования**. Теоретико-методологической основой работы служат научные труды, публикации ведущих отечественных и зарубежных ученых в области кредитных отношений, организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов, становления секьюритизации и ее эволюции в России, диссертационные, монографические исследования, научные статьи из финансовых журналов.

**Инструментарно-методический аппарат.** Инструментарно-методический аппарат представляет собой сочетание системного подхода к анализу экономических явлений и процессов, методов и приемов системного и логического анализа, синтеза управленческих решений и подходов, методов научной классификации предметов и явлений, экономико-математических методов и моделей.

**Информационно-эмпирическая** **база.** При рассмотрении конкретных вопросов по исследуемой проблеме использовались данные Федеральной службы государственной статистики РФ, Министерства финансов РФ, Федеральной службы по финансовым рынкам, информационных агентств, журналов, электронных ресурсов, информационные материалы научных конференций и семинаров.

**Нормативно-правовая база исследования.** Нормативно-правовую базу исследования составили законодательные акты Российской Федерации: Конституция РФ, федеральные законы и подзаконные акты, постановления Правительства РФ, нормативные акты Министерства финансов РФ, Федеральной службы по финансовым рынкам и Центрального банка РФ.

**Научная новизна диссертационного исследования.** Научная новизна исследования заключается в следующем:

1) на основе анализа зарубежного и отечественного опыта сделок секьюритизации предложено авторское определение секьюритизации, содержащее комплексное толкование данного термина по сравнению с формулировками других исследователей, которое используется для структурирования и оценки схем секьюритизации на основе договоров аренды и займа в условиях действующего в РФ нормативно-правового регулирования секьюритизации неипотечных активов;

2) обоснован методический подход к расширению источников внешнего финансирования строительных предприятий НГК на базе секьюритизации, в котором объединены три взаимосвязанных аспекта: 1) авторское определение секьюритизации; 2) имитационная модель инвестиционного проекта, модифицированная с учетом отраслевых особенностей и схем секьюритизации; 3) методический аппарат по оценке схем секьюритизации и их адаптации к условиям отдельных строительных предприятий НГК;

3) модифицирована имитационная модель инвестиционного проекта с возможностью сравнения базовых схем секьюритизации и кредита на основе предложенных показателей результативности этого метода финансирования строительных предприятий НГК;

4) проведена апробация методического подхода к определению наиболее приемлемого варианта финансирования и организации сделок секьюритизации на предприятиях отрасли с выполнением серии расчетов в предложенной модификации имитационной модели инвестиционного проекта.

**Теоретическая и практическая значимость** **работы**. Теоретическая значимость результатов исследования состоит в развитии теоретических аспектов функционирования секьюритизации, которые могут быть использованы в научно-исследовательской и преподавательской работе; в возможности использования сформулированных автором выводов и рекомендаций при разработке законодательных и нормативных актов, регулирующих развитие механизма секьюритизации.

**Практическая значимость** полученных результатов состоит в возможности использования разработанных теоретических положений и рекомендаций в деятельности организаций, участвующих в строительстве объектов НГК, для повышения эффективности управления капиталом отечественных строительных предприятий в целях изыскания дополнительных источников финансирования нефтегазовой отрасли. Исследования финансовых инноваций, к числу которых относится секьюритизация, приобретают особую значимость в условиях кризиса ликвидности для решения комплекса задач по привлечению финансирования и преодолению последствий финансового кризиса.

Результаты работы могут быть использованы в учебном процессе в системе высшего и дополнительного профессионального образования при преподавании дисциплин «Финансовый менеджмент», «Рынок ценных бумаг», «Инвестиции», «Управление проектами», «Анализ инвестиционных проектов».

**Апробация результатов исследования.** Основные результаты исследования докладывались на XL, XLI, XLVIII, XLIX Международных научных студенческих конференциях «Студент и научно-технический прогресс» (г. Новосибирск, Новосибирский государственный университет, 2002-2003, 2010-2011 гг.); Межрегиональной студенческой научной конференции по правоведению «Российское правоведение на рубеже веков: трибуна молодого ученого» (г. Томск, Томский государственный университет, 2003 г.); круглом столе «Бюджет-2010», организованном журналом «Финансовый директор» (г. Москва, 2009 г.).

