

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ КАК СПОСОБ ФИНАНСИРОВАНИЯ СТРОИТЕЛЬНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ НЕФТЕГАЗОВОГО КОМПЛЕКСА

Предлагается методический аппарат для обоснования выбора секьюритизации при финансировании строительных предприятий нефтегазового комплекса. Для сравнения двух вариантов секьюритизации и кредитной формы финансирования разработана модификация имитационной модели инвестиционного проекта, апробированная в расчетах на примере реального предприятия.

Ключевые слова: секьюритизация, финансирование инвестиций, модель инвестиционного проекта, строительные предприятия нефтегазового комплекса.

Постановка проблемы

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, требует 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.

Решение проблемы привлечения внешних ресурсов строительными предприятиями НГК в значительной мере определяется общим уровнем финансового развития страны, который влияет на процесс трансформации сбережений в инвестиции и обуславливает эффективность распределения капитала для его использования в реальном секторе. По итогам 2011 г. Россия заняла 39-е место¹ в рейтинге финансового развития, составленном Всемирным экономическим форумом (ВЭФ) для шестидесяти наиболее развитых экономик мира, поднявшись

¹ The Financial Development Report 2011. World Economic Forum. URL: http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2011.pdf.

на одну ступень по сравнению с прошлогодним списком. Соседи по рейтингу – Словакия и Перу.

Среди составляющих рейтинга ВЭФ находится уровень развития банковских услуг. По данному показателю Россия заняла 57-е место в мире, что косвенным образом свидетельствует о сложности использования традиционного банковского кредитования в системе финансирования предприятий. Одновременно по уровню развития иных финансовых услуг (кроме банков) РФ заняла 9-е место рейтинга ВЭФ, что говорит о перспективности применения таких альтернативных способов финансирования, как факторинг, лизинг, секьюритизация. При этом у последнего способа в России самая высокая оценка среди компонентов рейтинга финансового развития ВЭФ – 3-е место по уровню развития таких сделок.

Финансовый кризис, безусловно, подорвал доверие инвесторов к данному инструменту, а масштабы последовавшего за этим кредитного кризиса заставили многих теоретиков финансов рассматривать секьюритизацию как угрозу, способную нанести серьезный ущерб стабильности мировой экономики. Здесь можно возразить аргументами об отсутствии эффективной системы внутреннего контроля в организациях, использовавших для секьюритизации «проблемные» активы, в результате чего риски не элиминировались, а, напротив, накапливались и благодаря секьюритизации еще и ретранслировались другим участникам рынка. С другой стороны, инструменты секьюритизации активно использовались западными странами для преодоления последствий финансового кризиса. В конце 2008 г. Центральный Европейский банк и Банк Англии активно заключали сделки РЕПО с ценными бумагами, выпущенными в рамках секьюритизации, с целью фондирования банковской системы Европы. В результате объем европейского рынка ценных бумаг, выпущенных в рамках механизма секьюритизации, достиг 711,1 млрд евро против 453,7 млрд в 2007 г. в условиях кризиса². Федеральная резервная система США также запустила в ноябре 2008 г. программу Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), направленную на повышение ликвидности банков путем кредитования под залог на основе потребительских кредитов и кредитов для малого бизнеса. Основанная на идее выделенных активов и являющаяся разновидностью проектного финансирования, секьюритизация получила широкое распространение при реализации крупномасштабных и технологически сложных проектов.

В экономической литературе проблемам секьюритизации уделяется большое внимание. Исследователи освещают либо самые основные стороны секьюритизации активов в рамках общей теории финансового менеджмента, либо учитывают специфические особенности отдельных секторов, прежде всего банковских услуг и ипотечного рынка. При этом практически отсутствуют работы по оценке секьюритизации как разновидности проектного финансирования, которые могут использоваться строительными предприятиями НГК. Наиболее широко в литературе представлены исследования, посвященные моделированию платежных потоков секьюритизации ипотечных кредитов. Среди них следует выделить работы А. Джобста [1], Г. Кутмоса [2], О. А. Фисюн [3]. Модели ценных бумаг, обеспеченных автокредитами, рассматриваются в исследованиях Л.-Л. Вольфа, Э. Дэвидсона, Э. Сандерса, А. Чинга [4]. В настоящее время еще не сформировались методологически обоснованные подходы к анализу и оценке потока денежных средств по строительным контрактам как основы секьюритизации. Учитывая, что эта проблема до сих пор недостаточно исследована, возникает необходимость в разработке принципов и методик, позволяющих комплексно, с системных позиций обосновать принимаемые решения по организации и структурированию сделок секьюритизации строительными предприятиями НГК.

