

Проблема выбора схем финансирования девелоперских проектов в современных условиях развития банковской системы Российской Федерации



Семен Фомин,

аналитик, старший научный сотрудник группы
инвестиционных решений CLEVER Lab.

Последние изменения в мировой и российской финансовой системе наглядно продемонстрировали девелоперам, как важно диверсифицировать источники финансирования. Девелоперы, которые сделали ставку только на финансовые инвестиции, а именно кредиты, сейчас испытывают большие трудности.

Застраховать себя от изменений рынка можно, максимально диверсифицировав механизмы и источники вложений, однако существует много сложностей, которые препятствуют реализации этой задачи. Большинство современных инструментов требуют долгой и тщательной подготовки и формализации бизнес-процессов. На первом этапе внедрение нового механизма обходится достаточно дорого с точки зрения транзакционных издержек, трат на изучение и освоение инструментов. Это не является сдерживающим фактором для сильных игроков, но мгновенно освоить большое количество новых инструментов невозможно.

Таким образом, масштабную диверсификацию могут позволить себе только крупнейшие игроки. Однако и их стратегия выбора финансирования требует основательного подхода. В данной работе пойдет речь о вариантах выбора схем финансирования девелоперских проектов.

Тенденции финансирования девелоперских проектов

На изменение подхода к финансированию девелоперских проектов в нашей стране сегодня влияют два основных фактора. Во-первых, увеличение стоимости денег во всем мире, что сказалось не только на процентных ставках по кредитам, но и на соотношении между заемными средствами и средствами компании. Если раньше западные банки были готовы финансировать 80% стоимости проекта, то теперь только 70% и даже 60%. Причем никто не знает, каким должно быть «правильное соотношение» в изменившихся условиях.

Во-вторых, сегодня большинство девелоперов обратились к многофункциональным проектам. И это повлекло за собой определенные проблемы: инвестору или кредитору гораздо сложнее оценить перспективы МФК, нежели монофункционального комплекса. Более того, рентабельность МФК не является суммой рентабельности отдельных его

функций – они действуют в синергии. К тому же, проекты МФК капиталоемкие, часто их стоимость намного превышает стоимость всех активов компании-инициатора строительства.

По мнению экспертов, ипотечный кризис в США был ожидаем и прогнозируем, однако никто не предполагал, что проблемы в секторе ипотечного кредитования заемщиков с низким рейтингом в США распространятся по всей мировой финансовой системе. Начало кризиса ознаменовали проблемы хеджевых фондов, потом об огромных убытках стали заявлять ипотечные и инвестиционные банки. Как результат общего кризиса, сократился объем операций на межбанковском рынке, что вызвало рост ставок и кризис ликвидности, для преодоления которого финансовые институты начали распродажу бумаг. Кризис коснулся и России, вызвав в середине августа значительный отток капитала из страны.

Но если в США из-за ипотечного кризиса наряду со спадом продаж жилых домов понесли большие убытки хедж-фонды, ипотечные и инвестиционные банки и компании строительного сектора, то в России строители и девелоперы могут пострадать только косвенно – из-за роста ставок на заемные средства. Иных негативных последствий кризиса для строителей пока не наблюдается – в стране остается значительный неудовлетворенный спрос на качественную жилую и коммерческую недвижимость.

До недавнего времени девелоперы привлекали в основном классические банковские кредиты. Сейчас можно небезосновательно ожидать, что финансовый кризис может ускорить развитие более современных и сложных схем финансирования. На сегодня все многообразие форм привлечения финансов в девелоперские проекты специалисты сводят к трем группам – проектному, форвардному и мезонинному.

Инструменты финансирования девелоперских проектов

Наиболее распространенный вид финансирования в нашей стране – проектное финансирование, которое достаточно бурно развивается, так как больше понятно и банкам, и заемщикам. Гейм-мейкерами на этом рынке являются в основном крупные российские банки, в первую очередь Сбербанк. Согласно прогнозам, именно проектное финансирование в среднесрочной перспективе будет оставаться основным видом финансирования в России. Банки, чувствуя привлекательность и востребованность этого вида финансирования, разрабатывают новые программы и конкурируют за наиболее интересные проекты.