Методическое обоснование использования секьюритизации и рекомендации по повышению эффективности управления механизмом финансирования приняты к внедрению в Открытом акционерном обществе «Сибтрубопроводстрой» и Закрытом акционерном обществе Управляющая компания «Сибтрубопроводстрой», что подтверждается справкой о внедрении.

**Публикации.** Основные положения и результаты диссертационного исследования нашли отражение в 10 авторских научных работах общим объемом 5,1 п. л., в том числе 7 работ – в рецензируемых изданиях, рекомендованных ВАК, общим объемом 3,7 п. л.

**Структура диссертационной работы.** Диссертационное исследование включает в себя введение, три главы, заключение, библиографический список (155 страниц, 16 таблиц и 12 рисунков) и 12 приложений.

В первой главе «Теоретические аспекты анализа секьюритизации» представлены особенности финансирования строительных предприятий нефтегазового комплекса РФ, проанализированы существующие подходы к понятию секьюритизации, обосновано авторское определение этой операции, рассмотрены типы секьюритизации, ее участники и механизмы их взаимодействия, изучены история появления, экономическое содержание и правовое регулирование секьюритизации в США, в Европе и в Российской Федерации, проведен анализ имеющегося зарубежного и отечественного опыта секьюритизации.

Во второй главе «Методический подход к анализу механизма секьюритизации в строительстве объектов инфраструктуры НГК» проанализирована возможность использования секьюритизации строительными предприятиями НГК в качестве альтернативного способа финансирования своих проектов, исследованы ключевые характеристики подрядных организаций нефтегазового комплекса РФ, определяющие структуру сделок секьюритизации, разработана модификация имитационной модели инвестиционного проекта для анализа механизма финансирования строительных предприятий на основе традиционной схемы секьюритизации, позволяющая оценить результат использования секьюритизации с помощью инструментов проектного анализа по совокупности финансовых транзакций, предложен методический аппарат применения секьюритизации в системе финансирования строительной отрасли НГК.

В третьей главе «Анализ результатов расчетов по обоснованию использования механизма секьюритизации строительными предприятиями нефтегазового комплекса РФ» разработанная финансовая модель адаптирована для ОАО «Стройтрансгаз», проведен анализ результирующих показателей оценки двух базовых схем секьюритизации на основе договора аренды и займа по сравнению с финансированием посредством кредита. Кроме того, исследован опыт применения секьюритизации группой компаний «Сибтрубопроводстрой», изучено его влияние на финансовые показатели компаний группы с помощью инструментов разработанной модели секьюритизации, показано, как практическое применение принципов секьюритизации может способствовать повышению конкурентоспособности отечественных предприятий, занимающихся строительством объектов инфраструктуры НГК.

## Терминологические аспекты исследования, обоснование авторского определения секьюритизации

Благополучная конъюнктура последнего десятилетия на рынках нефти и газа способствовала тому, что в нефтегазовой отрасли России начали реа-лизовываться долгосрочные программы развития НТК, включая проекты строительства новых трубопроводных систем, освоения месторождений углеводородов в Ненецком автономном округе, на шельфе Баренцева моря, полуострове Ямал, в Восточной Сибири, на Дальнем Востоке, в том числе в рамках Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года [7]. В период увеличения добычи нефти и газа неуклонно растет потребность в развитии сети трубопроводного транспорта.

Энергетическая стратегия России до 2020 года уделяет большое внимание вопросам транспортировки нефти и газа, трубопроводным магистралям страны. Приоритетом в этом секторе энергетики является перенос фокуса интересов государства на Восток России. Правительством утверждена Программа создания в Восточной Сибири и на Дальнем Востоке единой системы добычи, транспортировки газа и газоснабжения с учетом возможного экспорта газа на рынки Китая и других стран Азиатско-Тихоокеанского региона. Ее результатом будет формирование новых центров газодобычи на Сахалине, в Якутии, Иркутской области и Красноярском крае, соответствующее развитие магистральных газопроводов.