Успешное применение секьюритизации возможно только для предприятий с определенным сочетанием особенностей, в частности, характерных для строительства объектов НГК:

- денежный поток по контракту относительно легко прогнозируем (строительно-монтажные работы (СМР) осуществляются в соответствии с установленным графиком производства работ на основе проектно-сметной документации);
- проекты по строительству объектов НГК носят долгосрочный характер, что обеспечивает стабильный денежный поток в течение длительного срока;

² ESF Securitisation Data Report Q4: 2008. URL: www.europeansecuritisation.com.

- заказчиками строительства объектов НГК выступают публичные компании, обладающие высокими кредитными рейтингами;
- большинство строительных контрактов заключается в НГК на значительные суммы.

В данной работе под секьюритизацией понимается юридическое обособление активов, генерирующих стабильные денежные потоки, с целью привлечения эмитентом финансирования путем выпуска ценных бумаг, платежи по которым обеспечены данными активами (и как следствие, денежными потоками, генерируемыми этими активами) [5]. При этом основными участниками секьюритизации являются оригинатор и специальное юридическое лицо (СЮЛ). Оригинатор – лицо, изначально создавшее или владеющее портфелем активов, который подлежит секьюритизации (например, привлекающее внешнее финансирование предприятие или банк, который выдает и обслуживает ипотечные кредиты). Он может одновременно выступать сервисным агентом (сервисером), т. е. заниматься приемом платежей от клиентов, зачислением их на специальные счета, обращением, взысканием на залог по просроченным платежам. СЮЛ – лицо, создаваемое для обособления секьюритизируемых финансовых активов и / или рисков, которые с ними связаны, и выпускающее ценные бумаги, исполнение обязательств по которым осуществляется за счет денежных поступлений по активам (правам требования).

Участники секьюритизации также выбирают инструмент привлечения финансирования для СЮЛ. В отечественной юрисдикции этот выбор заключается в альтернативе между акциями, облигациями и векселями, при этом оригинатор также анализирует возможность использования банковского кредита, факторинга и производных финансовых инструментов. Чтобы не выходить за рамки нашего анализа секьюритизации с позиции предприятия-оригинатора, отметим лишь, что выбор конкретного инструмента зависит от многих факторов, начиная от текущей конъюнктуры на финансовых рынках и заканчивая предполагаемым кругом инвесторов, в котором предполагается привлекать финансирование. Потенциальными инвесторами в ценные бумаги, выпущенные в рамках секьюритизации, могут выступить Резервный фонд, Фонд национального благосостояния, Пенсионный фонд Российской Федерации, негосударственные пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды, банки развития и госкорпорации. Подобная мысль прослеживается в положениях Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 г., которая предусматривает реализацию системы мер, направленных на стимулирование инвестиций в инфраструктурные облигации с целью привлечения ресурсов вышеуказанных инвесторов в долгосрочные проекты по развитию транспортной, энергетической, жилищно-коммунальной и социальной инфраструктуры, реализуемых в формате государственно-частного партнерства. Исполнение обязательств по таким облигациям может обеспечиваться активами, создаваемыми в рамках проекта, а также постоянными платежами за пользование инфраструктурными объектами³. При этом институциональные инвесторы могут предоставить более длинное финансирование по сравнению с коммерческими банками. Кроме того, такой способ финансирования облегчает привлечение иностранных инвесторов, сталкивающихся с различными нормативными ограничениями для «входа» в отечественную банковскую отрасль.

Основные схемы секьюритизации

Учитывая специфику отечественного законодательства, предлагается использовать так называемый традиционный тип секьюритизации. Организация сделок по иному типу сталкивается с законодательными ограничениями в РФ [6]. В частности, в ходе структурирования сделки организаторы могут столкнуться с проблемами наличия специальной правосубъектности у СЮЛ (например, лицензия, членство в саморегулируемой организации, проч.), а также с необходимостью уплаты НДС при переуступке денежных потоков по строительным контрактам и невозможностью уступки будущих прав требования от строительной компании оригинатора к СЮЛ. Соответственно эти вопросы могут быть решены созданием

³ Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 г., утвержденная Распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 г. № 2043-р // Информационно-правовая система «Консультант Плюс».

СЮЛ и получением для него всех необходимых разрешений еще до формирования портфеля строительных контрактов.

В рамках традиционного типа секьюритизации рассматриваются две схемы сделок, принципиальное различие между которыми заключается в структурировании денежных потоков и юридическом оформлении отношений между оригинатором и СЮЛ.