Схема 1. Некоторые инструменты, используемые для финансирования девелопмента

Продукты	Инструменты
Инвестиционное кредитование	Краткосрочные кредиты
Проектное финансирование	Средне- и долгосрочные кредиты
Структурированное финансирование	Векселя, аккредитивы, гарантии
Бридж финансирование	Лизинг
Финансирование M&A, LBO, MBO	Конвертируемый долг
Гибридное финансирование	Субординированный долг
+ Продукты и инструменты рынков капитала	

Источник: Тройка Диалог

Проектное финансирование представляет собой кредит на финансирование определенного проекта, причем источником платежей по кредиту выступают именно денежные потоки от реализованного проекта. Важно, что для осуществления проекта создается специальная компания SPV (special purpose vehicle), которая юридически и экономически независима от компании-инициатора проектного финансирования. Целью деятельности данной компании является исключительно реализация конкретного инвестиционного проекта. Учредителем проектной компании является компания-инициатор проектного финансирования, именно она юридически является заемщиком по проектному финансированию.

Схема 2. Особенности проектного финансирования

Описание продукта	Критерии предоставления
Финансирование инвестиционных проектов, схема реализации которых предполагает ограниченный регресс кредитора на основной бизнес клиента Для целей реализации проекта создаются SPV, которая выступает объектом финансирования Характерной чертой SPV является ее финансовая, технологическая и организационная независимость Источником возврата долгового финансирования является денежный поток, генерируемый проектом	Детально проработанный бизнес-план проекта Профессиональная команда менеджеров Отраслевой опыт инициатора проекта Наличие заключений независимых консультантов по проекту Наличие не менее 30% собственных средств от стоимости проекта. Соотношение собственного и заемного капитала в проекте может варьироваться Субординация финансовых обязательств заемщика перед кредитом банка Обеспечения механизма контроля банка за принятием корпоративных решений, способных оказать материальное негативное воздействие на проект

Источник: Commercial Real Estate

Выход на проектное финансирование предполагает длительный процесс проработки проекта, а также большие трудозатраты на управление проектом на всех его стадиях.

Наличие большого количества участников в проекте делает необходимым полное раскрытие информации. От компании-инициатора проектного финансирования требуются большие расходы на прединвестиционную стадию подготовки. И банковские ставки в случае проектного финансирования выше, чем по классическому кредиту. Но у данной схемы есть множество преимуществ:

- позволяет получить крупные суммы на проект без залога, на длительный срок – 5–9 лет, без привязки к активам компании-инициатора проекта;
- позволяет привлекать нескольких инвесторов и распределять риски между ними;
- налоговые преимущества, поскольку SPV может быть иной юрисдикции, чем компания-инициатор проекта;
- индивидуальные графики платежей, причем первые платежи можно осуществлять после того, как будет пройдена фаза запуска проекта (от 1 года до 2 лет) и он выйдет на самоокупаемость;
- девелопер освобожден от необходимости распродавать объект коммерческой недвижимости по частям еще на этапе строительства (что может понизить его «классность» и общую ликвидность).

Банки также выигрывают от сотрудничества с девелоперами. Например, возможность совместной эксплуатации строящегося объекта (открыть в нем дополнительный офис), расчетно-кассовом обслуживании застройщика, кредитовании покупателей коммерческих площадей и т.д.

В то же время банк может быть подвержен некоторым рискам:

- юридический риск, связанный с тем, что у девелопера могут возникнуть проблемы с оформлением земельного участка (в аренду или собственность) и получением разрешения на строительство;
- риск, что застройщик не уложится в запланированные сроки окончания работ и тем самым увеличит время окупаемости проекта;
- риск изменения рыночной конъюнктуры в долгосрочной перспективе, что может повлечь за собой общее падение арендных ставок ниже уровня, заложенного в бизнес-плане, невысокую загруженность арендаторами построенных площадей и т.д.

