

## Финансирование инвестиционных строительных проектов

Денисов В.А.,

Партнер, компания Berkshire Advisory Group

Строительство является одной из ведущих отраслей народного хозяйства, в которой сосредоточены значительные материальные, людские и финансовые ресурсы. Поэтому в инвестиционных портфелях универсальных коммерческих банков и других финансовых институтов финансирование строительства занимает видное место. Это естественно: объекты недвижимости, как правило, связаны с удовлетворением первоочередных и самых насущных потребностей населения, рынок недвижимости – один из наиболее доходных, и инвестиции в создание и реконструкцию объектов недвижимости являются одними из наиболее надежных и эффективных.

**Основными направлениями инвестиций**, связанных с недвижимостью, являются реконструкция и строительство офисных и торговых зданий, складов (логистических комплексов), жилья, гостиниц, выставочных центров и центров для проведения культурно-массовых мероприятий и др. Каждое из указанных направлений бизнеса имеет свою специфику. Они существенно различаются как по масштабам и срокам реализации, так и по местам локализации, требуемым материальным и финансовым ресурсам и др.

Тем не менее, некоторые банки отказываются от инвестиций в строительство, объясняя это **повышенным уровнем рисков** этого рынка и тенденцией к «надуванию пузыря». Специалисты таких банков указывают на существенное разнообразие строительных проектов, а также на большой объем работы, связанный с юридической проработкой легитимности землеотвода под площадку, риски, связанные с проектными и строительно-монтажными работами, контролем за финансовыми потоками на стройке и, наконец, рыночными факторами.

Возможно, такое мнение имеет под собой некоторые основания.

Действительно, инвестиционные проекты в строительной отрасли имеют на наш взгляд ярко выраженную специфику:

*Во-первых*, как правило, строительные проекты весьма ресурсоемки и их реализация занимает длительный период времени. Строительство гостиничных комплексов, жилых микрорайонов, больших торгово-развлекательных центров требует значительных капитальных вложений, а срок со старта проекта до его завершения превышает пятилетний период. В этой связи проекты, связанные со строительством, редко реализуются только за счет собственных средств инициатора. В большинс-

тве случаев строительство и реконструкция объектов недвижимости происходит при самом активном участии заемного капитала. При этом ошибка в принятии инвестиционных решений по ресурсоемким строительным проектам, выражающаяся зачастую миллиардами рублей, связана для банка с болезненными потерями.

*Во-вторых*, часто в ходе реализации строительных проекты генерируют денежный поток, который может быть направлен не только на обслуживание заемного капитала, но и для самой реализации проекта. При этом величина генерируемого дохода напрямую зависит от степени завершенности проекта.

*В-третьих*, при строительстве жилья на продажу банк сталкивается с фактором ограниченного объема товара, который может быть реализован. Например, если жилой комплекс имеет тысячу квартир, то выручка от реализации проекта будет формироваться только за счет продажи этих площадей. Увеличить или уменьшить ее можно лишь изменяя цены продажи квартир. Таким образом, банк имеет дело с ограниченным объемом ресурсов, который можно использовать на обслуживание и возврат заемных средств. С этой точки зрения, хотя речь идет об инвестициях, кредитование таких проектов весьма схоже с финансированием торговых операций.

Кроме того все указанные выше факторы усугубляются сильной зависимостью от достаточно серьезных региональных колебаний рынка. По существу, этот фактор определяет финансовую эффективность строительных проектов.

### Риски реализации строительных проектов

*Во-первых*, это рыночные риски. Рынок недвижимости, несмотря на высокую доходность, подвержен существенному влиянию макроэкономических факторов. Известно, что цены на недвижимость, динамично росшие в период 2003–2007 гг., в 2008–2009 гг. не только потеряли динамику роста, но и начали снижаться. Причем падение цен в разных секторах недвижимости составило от 10% до 25%, существенно сократились объемы продаж и аренды офисных и торговых площадей.

Понятно, что девелопер, принимая решение в 2006 г. по проекту с пятилетним сроком реализации, неминуемо попадал в сложную ситуацию, в которой только высокая доходность проекта могла помочь избежать убытков.