Первая схема, условно именуемая «Договор аренды» (рис. 1), выглядит следующим образом: строительные контракты на новые объекты заключаются между заказчиками строительства и СЮЛ, это же лицо под будущие поступления привлекает финансирование и приобретает необходимую технику и оборудование (основные средства), оставляя их на своем балансе. Строительное предприятие заключает со СЮЛ субподрядный договор и выполняет строительно-монтажные работы. Далее основные средства передаются в аренду строительному предприятию. Арендная плата включает амортизацию основных средств, а также затраты СЮЛ по обслуживанию внешнего финансирования.

Вторая схема, условно обозначаемая «Договор займа», представлена на рис. 2. В ней строительные контракты на новые объекты также заключаются между заказчиком и СЮЛ, которое привлекает внешнее финансирование под будущие поступления, однако передает привлеченные средства строительной организации на основании договора займа.

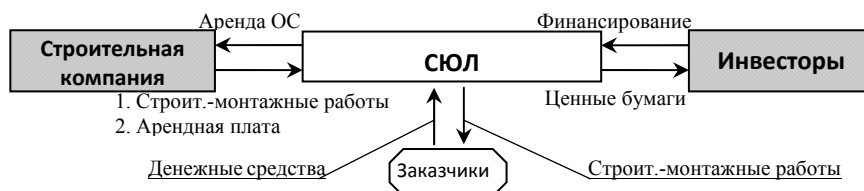


Рис. 1. Схема секьюритизации «Договор аренды»

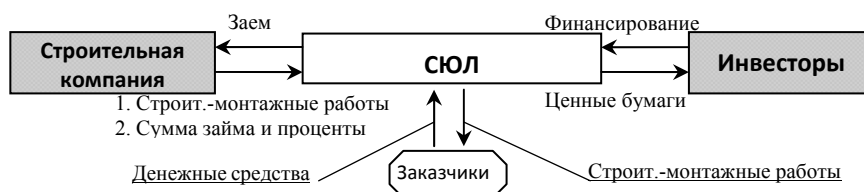


Рис. 2. Схема секьюритизации «Договор займа»

При этом строительное предприятие заключает со СЮЛ субподрядный договор с правом удержания последним сумм процентов и основного долга по займу для выплаты внешним кредиторам.

Модификация модели инвестиционного проекта

Для анализа особенностей применения секьюритизации как альтернативы долгосрочного кредитного финансирования была модифицирована имитационная модель инвестиционного проекта [7]. Отметим, что секьюритизация не является абсолютно новым явлением в области финансов. На самом деле она появилась в результате новой комбинации элементов,

используемых в традиционных формах финансирования. Поэтому предлагаемая модификация модели, по сути, основывается на сочетании традиционных подходов проектного анализа и инструментария финансового менеджмента. С помощью модели предлагается проводить количественную оценку условий, при которых секьюритизация является приемлемой альтернативой финансирования, на основе определения основных результирующих показателей ее использования.

Модифицированная модель представляет собой последовательность финансовых расчетов для двух вариантов финансирования (кредит и секьюритизация) в виде соответствующих стандартных таблиц, используемых для финансового анализа проектов. Она основывается на методике проектного анализа и оценки инвестиционных проектов [8; 9] с использованием методических подходов Всемирного банка [10], Организации ООН по промышленному развитию (ЮНИДО) [11] и Европейского сообщества [12], а также Методических рекомендациях по оценке эффективности инвестиционных проектов [13]. При этом комплекс таблиц финансового анализа был представлен в более компактной форме и одновременно дополнен блоками расчетов по финансированию на основе секьюритизации оценки результатов ее применения, включая средневзвешенную стоимость капитала, дисконтированный финансовый денежный поток, эффект от секьюритизации и финансовые коэффициенты.

Можно выделить следующие основные этапы расчетов и финансового анализа модели (рис. 3).

1. *Базовые расчеты*, где планируются доходы, инвестиции в основной капитал, текущие издержки, потребность в оборотном капитале.
2. *Налоги и финансирование*, в ходе которого рассчитываются налоговые платежи и способы финансирования.
3. *Денежный поток* по проекту для оценки его эффективности.
4. *Денежный поток* для финансового планирования (финансовый денежный поток), в котором рассчитываются денежные потоки одновременно от инвестиционной, операционной и финансовой деятельности.
5. *Прогноз финансовой отчетности*, для которого формируются отчет о прибылях и убытках и агрегированный балансовый отчет.