По мнению многих участников рынка, именно за проектным финансированием будущее. Основные тенденции его развития связаны с уменьшением риска кредитора и уменьшением стоимости денег. Поэтому возможны следующие пути его развития:

- образование партнерских компаний с западными девелоперами. Западные компании будут иметь возможность привлекать более дешевые и длинные деньги;

- вовлечение в проектное финансирование банков-гарантов, т.е. банков, которые не являются банком-кредитором, а дают гарантии в отношении реализации проекта перед банком-кредитором; страховые компании, специализирующиеся в области проектного финансирования и т.д., и распределение проектных рисков между ними;
- распространение выдачи синдицированных кредитов по проектному финансированию, что предполагает диверсификацию банковских рисков;
- появление института государственных гарантий в отношении проектного финансирования (в том числе в отношении стабильности законодательства в отношении налогов и таможенных пошлин);
- появление профессиональных организаторов проектного финансирования на рынке; такими организаторами могут выступать отдельные банки, консалтинговые компании.

При форвардном финансировании инвестор финансирует строительство объекта и выкупает его по окончании стройки или оформления собственности по заранее определенной стоимости. Обычно инвестор финансирует девелопера для создания объекта при условии последующего распределения получаемого от эксплуатации объекта дохода, что при его эксплуатации позволяет уменьшить для инвестора риск уменьшения дохода, как при ипотечном кредите с фиксированным процентом.

В России форвардное финансирование было наиболее распространено в секторе жилой недвижимости – строительство жилых домов традиционно велось на средства дольщиков, однако после вступления в силу ФЗ №214 подобное стало затруднительным.

В секторе коммерческой недвижимости форвардное финансирование строительных проектов находится только на этапе становления. На Западе наиболее распространенным механизмом публичного форвардного финансирования является секьюритизация будущих поступлений средств от объектов недвижимости – вывод на рынок ценных бумаг, базовым активом по которым является недвижимое имущество, принадлежащее компании, и потоки доходов от объектов коммерческой недвижимости. До кризиса банковской ликвидности в августе 2007 г. наиболее крупным, высоконадежным и опытным заемщиком был значительно выгодней выпуск еврооблигаций. Однако в условиях проблем с ликвидностью на зарубежных площадках и возросших ставок по «строительным» облигациям на текущий момент приоритетней эмиссия рублевых облигаций.

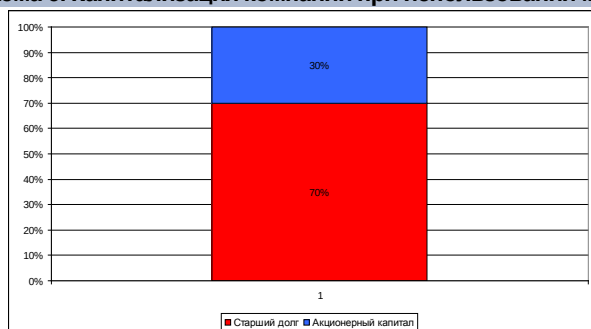
Секьюритизация дает возможность девелоперам получить будущие поступления по своим проектам в текущий момент с небольшим дисконтом, что позволяет структурировать финансовые потоки инвестиций, обеспечивающих своевременное финансирование реализуемого проекта. Для российского рынка недвижимости секьюритизация пока является

экзотическим способом получения денежных средств, однако в соответствии с мировыми тенденциями этот механизм будет пользоваться все большей популярностью. Форвардное финансирование по сравнению с краткосрочным банковским кредитованием снижает риск, связанный с продажей объекта после строительства, а также для инвестора увеличивает доходность инвестиций из-за более высокого риска и дает ему возможность влиять на ход проекта и выбор арендаторов и извлекать дополнительную прибыль с возможного увеличения арендной платы по сравнению с прогнозируемой.

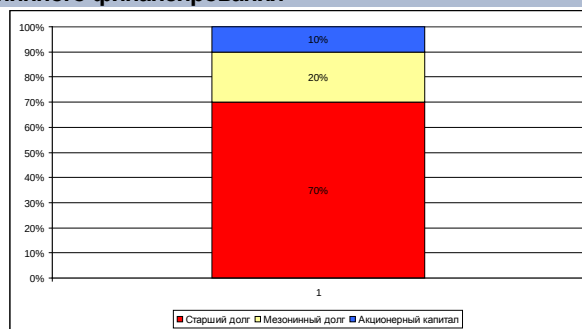
В силу отсутствия качественных инвестиционных проектов данная схема применима для девелоперов, которые планируют продать проект сразу после завершения строительства.