Так ОАО «Газпром» владеет крупнейшей в мире газотранспортной системой, которая является самой фондоемкой составляющей Единой системы газоснабжения России: остаточная стоимость магистральных трубопроводов составляет около 50 % от всей остаточной стоимости основных средств ОАО «Газпром». Поэтому ОАО «Газпром» целенаправленно реализует программу по реконструкции этой системы: в 2008 г. на реконструкцию и техническое перевооружение было направлено около 35,8 млрд. руб. [50]. Общий объем инвестиций ОАО «Газпром» в рамках программ газификации регионов России с 2005 по 2010 г. составил 117,0 млрд. руб. В 2010 г. в программе участвовало 67 субъектов Российской Федерации, сумма финансирования соста вила 25,6 млрд. руб. Общий объем инвестиционной программы газового монополиста в 2010 г. составил 814,2 млрд. руб. [51]. Всего же, по данным Рос-стата, в этом году предприятия, занимающиеся добычей топливно-энергетических полезных ископаемых, инвестировали в основной капитал 1 272 млрд. руб.

Эти инвестиции финансируются за счет экспорта природного газа в европейские страны, который осуществляется преимущественно в рамках долгосрочных контрактов по ценам, привязанным к изменению мировых цен на конкурирующие нефтепродукты.

Для реализации вышеуказанных проектов предприятиям НТК требуется привлечь инвестиции в значительно больших размерах. При этом сейчас основная часть инвестиций привлекается из собственных средств предприятий, заемный капитал используется в незначительных размерах [45]. Государство финансирует лишь реализацию особо важных с экономической точки зрения и социально-значимых проектов. Так, А. Конопляник и С. Лебедев указывают на три основных типа осуществления инвестиционных проектов в НТК: бюджетное, корпоративное и проектное. Авторы отмечают, что для РФ характерно сокращение бюджетного финансирования и ограниченные возможности корпоративного финансирования, тогда как проектное финансирование в сочетании с практикой использования соглашений о разделе продукции (СРП) имеют, по их мнению, большие перспективы [66].

Однако единственным примером проектного финансирования в российском НТК пока остается экспортно-ориентированный проект «Сахалин-2» по освоению нефтегазового Пильтун-Астохского и газового Лунского месторождений на северо-восточном шельфе острова Сахалин. Для освоения капитальных вложений в проект, составляющих около 10 млрд. долл. США, была создана специальная проектная компания «Сахалин Энерджи Инвестмент Компани Лтд.» («Сахалин Энерджи»). Изначально инвесторами проекта выступили четыре иностранные компании: Маратон (США) — 37,5%, Мицуи (Япония) — 25%, Ройял-Датч/Шелл (Нидерланды/Великобритания) — 25%,

Мицубиси (Япония) — 12,5%. В дальнейшем контрольный пакет в проекте приобрел Газпром.

В литературе также можно найти примеры участия отечественных добывающих компаний в организации проектного финансирования за рубежом. Так, консорциум банков, включающий «БНП Париба (Суисс) С.А.», «Креди Агриколь Корпоративный и Инвестиционный Банк», Корейский банк развития, Азиатский банк развития («АБР») и Исламский банк развития («ИБР»), осуществляет финансирование освоения Кандымского месторождения и увеличения объемов добычи на месторождении Хаузак-Шады на основании соглашения о разделе продукции, заключенного ОАО «ЛУКОЙЛ», «Узбекнеф-тегазом» и правительством Узбекистана в 2004 г.

К слову, за рубежом такая практика, основанная на идее выделенных денежных потоков, получила широкое распространение при реализации крупномасштабных и технологически сложных проектов: данный механизм применялся, например, при строительстве трубопроводов на Аляске, газопровода Tamaulipas в Мексике [151]. Благодаря проектному финансированию был создан прецедент, когда финансовый рейтинг проекта превысил рейтинг страны, в которой он осуществляется - это был проект «Катаргаз» в Катаре.