Рис. 3. Общая схема расчетов

Так как модель нацелена на исследование влияния выбора способа финансирования на финансовые показатели предприятия, то изменения баланса связаны с двумя статьями: «Денежными средствами и краткосрочными финансовыми вложениями» в активе и «Собственным капиталом» (за счет изменения нераспределенной прибыли) в пассиве. «Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения» представляют собой итог расчета движения денежных средств за текущий и предыдущие периоды по инвестиционной, операционной и финансовой деятельности. Нераспределенная прибыль отражает результат только операционной и финансовой деятельности предприятия за аналогичные периоды, поэтому уравновешивание валюты баланса обеспечивается также за счет учета амортизации основных средств и изменений привлеченного капитала (при условии, что эти изменения обусловлены выбранным способом финансирования). После этих этапов все вычисления формируются в таблицы «Отчет о прибылях и убытках», «Финансовый денежный поток», «Агрегированный баланс» и «Налоговые платежи».

6. *Совмещение прогнозных и исторических данных:* для обеспечения возможности анализа и сравнения разных периодов прогнозные («смоделированные») данные таблиц «Отчет о прибылях и убытках» и «Агрегированный баланс» совмещаются с фактическими (ретроспективными) данными баланса и отчета о прибылях и убытках анализируемого предприятия за определенный период. При этом отправным («предпроектным») годом является последний заверченный финансовый год предприятия. По итогам совмещения данных формируются баланс и отчет о прибылях и убытках предприятия, содержащие как фактическую, так и прогнозную информацию для вариантов финансирования посредством кредита и секьюритизации.

7. *Сравнение основных вариантов финансирования на основе расчета показателей результативности метода финансирования,* включая средневзвешенную стоимость капитала (WACC), финансовые коэффициенты, дисконтированный финансовый денежный поток и эффект от структурирования сделки секьюритизации.

На последнем этапе осуществляется анализ полученных абсолютных и относительных показателей и их сравнение между рассматриваемыми вариантами финансирования для каждого периода строительства объектов НГК и всего прогнозного периода. При этом схема традиционного финансирования с помощью кредита является базовым вариантом для сравнения.

Показатели результативности секьюритизации

В качестве критериев выбора варианта финансирования предлагается использовать минимальное значение средневзвешенной стоимости капитала для предприятия и наличие положительного дисконтированного финансового денежного потока по проекту.

Предполагается, что результат от использования секьюритизации строительным предприятием (оригинатором) будет положительным, если выполняется следующее условие соотношения средневзвешенных стоимостей капитала:

$$WACC_i^{kf} > WACC_i^{сек}, \quad WACC_i^{сек} = \min(WACC_i^{CA}, WACC_i^{CЗ}),$$

где $WACC_i^{kf}$ – средневзвешенная стоимость капитала для строительного предприятия при финансировании посредством кредита; $WACC_i^{сек}$ – средневзвешенная стоимость капитала для строительного предприятия в результате использования механизма секьюритизации; верхний индекс обозначает соответствующий способ финансирования: кф – финансирование посредством кредита, сек – секьюритизация; CA – секьюритизация на базе договора аренды; CЗ – секьюритизация на базе договора займа.

Сама по себе минимизация средневзвешенной стоимости капитала не может быть однозначным критерием оптимальности его структуры. Изменения в структуре и стоимости капитала имеют положительный эффект, когда они не оказывают негативного влияния на денежный поток. Если результатом привлечения нового заемного капитала станет снижение допустимого уровня риска и это повлечет последующее сокращение денежных потоков, такие изменения могут привести к ухудшению финансового состояния компании при уменьшении стоимости капитала. Исходные данные формировались таким образом, чтобы стои-

мость собственного капитала фирмы была больше заемного по причине более высоких рисков для акционеров, а также наличия «налогового щита» при использовании заемного капитала.

Финансовые коэффициенты вычисляются в отдельных таблицах и предназначены для проведения финансово-экономического анализа деятельности организации. На основе данных баланса и отчета о прибылях и убытках рассчитываются показатели рентабельности, финансовой устойчивости (относительные и абсолютные), ликвидности, деловой активности, платежеспособности, кредиторской и дебиторской задолженности, и другие финансовые коэффициенты для каждого из периодов, а также динамика изменения этих показателей. Данные расчеты осуществляются с помощью программного обеспечения «Финансовый анализ: проф. + Оценка бизнеса», разработанного ООО «Константа» и предназначенного для проведения финансово-экономического анализа деятельности организации по данным бухгалтерского баланса и дополнительным данным аналитического бухгалтерского учета, а также оценки на основе этих данных стоимости предприятия и составления аналитического отчета. Рассчитанные таким образом коэффициенты используются для анализа финансового состояния строительного предприятия на различных этапах привлечения финансирования.

В рамках этого анализа для каждого способа финансирования осуществляется оценка дисконтированного денежного потока originатора (денежного потока для собственного капитала), который рассчитывается в модели следующим образом:

$$NPV_{\text{ориг}}^f = \sum_{t=0}^N \frac{CF_t^f}{(1+i)^t},$$

где $NPV_{\text{ориг}}^f$ – дисконтированный денежный поток originатора при f -способе финансирования; CF_t^f – денежный поток originатора в период t при f -способе финансирования; i – норма текущей доходности; N – количество периодов строительства объектов НГК.