*Во-вторых*, риски связанные с выбором площадки и, прежде всего, юридические и технические. Невнимание к выбору площадки в условиях неустоявшегося земельного законо-

дательства может привести к необходимости решать вопросы в суде. В других случаях возникшие обременения ставят под угрозу само строительство. Техническая сторона также важна. Известны случаи, когда инвестор, вложив определенные средства в обустройство площадки, обнаруживал на ней старые, но работающие коммуникации, о которых по ротовейству местных чиновников он не был предупрежден. Перекладка коммуникаций ставит под сомнение целесообразность проекта, а отказ инвестора от площадки не может вернуть ему затраченные средства.

*Третья группа рисков* связана с процессом строительства. Известно крылатое высказывание, согласно которому ни одна стройка не заканчивается в срок и не укладывается в планируемый бюджет. Понятно, что незапланированный рост объема инвестиций и увеличение сроков реализации проекта существенно сказываются на его эффективности.

К этому прибавляется риск нецелевого использования кредитных средств в ходе строительства. Особенно часто это случается, когда банк кредитует компанию, реализующую сразу несколько строительных проектов. В этой ситуации компания может пойти на то, чтобы за счет финансирования одного проекта исправить ошибки или сложности на другом проекте. Как правило, такая переброска средств заканчивается тем, что вместо одного проблемного проекта у компании возникают два.

И, наконец, *четвертая группа рисков* связана с формированием выручки проекта. Политика реализации построенных площадей или сдачи их в аренду граничит с искусством. И ошибки в выборе стратегии реализации существенно снижают эффективность проекта.

Изложенное позволяет сделать вывод, что без высокопрофессиональных специалистов, продуманной и отработанной технологии участия финансового института в реализации строительных проектов успех маловероятен. Поэтому банки создают специализированные подразделения, анализирующие строительные проекты и подготавливающие инвестиционные решения.

**Для снижения инвестиционных рисков** на ранних этапах проектного цикла особое внимание следует уделить анализу концепции проекта и его рыночной состоятельности. В ходе него необходимо опираться на маркетинговые исследования, проведенные специализированной компанией. Причем при обосновании важных проектов, для анализа концепции проекта целесообразно привлекать две-три разные компании, сравнивая результаты их исследований.

Особенностью проведения анализа является ориентация не на текущее состоя-

ние рынка, а на перспективу, учитывающую макроэкономические факторы. Особенно это важно при реализации масштабных и длительных проектов.

Например, относительно недавно на рынке недвижимости появился новый продукт – апартаменты. Многие банки отказываются рассматривать такие проекты, мотивируя свое решение новизной продукта. На самом деле имеющийся успешный опыт реализации проектов в этой сфере говорит о том, что с точки зрения рынка большой разницы между апартаментами и традиционными квартирами нет. Более того, представляется, что по мере либерализации законодательства институт прописки будет постепенно терять свое значение и разница между традиционными квартирами и апартаментами исчезнет.

Снижение юридических рисков невозможно без привлечения к проработке комплекса разрешений и свидетельств, сопровождающих проект, грамотных юристов. При принятии инвестиционных решений по большим и сложным проектам рекомендуется привлекать к проработке специализированные консалтинговые и юридические компании, имеющие опыт работы в этой сфере.

#### **Снижение строительных рисков достигается несколькими путями**

Первое, на что нужно указать, это выбор опытных и надежных проектировщиков и подрядчиков. Естественно, что выбор должен осуществляться на конкурсной основе. При подведении итогов конкурса важно проанализировать не только стоимостные предложения его участников, но и их опыт.

Когда речь идет о масштабных и сложных проектах, целесообразно включать одним из условий тендера предоставление их участниками банковской гарантии надлежащего выполнения условий контракта.

За рубежом предоставление такой гарантии – давно принятая и успешная практика. На деле ее предоставление лишь незначительно увеличивает стоимость строительства. С другой стороны, дисциплинируя подрядчиков, она сразу снижает риски срыва сроков контракта или некачественного проведения работ. Как показывает опыт, предоставить такую гарантию могут лишь успешные и проверенные компании. Тем самым отсеиваются случайные и потенциально ненадежные партнеры.