Что касается иностранных инвестиций в НТК, то А.Г. Коржубаев выделяет следующие наиболее распространенные формы привлечения иностранного капитала в нефтегазовый комплекс России: 1. Покупка пакета акций крупной российской вертикально интегрированной нефтяной компании либо совместное финансирование дея тельности (участие в капитале и управлении) одного из дочерних подразде лений ВИНК. 2. Создание совместных предприятий (СП) и консорциумов с российскими предприятиями. 3. Вхождение в нефтегазовые проекты на условиях СРП. 4. Покупка либо регистрация на территории РФ небольших нефтяных компаний, финансирование их деятельности.

## Развитие секьюритизации в условиях рыночной экономики

В таблице 3 приводятся данные Ассоциации участников финансовых рынков SIFMA по выпуску ценных бумаг в рамках секьюритизации типам активов. В 2009 году общий объем первичного размещения продолжал снижаться, однако в секторе автомобильных кредитов объем выпуска существенного возрос, отразив усилия правительства США по поддержке амери канских автопроизводителей. Объем выпусков секьюритизации в таких сегментах, как кредитные карты и студенческие кредиты снизился, но, по сравнению с 2008-м годом, темпы снижения существенно уменьшились. Аналогично с прошлым годом, сектор неипотечного кредитования с залогом недвижимости (Home Equity) показал минимальный выпуск. 1.3.2. Секьюритизация в Европе

После того как рынок ценных бумаг, выпущенных в рамках секьюритизации, набрал обороты в США, началось его развитие в Европе. Согласно периодизации X. П. Бэра, здесь можно выделить следующие этапы [39, с. 424]: І фаза эйфории (1987 - 1993 гг.), заключавшаяся в основном в «присутствии у участников рынка ценных бумаг ожиданий взрывного роста»; фаза отрезвления и интенсивной подготовки (1993 - 1995 гг.), которая предсказуемо сменила фазу эйфории; фаза ускоренного роста (1995 - 2007 гг.). К этим этапам также можно добавить по аналогии с США еще два: t фаза финансового кризиса (2007 - 2009 гг.); фаза стагнации (2009 г. - настоящее время). Европейским странам пришлось выступать в роли догоняющих США в развитии рынков ценных бумаг, выпущенных в рамках секьюритизации, что не могло не сказаться на объемах европейских эмиссий (см. таблицу 4).

При этом европейский рынок отличается от американского разнообразием активов и прямым участием государственного сектора [44, с. 498]. Выпуская первые ценные бумаги в рамках секьюритизации, европейские кредитные организации преследовали разнообразные цели: «от арбитража до поиска новых источников финансирования, основанных на привлечении международных инвесторов» [44, с. 490]. На первых этапах дополнительный фактор появления секьюритизации в Европе заключался в том, что этот механизм использовался банками для оптимизации управления их собственными средствами в свете ужесточения конкуренции и нормативных ограниче ний. В частности, секьюритизация позволила банкам, уровень собственных средств которых был относительно невелик, соблюсти (путем передачи их кредитных рисков компаниям, имеющим инвестиционный рейтинг) нормативные требования, введенные Базельским комитетом в 1988 г. [143]. Объемы секьюритшации в США и Европе, млрд. евро Таблица Год Европа США 2000 78,2 1 088,0 2001 152,6 2 308,4 2002 157,7 2 592,7 2003 217,3 2 914,5 2004 243,5 1 956,6 2005 327,0 2 650,6 2006 481,0 2 455,8 2007 453,7 2 147,1 2008 711,3 933,6 2009 414,1 1 358,9 2010 379,9 1 276,7 2011 367,2 1 013,7 sociation for financial Markets in E ,urope/ Securities Indu cial Markets Association http://www.afme.eu Такие европейские страны как Франция, Италия, Испания, Португалия, Греция и Люксембург приняли ряд специальных законов о секьюритизации, нацеленных на внедрение и развитие секьюритизации как инструмента финансирования.