Для допустимых вариантов финансирования по определению выполняются условия неотрицательности чистого дисконтированного дохода (ЧДД), т. е. условия $NPV_{\text{ориг}}^f \geq 0$. Кроме того, для выбора в пользу секьюритизации в любой из двух схем требуется получение более высокого ЧДД по сравнению с кредитным финансированием, т. е. условия $NPV_{\text{ориг}}^{\text{кф}} \leq NPV_{\text{ориг}}^{\text{сек}}$.

Отметим, что в модели денежный поток для originатора в основном совпадает с денежным потоком для финансового планирования, так как строительство объекта финансируется заказчиком в полном объеме. Исключение составляют периоды, в течение которых требуются значительные суммы для погашения долга, как следствие, возникают дополнительные потребности в финансировании. Они удовлетворяются за счет образующегося при реализации проекта накопленного сальдо денежного потока для финансового планирования. В такие периоды текущее сальдо денежных средств финансового плана равняется нулю, а сумма такого финансирования за счет накопленного в предыдущие периоды сальдо указывается в качестве положительной величины среди источников финансирования в финансовом плане и одновременно в качестве отрицательной величины в денежном потоке originатора.

С точки зрения влияния на величину операционной прибыли эффект от использования механизма секьюритизации строительным предприятием в каждый момент времени по сравнению с финансированием посредством кредита может быть оценен следующим образом:

$$\mathcal{E}C_t^f = (\Delta EBIT_t^f - \Delta X_t^f - T_t^f - C_t^f) \times (1 - t_t),$$

где $\mathcal{E}C_t^f$ – эффект от структурирования f -й сделки секьюритизации в период t ; $EBIT_t^f$ – операционная прибыль для f -й сделки секьюритизации за анализируемый период t ; X_t^f – сумма процентов по привлеченным средствам за период t в результате использования f -й сделки секьюритизации; T_t^f – прочие налоги для f -й сделки секьюритизации за анализируемый период t ; C_t^f – сумма расходов на структурирование f -й сделки секьюритизации в период t , которая может быть получена калькулированием либо методом экспертных оценок; t_t – ставка налога на прибыль.

Предложенная модификация модели охватывает движение финансовых потоков и взаимодействие originатора и СЮЛ на всех этапах механизма и позволяет оценить результат

использования секьюритизации с помощью инструментов проектного анализа по совокупности финансовых транзакций в целом.

Таким образом, предложенная модификация имитационной модели инвестиционного проекта обеспечивает возможность сравнения различных типов секьюритизации и кредитной формы финансирования на основе расчета основных показателей оценки результативности применения каждого механизма.

Этапы методики оценки секьюритизации

Учитывая специфику отечественного законодательства [14], а также в целях предоставления максимальных гарантий инвесторам предлагается использовать следующую методику по использованию сделок секьюритизации, состоящую из этапов, выполнение которых позволит строительному предприятию принимать экономически обоснованные и эффективные решения в области привлечения финансовых ресурсов и использования секьюритизации (рис. 4).

1. Выявление потребности в финансовых ресурсах.
2. Анализ финансового состояния предприятия-оригинатора.
3. Анализ вариантов финансирования и выбор механизма секьюритизации.
4. Проверка результативности управленческого решения в области выбора источников финансирования.
5. Организационно-экономические мероприятия по реализации механизма секьюритизации.

