

**МЕТОДИЧЕСКИЕ РЕШЕНИЯ ПО ОРГАНИЗАЦИИ ПРОЕКТНОГО
ФИНАНСИРОВАНИЯ СОЗДАНИЯ ОБЪЕКТА КОММЕРЧЕСКОЙ
НЕДВИЖИМОСТИ ЧЕРЕЗ МЕХАНИЗМ ЗАКРЫТОГО ПАЕВОГО
ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА НЕДВИЖИМОСТИ**

*Работа представлена кафедрой финансового менеджмента
Санкт-Петербургского государственного университета информационных технологий,
механики и оптики.*

Научный руководитель – доктор экономических наук, профессор А. А. Голубев

В статье сформулировано авторское определение инвестиционного девелопмента, аргументирована целесообразность совершенствования инструментов и организационных методов управления финансовой структурой инвестиционных проектов создания коммерческой недвижимости на основе механизмов проектного финансирования (ПФ); сформулированы преимущества и недостатки ПФ для кредитора и заемщика; предложена принципиально новая организационная модель ПФ, в которой банк-кредитор становится пайщиком возводящего объект коммерческой недвижимости ЗПИФН, обоснованы ее преимущества.

Ключевые слова: проектное финансирование, ЗПИФН (закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости), инвестиционный девелопмент, коллективные инвестиции, квалифицированный инвестор.

This article tells us about the authors' definition of investment development, gives the reason for practicability of improvement of instruments and organizational managing approaches of financial structure of investment projects of setting up commercial real estate using the mechanism of project finance (PF); the author presents the advantages and disadvantages of PF for both the creditor and borrower, submits the groundbreaking organizational model of PF where bank-creditor becomes the issuer of the Real Estate Investment Fund that puts up the commercial property unit, justifies the benefits of this model.

Крупные масштабы и длительный срок реализации инвестиционных проектов создания объектов коммерческой недвижимости позволяют включать в инвестиционный процесс не только кругооборот инвестиций,

но и стадию привлечения внешних источников финансирования инвестиционных проектов, которая на различных этапах реализации имеет определенные особенности. Поэтому эффективное управление инвести-

ционным процессом может быть реализовано только в рамках концепции инвестиционного девелопмента, предполагающей параллельное управление производственной и финансовой структурами проекта.

По нашему мнению, инвестиционный девелопмент может рассматриваться как система организации инвестиционного процесса, подразумевающая одновременную организацию финансирования и реализации инвестиционного проекта по созданию недвижимости инвестором-девелопером (в том числе на основе как собственных, так и привлеченных средств) в заданные сроки и в пределах соответствующих бюджетных ограничений с целью извлечения коммерческой выгоды.

Одним из ключевых составных элементов концепции инвестиционного девелопмента является совершенствование инструментов и организационных методов управления финансовой структурой проекта. Наиболее перспективными сегодня представляются решения по формированию методики комплексного привлечения ресурсов в проекты создания коммерческой недвижимости на базе механизмов проектного финансирования (ПФ), предоставляемого особой компанией, выделенной из структуры компаний – владельцев проекта, с использованием широкого спектра инструментов (собственных средств, привлечения заемного финансирования в форме банковских кредитов, коммерческой ипотеки, облигационных займов, привлечение нового акционерного капитала за счет секьюритизации активов, паевых взносов частных и институциональных инвесторов, создание совместных предприятий, частичное бюджетное финансирование и финансовый лизинг) и погашаемого только за счет средств, генерируемых активами компании в рамках проекта.

Проектное финансирование применяется с целью оптимального распределения связанных с реализацией проекта рисков, разделения обязанностей по реализации проекта среди специализированных испол-

нителей, обладающих необходимой квалификацией, опытом и ресурсами, а также для концентрации положительных эффектов, определяемых финансовой и юридической структурой проекта. Это метод «финансового конструирования», обеспечивающий построение оптимальных (с точки зрения прибыльности и надежности) схем финансирования инвестиционных проектов, имеющих тем не менее как плюсы, так и минусы для обеих сторон сделки.

Так, среди плюсов ПФ для заемщика можно выделить: финансирование на раннем этапе; облегчение получения банковского финансирования и совместное несение рисков; привлечение крупных сумм в проект без залога, на длительный срок – 5–9 лет, без привязки к активам компании – инициатора проекта; налоговые выгоды; 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; освобождение девелопера от необходимости распродавать объект коммерческой недвижимости по частям еще на этапе строительства (что может понизить его «классность» и общую ликвидность).

Минусами данной модели финансирования для заемщика являются: достаточно высокие ставки по кредиту и выделение проекта из структуры компании; возможность погашения обязательств только за счет средств, генерируемых активами в рамках конкретного проекта; дополнительные условия, выдвигаемые банками, среди которых может быть земельный участок в собственности компании (долгосрочной аренде), наличие от 20–25% собственных средств на реализацию проекта и др.; длительный процесс проработки проекта, а также большие трудозатраты на управление им; необходимость полного раскрытия информации и др.

Для банка-кредитора дополнительными преимуществами, помимо повышенной процентной ставки, возможностей привлечения соинвесторов и страхования рисков невозврата, являются: возможность совме-

стной эксплуатации строящегося объекта (открыть в нем дополнительный офис), расчетно-кассовое обслуживание застройщика, кредитование покупателей коммерческих площадей и некоторые другие. Вместе с тем минусами для банка выступают специфические риски, например: юридический, риск увеличения срока окупаемости проекта, риск изменения рыночной конъюнктуры.

