Реферат

По дисциплине: "БАНКОВСКИЕ РИСКИ: ТЕОРИЯ, ПРАКТИКА, МЕТОДОЛОГИЯ"

На тему:

"ФИНАНСИРОВАНИЕ ДЕВЕЛОПЕРСКИХ ПРОЕКТОВ С ПОМОЩЬЮ БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ И СРЕДСТВ ЗАКРЫТЫХ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ НЕДВИЖИМОСТИ"

г. Москва – 2009 г.

ФИНАНСИРОВАНИЕ СТРОИТЕЛЬНЫХ ПРОЕКТОВ В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ

Финансирование строительных проектов в 2009 г. практически прекратилось. Девелоперы-застройщики испытывали трудности с финансированием операционной деятельности не только в связи с резким сокращением числа инвестиционных предложений (и, как следствие, ростом проблем, связанных с ликвидностью), но и в связи с резким падением спроса на объекты недвижимости. Сокращение спроса заставило операторов строительного рынка заморозить действующие проекты и отказаться от амбициозных планов.

По мнению некоторых специалистов, сокращение объемов строительных работ в 2009 г. составило 34% (по сравнению с 2008 г.). Ожидается, что в 2010 г. объем ввода объектов в эксплуатацию не превысит показателей 2009 г. Это связано с высокой долговой нагрузкой строительных компаний, 80% которых находятся на грани банкротства, а также с практически полным отсутствием новых строек. За девять месяцев 2009 г. число сделок по продаже квартир в Москве составило 36 700, что на 24% меньше прошлогоднего аналогичного показателя.

Проблемы сектора строительства затронули и смежные отрасли экономики.

По мнению участников рынка, в ушедшем году объем производства цемента снизился на 22,5%. Сокращение производства обусловлено падением спроса на данный строительный материал (порядка 35%), а также снижением его цены практически до уровня себестоимости — 2 тыс. руб. за тонну. Объемы производства других строительных материалов упали гораздо сильнее: производство кирпича — на 40%, производство черепицы и железобетонных конструкций — на 43% и 44,4% соответственно.

В настоящий момент основная цель строительной отрасли — пережить последствия снижения спроса без катастрофических потерь для бизнеса и по возможности реализовать те проекты, которые уже запущены и могут принести прибыль. Достаточно высокая капиталоемкость строительных проектов и зависимость девелоперов от внешнего финансирования при низком спросе и дефиците оборотных средств не позволяют оптимистично оценивать перспективы строительной отрасли. В таких условиях крайне необходима активизация спроса на объекты коммерческой и жилой недвижимости со стороны государства (выкуп государством уже построенных площадей) и иностранных инвесторов. Закрытый паевой инвестиционный фонд (недвижимости) (ЗПИФН) является наиболее "понятным" иностранным инвесторам инструментом. На Западе существует целый сегмент рынка инвестиций в недвижимость с участием REITs (Real Estate Investment Trust) — инвестиционных трастов недвижимости. REITs представляют собой старейший тип инвестиционных фондов, преимущественно вкладывающих свои активы в недвижимость или в ипотечные кредиты. Целью инвестирования в подобные фонды является получение высокой прибыли за счет роста цен на недвижимость и/или регулярных выплат доходов от процентов по ипотеке или от сдачи недвижимости в аренду.

Модель фондов недвижимости была сформирована более ста лет назад в США. В 1880-х гг. в Америке появились первые фонды недвижимости, в большинстве случаев частные. Их основным преимуществом было отсутствие двойного налогообложения. Это означает, что отсутствовала необходимость платить корпоративный налог на прибыль, инвестор уплачивал налог только на полученный доход. Большинство клиентов фондов недвижимости составляли корпорации или состоятельные люди, желавшие вкладывать средства в недвижимость при меньших трудозатратах и издержках.

К сожалению, надеяться на восстановление внутреннего частного спроса пока не приходится, и это напрямую касается сферы жилищного строительства.

Мировой финансовый кризис затронул сектор строительства в наибольшей степени, поэтому условия ведения бизнеса в этой отрасли подвергнутся самым значительным изменениям и потребуют иного подхода к оценке и реализации девелоперских проектов.

1. Девелоперским компаниям придется отказаться от финансирования новых объектов за счет платежей по уже реализуемым, но еще не законченным проектам.