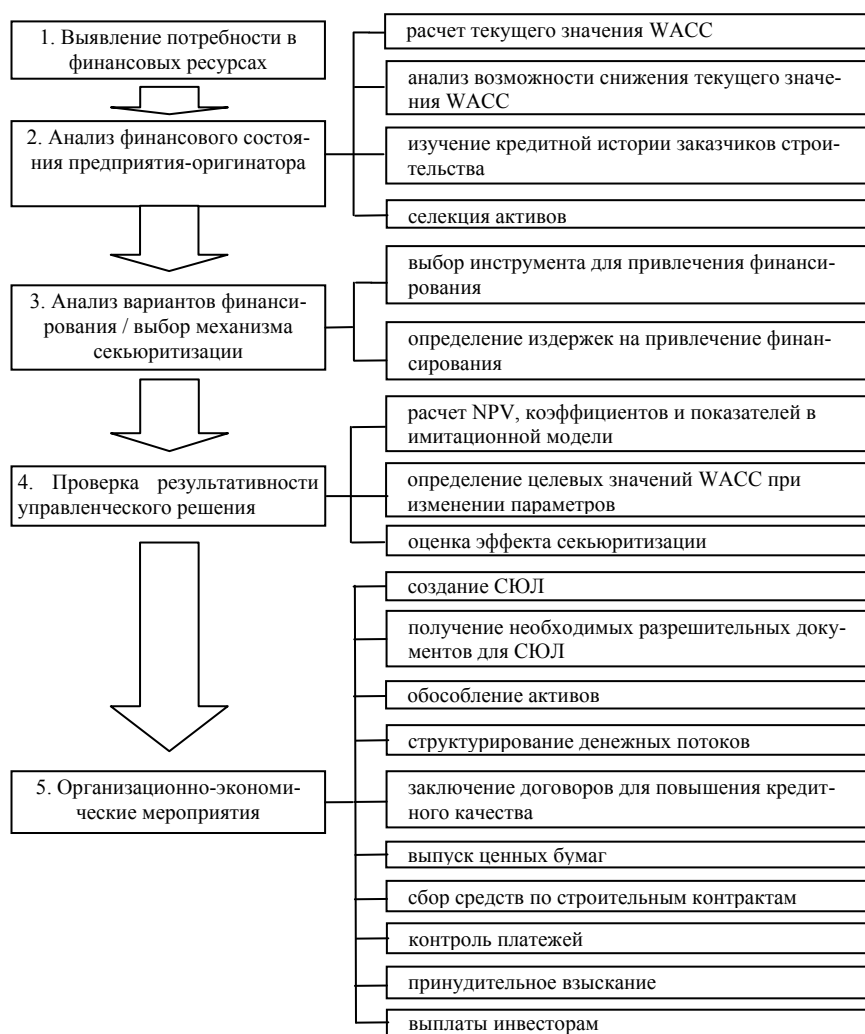


Рис. 4. Схема оценки секьюритизации денежных потоков по контрактам на строительство объектов НГК

На первом этапе осуществляется сопоставление необходимого количества финансовых ресурсов и целей их использования с лимитами доступных источников и их спецификой. Для этого проводится анализ будущих строительных контрактов, необходимых для потенциальной инвестиционной деятельности.

Анализ финансового состояния предприятия-оригинатора проводится на втором этапе и включает расчет текущего значения средневзвешенной стоимости капитала (WACC) с целью его использования в качестве критерия выбора источника финансирования и оценки эффективности механизма секьюритизации для предприятия; анализ возможности снижения текущего значения WACC; изучение кредитной истории заказчиков строительства объектов НГК, в том числе их кредитного рейтинга; селекцию активов, подлежащих секьюритизации, подразумевающую анализ действующих и перспективных контрактов предприятия на строительство объектов НГК, прогнозирование денежных потоков по ним. На данном этапе оценивается исходное финансовое состояние строительного предприятия в ситуации без осуществления инвестиционного проекта.

На третьем этапе проводится проверка результативности управленческого решения в области выбора источников финансирования путем расчета рассмотренных основных показателей: целевых значений WACC при изменении параметров внешней / внутренней среды финансирования; финансовых коэффициентов; дисконтированного финансового денежного потока и эффекта секьюритизации для предприятия-оригинатора. Для этого используются результаты, полученные на двух предыдущих этапах, и для каждой из рассматриваемых схем секьюритизации прогнозируется ситуация «с проектом» и сравнивается с ситуацией «без проекта».

На завершающем этапе разрабатываются организационно-экономические мероприятия по реализации механизма секьюритизации. Они включают создание СЮЛ; получение СЮЛ необходимых лицензий, разрешений и других документов, предусмотренных нормативно-правовыми актами в сфере строительства; обособление активов, участвующих в секьюритизации путем заключения / перезаключения договоров между созданным СЮЛ и заказчиками; структурирование денежных потоков посредством определения и формирования договорных взаимоотношений с обслуживающей кредитной организацией для сбора и аккумулирования средств, поступающих по контрактам на строительство объектов НГК; заключение СЮЛ договоров для повышения его кредитного качества со специализированными организациями (при необходимости); выпуск (размещение) СЮЛ ценных бумаг и привлечении финансирования от инвесторов; сбор средств, поступающих по контрактам от заказчиков строительства; контроль своевременности погашения задолженности; применение процедур принудительного взыскания просроченной задолженности; осуществление выплат инвесторам.