Другой фактор запоздалого появления секьюритизации в Европе - это широкое применения облигаций с покрытием как инструмента привлечения финансирования кредитными организациями. Важно отметить, что европейские долговые рынки представляют собой образования, значительно отличающиеся от того, что можно наблюдать в США. Эти различия равным образом проявляются в отношении операций секьюритизации. Чтобы правильно оценить европейский рынок секьюритизации, необходимо различать облигации с покрытием (Covered bonds) и операции по секьюритизации, реализуемые посредством ABS или подобных инструментов. Облигации с покрытием уже давно играют важную роль на европейских финансовых рынках. Так, в Германии, Испании, Франции и Дании широкое распространение получила практика рефинансирования путем эмиссии подобных облигаций в рамках секьюритизации. Немецкие, испанские, французские и датские рынки ипотечных облигаций вчетвером образуют более 70 % европейского рынка облигаций с покрытием. Соответственно, этот тип ценных бумаг довольно скромно представлен в других европейских странах (см. таблицу 5).

## Модификация имитационной модели инвестиционного проекта для анализа возможности и особенностей применения секьюритизации строительными предприятиями НТК

Отечественное законодательство и сложившаяся судебная практика пока негативно относятся к уступке будущих прав требования задолженности, так как активы должны быть четко определены на момент уступки. Поэтому секьюритизация прав требования в отношении будущих прогнозируемых платежей (абонентской платы за пользование телефонами, электричеством, дорожных платежей, иных обязательных платежей и т.д.) либо невозможна, либо связана с серьезными юридическими рисками. В России присутствует риск юридической переквалификации сделки купли-продажи активов в рамках секьюритизации в сделку по выдаче обеспеченного залогом кредита.

До сих пор детально не прописан статус СЮЛ, которое должно выступать только держателем активов и выполнять минимальные задачи, связанные только с их секьюритизацией, абстрагируясь от оригинатора или иных участников сделки. СЮЛ должно быть в достаточной мере автономно, чтобы его не коснулась процедура несостоятельности оригинатора. Также СЮЛ не должно быть затронуто негативными последствиями в случае несостоятельности сервисного агента, обслуживающего денежные потоки СЮЛ. Ведь может случиться так, что полученные им суммы в пользу СЮЛ могут быть переданы третьим лицам, т. к. на законодательном уровне не решен вопрос залога банковских счетов.

В отечественном гражданском законодательстве отсутствуют нормы, позволяющие использовать в качестве обеспечения исполнения обязательств права (требования), вытекающие из договора банковского счета (вклада). Обычно в такой специальной конструкции обеспечения исполнения обязательств нет необходимости оценивать объект залога и указывать его место нахождения, а также использовать процедуру реализации с публичных торгов. Дополнительно организуется учет договоров, использующих в качестве обеспечения права (требования) по договору банковского счета (вклада), ограничивается право распоряжения денежными средствами, находящимися или поступающими на обремененный залогом счет.

В Концепции развития гражданского законодательства Российской Федерации, одобренной решением Совета при Президенте РФ по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства, отмечается, что «предоставление юридической возможности осуществлять секьюритизацию финансовых активов в соответствии с российским законодательством должно одновременно сопровождаться усилением правового регулирования в этой сфере и надзора за рисками участников рынка» [8]. В этом документе говорится о необходимости системы мер, направленных на повышение устойчивости и прозрачности рынка ценных бумаг, выпускаемых в процессе секью-ритизации, пересмотра стандартов бухгалтерской отчетности (прежде всего в отношении сложных финансовых продуктов), установлении четких критериев оценки качества прав (требований), которые секьюритизируются, а также введении специальных требований и экономических нормативов, которые снижали бы риски эмитентов и инвесторов. Концепция также предлагает ввести в Гражданский кодекс РФ нормы, позволяющие использовать в качестве обеспечения исполнения обязательств права (требования), вытекающие из договора банковского счета (вклада) с учетом вышеуказанных моментов.