Перспективы практического использования ПФ связаны, на наш взгляд, с совершенствованием его организационных моделей с целью усиления преимуществ и снижения издержек для кредитора и заемщика. В числе таких моделей можно предложить: образование партнерских компаний с западными девелоперами, имеющими возможность привлекать более дешевые и «длинные» деньги; вовлечение в ПФ банков-гарантов, страховых компаний и распределение проектных рисков между ними; распространение выдачи синдицированных кредитов по ПФ, что предполагает диверсификацию банковских рисков; формирование института государственных гарантий в отношении ПФ (в том числе в части стабильности законодательства в отношении налогов и таможенных пошлин); появление профессиональных организаторов ПФ на рынке.

Наиболее перспективным направлением оптимизации организационной и финансовой структуры ПФ представляется использование конструкции закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости (ЗПИФН) для привлечения коллективных инвестиций в строительство недвижимости.

Сегодня на российском рынке недвижимости функционируют более 350 ЗПИФН, стоимость чистых активов которых составляет около 250 млрд руб. Главные преимущества ЗПИФН как субъекта управления инвестиционным процессом создания коммерческой недвижимости заключаются: в налоговых льготах, возможностях повышения прозрачности бизнеса и привлечения внешнего финансирования на всех этапах реализации инвестиционного проекта.

С учетом новых возможностей, открывающихся с введением в отечественную практику института «квалифицированных инвесторов», банки смогут выдавать ЗПИФН кредиты под залог недвижимого имущества фонда, что «подтолкнет» развитие рыночных ЗПИФН.

Кроме того, для банков возможно использование принципиально новой организационной схемы ПФ, в которой банк-кредитор становится пайщиком возводящего объект коммерческой недвижимости ЗПИФН, участниками которого являются «квалифицированные инвесторы». Предлагаемая модель создает новые возможности для банков в выборе удобной и эффективной формы инвестиционных вложений в рамках ПФ. Методические решения по организации ПФ строительства объекта коммерческой недвижимости через ЗПИФН структурно предполагают формирование двух основных моделей:

1 – банк является независимой структурой и, соответственно, финансирует независимого застройщика (его инвестиционный проект);

2 – банк фактически является одновременно и застройщиком (кредит на строительство выдается аффилированной структуре – собственной строительной компанией).

Особенности правового режима и преимущества предлагаемого подхода следующие:

1. Банк получает при вложении средств право собственности на активы ЗПИФН, т. е. на те объекты, которые он же и финансирует (следует отметить, что при погашении пая инвестор получает не имущество, а денежный эквивалент стоимости пая). Тем самым обеспечивается гарантированность размещений денежных средств, так как при нарушении застройщиком условий финансирования строительства или в случае выявления иных факторов, которые могут вызвать негативные последствия, имущество фонда в период его деятельности может быть реализовано по текущей стоимости.

2. Банку как пайщику ЗПИФН в обязательном порядке (при погашении пая по завершении фонда) выплачивается денежный эквивалент стоимости того имущества (его части), которое удостоверяет пай. Таким образом, решается проблема с реализацией недвижимого имущества через привлечение операторов рынка – этим занимаются управляющая компания и застройщик.

3. На балансе банка (в активах) будет учитываться не дебиторская задолженность по кредитному договору, а ценная бумага – инвестиционный пай, который может стать ликвидным инструментом и активом не только для банка, но для рынка в целом – за счет организации вторичного обращения паев соответствующего ЗПИФН. Кроме того, реализовать ценную бумагу в принципе проще, нежели продать долги застройщика в рамках становящегося традиционным проектного финансирования.

4. Система организации строительства недвижимости через ЗПИФН не только позволяет застройщику проводить инициативное рефинансирование проекта за счет продажи части паев на промежуточных этапах, но и дает возможность банку диверсифицировать риски, связанные с конкретным строительным проектом, продав паи на рынке (например, будущим собственникам и/или арендаторам недвижимости) и тем самым вернув часть вложенных средств с приростом стоимости пая.

5. Банк, являясь основным пайщиком фонда, может сменить управляющую компанию фонда и/или иные обслуживающие структуры – в случае если они не являются «собственными» по отношению к банку и не выполняют тех условий, на которых банк входил в проект.

6. Поскольку для участников рынка недвижимости (в лице получателей объектов недвижимости) форма инвестирования в строительство через ЗПИФН является на сегодня предпочтительной в сравнении с

зачастую не совсем законными схемами инвестирования, постольку в целом риски недофинансирования на промежуточных этапах существенно снижаются и делают данный актив более привлекательным для институциональных инвесторов (как для самого банка, так и для иных финансовых институтов). Это означает, что здесь можно уже говорить о формировании перспектив возможной секьюритизации паевого участия в строительстве.

7. Система функционирования рынка коллективных инвестиций в целом и ЗПИФН в частности основана на зарубежном опыте финансирования крупных проектов и законодательно успешно адаптирована в России: за процессом деятельности паевого фонда и управляющей компании осуществляет надзор Федеральная служба по финансовым рынкам, а специализированные депозитарий и регистратор фонда (также поднадзорные ФСФР России) призваны обеспечить соблюдение инвестиционной декларации фонда, порядка осуществления управления им и законных интересов инвесторов, чьи деньги являются источником финансирования деятельности фонда.

В заключение следует отметить, что и в нынешних условиях, и в перспективе успешная реализация банками задач по участию в финансировании строительства объектов коммерческой недвижимости и смежных с ними проектов обусловлена, на наш взгляд, необходимостью использования в качестве инструментария именно закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости: сегодня только такая методика может обеспечить как предоставление финансовых и юридических гарантий банку-кредитору (за счет прав собственности на имущество фонда), так и оптимальную схему возврата кредита – через погашение/реализацию инвестиционных паев по существенно более высокой стоимости, нежели стоимость вхождения в проект.