Результаты апробации модели на примере ОАО «Стройтрансгаз»

Предложенная модификация имитационной модели была апробирована в практических расчетах для сравнения кредита и секьюритизации в качестве альтернативных механизмов финансирования ОАО «Стройтрансгаз». Расчеты исходят из того, что ОАО «Стройтрансгаз» для работы на новых объектах требуется приобретение оборудования на сумму 5 млрд руб. с НДС, срок амортизации составляет 5 лет, амортизация начисляется равномерно. Строительное предприятие рассматривает 2 варианта привлечения внешнего финансирования: 1) долгосрочный банковский кредит сроком на 5 лет, ставка 15 %; 2) секьюритизация на тот же срок, но в схемах на основе договоров займа и аренды, по меньшей ставке, 13,25 % благодаря более высокому кредитному рейтингу заказчиков строительства, при этом 0,25 % – это затраты на структурирование сделки секьюритизации, остающиеся неизменными. В общем случае эти затраты при различных схемах финансирования различаются, однако это зависит от используемых СЮЛ вариантов привлечения финансирования. В данной работе внимание сосредоточено на оценке альтернативных механизмов финансирования со стороны originатора, при этом затраты на структурирование сделки секьюритизации выступают в качестве внешнего параметра. Для обеспечения сопоставимости расчетов арендные платежи в схеме секьюритизации на основе договора аренды устанавливались таким образом, что-

бы эффект от секьюритизации в сумме совпадал в обеих схемах. Поэтому при прочих равных условиях основное различие между вариантами кредитования и схем секьюритизации на основе договоров как займа, так и аренды заключается в разнице стоимости привлеченных средств в расчетах – на 1,75 %. Однако дополнительное преимущество модели состоит в том, что она позволяет учесть разные издержки и платежи для строительного предприятия.

При проведении расчетов использовались следующие основные предположения. Денежные потоки дисконтируются по ставке 17,5 %. Выплаты процентов по кредиту осуществляются раз в год. В качестве прогнозного рассматривается пятилетний период, в течение которого предприятие обеспечивает стабильные объемы выручки. При расчете налогов предполагалось, что предприятие уплачивает следующие налоги и обязательные платежи: налог на добавленную стоимость по ставке 18 %; налог на прибыль по ставке 20 %; налог на имущество по ставке 2,2 %; налоги, включенные в себестоимость (страховые взносы во внебюджетные фонды, транспортный налог, земельный налог); местные налоги. Для построения денежных потоков от операционной деятельности ОАО «Стройтрансгаз» использовались следующие исходные данные. Доходы предприятия от строительно-монтажных работ прогнозируются на постоянном уровне 40 млрд руб. в год для всего периода анализа, что соответствует средним показателям предприятия за предыдущие 5 лет. Текущие издержки определяются на основе ретроспективных данных о себестоимости строительно-монтажных работ для предприятия за предыдущие 5 лет. При различных схемах финансирования они остаются неизменными.

На основе указанной информации были смоделированы денежные потоки для двух способов финансирования (кредит и секьюритизация) и двух схем секьюритизации, для каждого варианта рассчитан отчет о прибылях и убытках, сформирован прогнозный баланс. Полученные результаты совмещены с фактическими показателями ОАО «Стройтрансгаз» за предыдущие 6 лет (2003–2008 гг.), при этом данные предпроектной стадии «накладываются» на показатели за 2008 г., в последующие годы в отчетности изменяются только расчетные показатели.

Результаты расчетов показали, что для секьюритизации на основе договора аренды на протяжении первых лет проекта значения ряда относительных финансовых показателей (коэффициент автономии, финансовый рычаг) лучше, чем при традиционном финансировании, в то время как для общей рентабельности и рентабельности собственного капитала характерна обратная тенденция. Однако постепенная амортизация суммы привлеченного финансирования и приобретенных основных средств элиминирует этот эффект на завершающей стадии проекта.

Средневзвешенная стоимость капитала в первый-предпоследний годы проекта для секьюритизации на базе договора займа существенно ниже по сравнению с кредитным финансированием, а для секьюритизации на базе договора аренды, наоборот, выше. Однако в последний год проекта, когда происходит погашение кредита и последние выплаты инвесторам, значения WACC равны для обеих схем секьюритизации и кредита (табл. 1).

С точки зрения влияния на дисконтированный денежный поток originатора наибольшее положительное значение обеспечивается для схемы секьюритизации на базе договора займа (табл. 2). По итогам приведенных расчетов можно рекомендовать предприятию выбрать эту схему секьюритизации как наиболее предпочтительную форму внешнего финансирования.

Таблица 1

Средневзвешенная стоимость капитала originатора,
в долях

Способ финансирования	Период проекта, год				
	1	2	3	4	5
Кредит	0,13	0,13	0,14	0,14	0,20
Секьюритизация «договор аренды»	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Секьюритизация «договор займа»	0,12	0,12	0,13	0,14	0,20

Таблица 2

Накопленный чистый дисконтированный денежный поток originатора,
млн руб.