Относительно новым для российского рынка продуктом является мезонинное финансирование. Мезонинное финансирование – способ финансирования венчурных проектов, когда инвестор предоставляет ресурсы для ее развития через долговые обязательства с одновременным приобретением опциона с правом приобретения акций заемщика в будущем по определенной заранее цене. Данный способ финансирования способен снизить риски обеих сторон: долговые обязательства имеют более высокий приоритет в конкурсной очереди, что выгодно венчурному финансисту, а опционное соглашение позволяет заемщику в будущем рассчитаться с кредитором в удобной для него форме – выплата прибыли держателю опциона или размещение в его пользу акций.

Схема 3. Капитализация компании при использовании мезонинного финансирования



Источник: Тройка Диалог



Источник: Тройка Диалог

Мезонинное финансирование – это совершенно новый продукт для российского рынка, предназначенный для нужд компаний с малой капитализацией. Сейчас на этом рынке основные позиции принадлежат банкам, а также венчурным фондам и фондам прямых инвестиций.

В финансировании недвижимости к мезонинным кредитам часто прибегают застройщики с целью обеспечения дополнительного финансирования строительства (обычно

в случаях, когда первичная ипотека или потребность в средствах строительного кредита превышают 10%). Мезонинные кредиты такого рода часто предоставляются под обеспечение не самим строящимся объектом недвижимости, а акциями компании-застройщика (что, как правило, происходит при обычной ипотеке). Это дает кредитору возможность быстрее завладеть обеспечением в случае неисполнения обязательств по уплате и обращения взыскания на имущество. Типовое производство по обращению взыскания по ипотеке может занять больше года, тогда как акции являются личным имуществом заемщика и их можно взыскать в судебном порядке всего за несколько месяцев.

Схема 4. Преимущества и недостатки мезонинного финансирования

«ЗА»	«ПРОТИВ»
Меньшая стоимость капитала по сравнению со стоимостью акционерного капитала	Большие финансовые затраты по сравнению с обычным долгом
Повышение доходности собственного капитала	Дополнительный контроль за бизнесом
Не происходит уменьшение доли владения компанией	Сложное документирование сделки
Повышенный финансовый рычаг: с помощью мезонинного финансирования можно увеличить традиционную долю заемных средств в общем бюджете проекта с 70% до 90%	Ограниченный срок использования
Выплаты процентов по мезонинному кредиту позволяют уменьшить налогооблагаемую прибыль	
Сохранение дополнительной прибыли: дополнительная доходность от операционной деятельности и увеличения стоимости имущества остается у инициатора проекта, в отличие от случая соинвестирования	
Меньшие затраты: несмотря на комиссии и прочие издержки, стоимость привлечения мезонинного финансирования ниже, чем стоимость привлечения акционерного капитала	

Источник: Составлено автором

При выборе подхода к финансированию девелоперских проектов важное влияние оказывает конъюнктура рынка. Проблемы с финансированием на рынке недвижимости приводят к необходимости поиска новых путей получения дополнительных инвестиций.

Финансирование проектов коммерческой недвижимости попрежнему является ахиллесовой пятой любого проекта. Вне зависимости от важности и сложности проекта, компания не застрахована от риска прекращения финансирования и превращения проекта в долгострой.

В связи с этим девелоперы вынуждены обратить внимание на альтернативные схемы финансирования проектов - соинвестирование, приобретение объекта как готового бизнеса, выкуп крупными арендаторами части площадей в торговых центрах. В условиях сильного дефицита денежных средств и общей стагнации рынка девелоперских услуг, в ближайшие 1.5-2 года можно ожидать, что наибольшее применение получат смешанные схемы финансирования проектов. При этом при привлечении финансирования сильно возрастут

риски изменения среды и параметров проектов, что обусловит повышение премии за привлечение средств.

Использованная литература:

1. Основные факторы кредитоспособности российских строительно-девелоперских компаний, Standard & Poor's Russia & CIS, Январь 2008
2. Конец бума на мировом рынке недвижимости, Алексей Коновалов, Global Property Guide
3. Кризис ликвидности российских банков, Андрей Порубов, «Эксперт Урал» №43 (306)/19 ноября 2007
4. Механизмы привлечения финансирования для реализации девелоперских проектов, Михаил Уринсон, материалы ИК «Алур»