В плане налогообложения ключевыми моментами для секьюритизации является определение стоимости активов, подлежащих секьюритизации и момента признания доходов и расходов, возникающих в результате такой передачи. Переуступка прав требования по своему экономическому содержанию является продажей задолженности. В соответствии с действующим законодательством реализация имущественных прав подлежит обложению налогом на добавленную стоимость. Таким образом, оригинатору придется его уплатить при заключении сделки.

Вместе с тем у оригинатора вряд ли возникнет обязанность по уплате налога на прибыль, так как реализация прав требований происходит обычно с дисконтом. Обложению же налогом на прибыль будет подлежать только положительный финансовый результат от данной сделки, а последний рассчитывается как разница между выручкой от передачи имущественных прав и размером самой задолженности. Однако в Налоговом кодексе РФ не отражена концепция будущих активов, поэтому все же есть риск, что от оригинатора могут потребовать уплаты налога на прибыль со всей суммы продажной цены его активов, так как его будущие активы не будут иметь балансовой стоимости, величину которой он смог бы вычесть из облагаемой суммы до начисления налога. Для нивелирования данного риска можно предусмотреть структуру денежных потоков таким образом, чтобы разрыв между доходами и расходами на каждую отчетную дату оказывался минимальным.

Потому остается только надеяться, что все эти изъяны будут устранены с принятием специального нормативного акта о секьюритизации, разрабатываемого в Государственной Думе РФ. Как отмечает В.Ф. Понька необходимо «комплексно реформировать законодательство в целях создания достаточной основы для внедрения механизмов секьюритизации» [94], а Ю.Е. Туктаров указывает на необходимость внесения изменений в такие «разделы законодательства, как уступка требований, юридические лица, банкротство, банковская деятельность, раскрытие информации, ценные бумаги, налоги, производные финансовые инструменты, депозитарная деятельность» [124, с. 55].

Первоначальный законопроект «О секьюритизации», внесенный на рассмотрение в Государственную Думу РФ 02.04.2009 г. наряду с вышеупомянутым определением секьюритизации, вводил в хозяйственный оборот понятия оригинатора, спонсора, сервисного агента, сервисного обслуживания, специализированного финансового общества (СЮЛ), устанавливал четкие требования к деятельности последнего, ограничивал возможности оспаривания сделки по передаче активов СЮЛ, предусматривал режим специального банковского счета для хранения денежных средств.

## Прикладные аспекты исследования для группы компаний «Сибтрубопроводстрой»

В данном разделе мы рассмотрим пример группы предприятий «Сибтрубопроводстрой», раскрывающий, на наш взгляд, возможности и потенциал применения механизма секьюритизации в строительстве объектов НТК.

Основой для создания этой группы выступил трест «Новосибирсктру-бопроводстрой», который был образован в 1980 году на основе подразделе ний созданного еще в 1956 году треста «Востокнефтепроводстрой». В 1993 году трест преобразован в АООТ «Сибтрубопроводстрой», а в 1996 в ОАО «Сибтрубопроводстрой». Первыми объектами компании были нефтепровод Александрове - Анжеро-Судженск и газопровод от Нижневартовска до Новосибирска. Сегодня «Сибтрубопроводстрой» - это группа компаний, в состав которой входит управляющая компания и производственные предприятия. Основным предприятием группы является Открытое акционерное общество «Сибтрубопроводстрой» (ОАО «СТПС»), которое строит магистральные трубопроводы, компрессорные, наливные, газораспределительные станции, а также занимается обустройством нефтяных и газовых месторождений, устанавливает вдольтрассовые линии электропередач, возводит промышленные и жилые здания, объекты социально-бытового назначения.