Второе – жесткий контроль за ходом строительства со стороны финансового института. Крупные банки для осуществления этой функции создают специализированные подразделения, занимающиеся строительным и финансовым мониторингом проекта.

Можно идти по другому пути, привлекая для контроля за ходом проекта независимые, специализированные компании.

Следует сказать, что в настоящее время рынок предоставляет широкий выбор таких компаний. Их привлечение дает возможность не только жестко мониторить ход строительства и движение денежных средств, но и наладить текущий контроль за финансовым состоянием и работой компании, устанавливая «удаленную бухгалтерию (казначейство)».

К дополнительным мерам, снижающим риски, можно отнести правильное финансовое структурирование сделки. Например, часто банки предоставляют кредиты на реализацию инвестиционных строительных проектов рассчитывая, что часть затрат на строительство будет финансироваться за счет будущей выручки от продажи площадей. Тем самым создаются неоправданные риски. Динамика продаж или цены реализации на практике могут оказаться ниже прогнозных, что поставит под угрозу не только возврат кредитных средств, но и само успешное завершение проекта. Более правильным будет такой порядок финансирования проекта, при котором объем кредита позволяет полностью завершить стройку за счет кредитных средств (т.е. без учета выручки, генерируемой проектом) в условиях непланового увеличения затрат и сроков строительства.

**Формирование финансового резерва** – другая мера снижения строительных рисков на случай срыва сроков строительства или незапланированного увеличения его стоимости. При этом, как показывает опыт, нельзя ограничиваться 5% от сметной стоимости строительства. Большую надежность проект приобретает при 10–15%-м резерве.

И конечно самым простым способом снижения рисков является формирование обеспечения по кредиту в виде создаваемых, а лучше уже созданных, объектов недвижимости.

Перечисление рисков и путей их снижения показывает, что успех реализации проектов зависит от слаженного взаимодействия нескольких участников, среди которых особую роль играют, с одной стороны, финансовый институт (банк, инвестиционный фонд, финансовая компания и др.), предоставляющий необходимое финансирование, с другой – компания-оператор, инвестор и подрядчик.

Задачей финансирующего института является предоставление финансовых ресурсов позволяющих:

- ✓ успешно реализовать проект;
- ✓ обеспечить расчетную доходность инвестиций в сочетании с допустимым (минимальным) уровнем рисков.

Задачей компании-оператора и инвестора является успешная реализация проекта в сочетании с максимальной финансовой эффективностью.

Таким образом, задачи участников сходятся лишь в одном – в успешной реализации проекта. Что касается финансовой стороны вопроса, то здесь имеет место объективное противоречие.

Финансовый институт стремится снизить свои риски, поэтому он заинтересован в увеличении денежного потока проекта начиная с его самых ранних этапов. Инвестор же наоборот стремится оттянуть период активных продаж на завершающие этапы строительства, а лучше – на период после его завершения, когда цены на построенную площадь будут максимальными.

На самом деле это противоречие является следствием проявления известного баланса – более высокая доходность сопровождается более высокими инвестиционными рисками. Например, в случае когда в роли финансового института выступает банк, он часто не может уравновесить свою ограниченную в виде процентов по кредиту доходность традиционными инструментами снижения рисков, о которых шла речь выше. Остаются в известной мере непокрытыми рыночные риски, и, следовательно, банк может оказаться в ситуации незавершенного проекта с наличием обеспечения в виде недостроенного объекта.

Для финансового института единственным путем поддержания баланса является увеличение финансовой доходности своего участия в проекте. Для этой цели как нельзя лучше подходят принципы проектного финансирования, при которых участники делят как риски по реализации проекта, так и генерируемую им доходность.

Например, один из возможных путей увеличения доходности для финансирующего института является оптовый выкуп у инвестора части площадей создаваемого объекта. Выкуп происходит в самом начале строительства. Инвестор за счет полученных от оптовой продажи площадей средств имеет возможность успешно завершить строительство и, реализовав оставшиеся у него площади, получить плановую доходность. Можно указать и другие схемы, связанные, в частности, с приобретением и выкупом ценных бумаг.

Таким образом, использование в ходе реализации инвестиционных строительных проектов средств и механизмов, о которых шла речь выше, позволяет сделать инвестиции в строительный бизнес менее рискованными и более эффективными.