Способ финансирования	Период проекта					
	CF_1	CF_2	CF_3	CF_4	CF_5	$NPV_{\text{ориг}}$
Кредит	1 808,8	997,8	858,4	738,3	-1 597,4	2 805,9
Секьюритизация «договор аренды»	498,0	434,7	379,1	330,5	287,9	1 930,2
Секьюритизация «договор займа»	1 868,4	1 048,5	901,5	775,1	-1 566,2	3 027,3

При секьюритизации на базе договора займа показатели рентабельности, финансовой устойчивости, относительные показатели (коэффициент автономии, финансовый рычаг) также выглядят значительно лучше. Из расчетов видно, что результаты секьюритизации связаны со снижением стоимости финансирования, обусловленной в свою очередь более высоким кредитным рейтингом заказчиков строительства.

Представленные результаты расчетов по модифицированной имитационной модели инвестиционного проекта для ОАО «Стройтрансгаз» позволяют обосновать применение секьюритизации на базе договора займа для привлечения внешнего финансирования данным предприятием. Практический опыт применения данной методики в группе компаний «Сиб-трубопроводстрой» демонстрирует широкие возможности использования рассматриваемого механизма в вертикально интегрированном холдинге с созданием СЮЛ для обособления денежных потоков по строительным контрактам. В обоих примерах наблюдаются положительные результаты от секьюритизации, которые соответствуют масштабу выручки каждого из предприятий. Для обоих случаев характерно снижение средневзвешенной стоимости капитала при использовании секьюритизации на базе договора займа. Результаты, полученные в модифицированной модели проекта, позволяют обосновать и предложить использование механизма секьюритизации предприятиями, специализирующимися на строительстве объектов инфраструктуры НГК.

Список литературы

1. Jobst A. European Securitisation: A GARCH Model of CDO, MBS and Pfandbrief Spreads // J. W. Goethe Universitaet. Frankfurt am Main. Finance Working Paper. 2003. № 121.
2. Koutmos G. Modelling the Dynamics of MBS Spreads // The Journal of Fixed Income. 2002. Vol. 12, № 2. P. 43–49.
3. Фисюн О. А. Балансовая модель платежных потоков при управлении ипотечными облигациями на основе стандартного пополняемого пула с переменной процентной ставкой // Экономические науки. 2010. № 65. С. 207–213.
4. Вольф Л.-Л., Дэвидсон Э., Сандерс Э., Чинг А. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ. М.: Вершина, 2007. 592 с.
5. Петровичев А. Ю. Развитие секьюритизации в условиях рыночной экономики // Банковское дело. 2011. № 3. С. 57–61.
6. Петровичев А. Ю. Секьюритизация – альтернативный способ привлечения финансовых ресурсов // Деньги и кредит. 2010. № 10. С. 45–50.
7. Новикова Т. С. Анализ общественной эффективности инвестиционных проектов. Новосибирск, 2005. 282 с.
8. Новикова Т. С. Методы анализа эффективности проектов для обоснования государственной поддержки // Вестн. Новосиб. гос. ун-та. 2009. Т. 9, вып. 2. С. 45–55.
9. Новикова Т. С. Опыт оценки эффективности инновационных проектов СО РАН: взаимодействие государства и бизнеса // Инновации. 2009. № 9. С. 98–105.

10. *Jenkins G. P., Harberger A. C.* Cost-Benefit Analysis of Investment Decisions. Manuel. Queen's University, Canada, 2001.
11. *Беренс В., Хавранек П. М.* Руководство по подготовке промышленных технико-экономических исследований. М.: АОЗТ «Интерэксперт», 1995. 342 с.
12. Руководство по применению метода анализа издержек и выгод для оценки инвестиционных проектов: Пер. с англ. DG Regional Policy, European Commission, 1999. 430 с.
13. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов (вторая редакция). Офиц. изд. М.: Экономика, 2000. 278 с.
14. *Петровичев А. Ю.* Секьюритизация в строительстве объектов нефтегазового комплекса // Право и экономика. 2009. № 6. С. 48–57.

Материал поступил в редколлегию 14.06.2012

T. S. Novikova, A. A. Petrovichev

**SECURITISATION AS A METHOD OF FINANCING
FOR CONSTRUCTION ENTERPRISES IN THE OIL AND GAS COMPLEX**

The paper presents a methodical approach to justify the choice of securitization to finance the construction of oil and gas industry. It is developed a modification of a simulation model of the project to compare two versions of securitization and credit forms of financing, tested in calculations on the example of a real company.

Keywords: securitization, financing of investment, model of the project, construction enterprises in the oil and gas complex.