За время своего существования ОАО «СТПС» построило около четырех тысяч километров трубопроводов. Важными вехами в истории компании были такие проекты, как строительство газопроводов Ямал-Запад в Смоленской области, Мирный-Айхал в Республике Саха (Якутия) по заказу компании «АЛРОСА», обустройство Западно-Озерного месторождения на Чукотке, строительство газопровода от этого месторождения до города Анадырь и газификация этого города. Компания построила газопроводы Парабель - Кузбасс, Тура - Пермь, Омск - Новосибирск - Кузбасс, Юрга - Новосибирск, Ко-выкта - Саянск - Иркутск. В активе компании строительство нефтепроводов Холмогоры - Клин, Сургут - Полоцк, Красноярск - Иркутск и другие. ОАО «СТПС» обустраивало такие месторождения как Советско-Соснинское и За-падно-Моисеевское в Томской области, Верх-Тарское нефтяное месторождение в Новосибирской области. Одним из важнейших проектов компании «Сибтрубопроводстрой» в Сибири стал газопровод «Барнаул-Бийск-Горно-Алтайск с отводом на Белокуриху» общей протяженностью около 320 км.

При этом в начале 2000х годов ОАО «СТПС» испытывало значительные трудности в своей финансово-хозяйственной деятельности, обусловленные сокращением объема заказов, отсутствием модернизации машин и обо рудования, наличием большой кредиторской задолженности, включая долги по налогам и иным обязательным платежам, а также по заработной плате. Данные обстоятельства, особенно последние два, значительно снижали кредитное качество предприятия как заемщика и не позволяли привлекать внешнее финансирование для его развития.

Это и стало одной из главных причин создания в 2002 г. управляющей компании группы - Закрытого акционерного общества Управляющая компания «Сибтрубопроводстрой» (ЗАО УК «СТПС»). Управляющая компания выполняет функции специализированного юридического лица, которое реализует комплексный подход в разработке проектов, благодаря чему ОАО «Сибтрубопроводстрой» имеет возможность целенаправленно выделять поток денежных средств по проектам, используя их в качестве своеобразного обеспечения для привлечения заемных средств.

В схеме секьюритизации, реализованной группой «СТПС» лежит идея финансирования под выделенный денежный поток, но так как акционеры компании не стремятся к публичности ЗАО УК «СТПС» не эмитирует акции, а привлекает финансирование с помощью банковских кредитов и размещения векселей (начиная с 2008 г.). Для иллюстрации эффективности этих принципов механизма секьюритизации мы приведем ниже анализ ключевых финансовых показателей ОАО «СТПС» и ЗАО УК «СТПС» за последние 5 лет, рассчитанных с помощью таблиц модели, описанной в главе 2.

Основные данные бухгалтерской отчетности Открытого акционерного общества «Сибтрубопроводстрой», использованные в расчетах, приводятся в приложении 11. Анализируя актив баланса предприятия видно, что общая величина активов предприятия в отчетном периоде, по сравнению с базовым периодом, значительно увеличилась. По сравнению с концом 2005 года активы и валюта баланса выросли на 306,3%, что в абсолютном выражении со ставило 6 429 613,0 тыс. руб. Таким образом, в 2010 г. актив баланса и валюта баланса находятся на уровне 8 528 604,0 тыс. руб.

В наиболее значительной степени это произошло за счет увеличения статьи «Сырье, материалы и другие аналогичные ценности». За прошедший период рост этой статьи составил 3 044 041,0 тыс. руб. ( в процентном соотношении увеличение этой статьи составил 301,8%) и уже на конец анализируемого периода значение достигло 4 052 653,0 тыс. руб.

В общей структуре активов внеоборотные активы, величина которых на конец 2005 года составляла 391 187,0 тыс. руб., возросли на 166 722,0 тыс. руб. (темп прироста составил 42,6%) и в 2010 г. их величина составила 557 909,0 тыс. руб. (6,5%о от общей структуры имущества).

Величина оборотных активов, составляющая на конец 2005 года 1 707 804,0 тыс. руб., также возросла на 6 262 891,0 тыс. руб. (темп прироста составил 366,7%о) и на конец 2010 года их величина составила 7 970 695,0 тыс. руб. (93,5% от общей структуры имущества).