2. Новые условия потребуют от девелоперов сократить расходную часть бюджета проектов. Это касается не только стоимости привлечения ресурсов и смены их источников, но и сокращения так называемых непроизводственных расходов, связанных с оформлением разрешительной документации на объект (упрощение условий получения разрешительной документации является одной из основных задач исполнительной власти в настоящее время).

3. Компании должны увеличить эффективность реализации проектов за счет сокращения сроков строительства объектов и введения их в эксплуатацию и повышения производительности труда персонала.

4. Необходимо снизить цену реализации объектов (особенно в сфере жилой недвижимости), сократив сверхприбыль, и сделать этот бизнес более социально ориентированным. Мировой опыт реализации строительных проектов изобилует примерами более ответственного подхода в части управления рисками и осуществления производственного процесса.

КРЕДИТОВАНИЕ СТРОИТЕЛЬНОЙ ОБЛАСТИ: НАСТОЯЩЕЕ И БУДУЩЕЕ

Не секрет, что банковское кредитование было основным источником привлечения инвестиционных ресурсов в строительной отрасли. Действительно, инвестиционная идея "занять в иностранной валюте на иностранном рынке "короткие" деньги и вложить в "длинные" проекты в России в национальной валюте" прижилась в нашей стране.

По данным некоторых экспертов, объем кредитов, выданных строительным компаниям в 2008– 2009 гг., превышает 30% от кредитного корпоративного портфеля коммерческих банков и 15% от кредитного корпоративного портфеля банков с государственным участием.

В 2009 г. отечественные банкиры, финансирующие девелоперские проекты, столкнулись не только с проблемой высокого уровня долговой нагрузки для девелоперов-застройщиков (по сравнению с коммерческим кредитованием), но и с резким сокращением выручки последних, связанным с падением спроса коммерческих компаний и физических лиц, а также с обесценением предметов залога по кредитам, предоставленным девелоперским компаниям.

Это стало причиной резкого сокращения присутствия коммерческих банков на рынке привлечения инвестиций в строительные проекты. Для многих банков запрет на кредитование девелоперских проектов, на предоставление кредитов для пополнения оборотных средств и развитие бизнеса предприятий, осуществляющих свою деятельность на рынке строительных материалов, строительных услуг и в иных сферах бизнеса, так или иначе связанных с девелоперскими проектами, стал частью кредитной политики. Иностранные фонды и банки, ранее финансировавшие российские строительные проекты, с началом острой фазы мирового финансового кризиса попросту закрыли любые лимиты на операции, характеризующиеся кредитным риском. Итог — практически полная остановка финансирования большинства российских строительных проектов, банкротство ряда девелоперских компаний.

По мнению автора, 2010 г. не принесет облегчения девелоперам-застройщикам в части доступа к инвестиционным ресурсам. Коммерческие банки не спешат восстанавливать лимиты кредитных рисков на девелоперские компании, поскольку уровень кредитной задолженности последних (как просроченной, так и реструктурированной) весьма высок и прогнозируется дальнейшее ухудшение финансового состояния девелоперов.

Несмотря на общепринятую практику участия коммерческих банков в строительных и девелоперских проектах, многие эксперты в течение последних нескольких лет высказывали опасения по поводу развития банковского кредитования строительной отрасли в таких масштабах.

Технология банковского кредитования и управления рисками в принципе не приспособлена к финансированию девелоперских проектов.

Во-первых, реализация такого проекта несет в себе повышенные общеэкономические риски (рыночные, проектные, риски контрагентов). В связи с этим становятся очевидными качественные недостатки используемой банками методологии оценки финансового состояния заемщиков, несовершенство процедур принятия кредитными организациями решений по проектам (решения по вопросу финансирования девелоперских проектов принимает коллегиальный орган, члены которого подчас являются также членами кредитного комитета с опытом оценки рисков и структурирования кредитных, а не инвестиционных сделок).

Во-вторых, специфическая структура фондирования отечественных банков и проблема отсутствия у них "длинных денег" повышает риск потери ликвидности в результате кредитования строительных проектов, срок реализации которых превышает средний срок предоставления банковских кредитов. Контроль со стороны Банка России в части соблюдения специальных нормативов ограничивает банки в кредитовании, в том числе девелоперских проектов. Некоторые кредитные организации, особо увлекавшиеся финансированием строительного сектора, в период острой фазы финансового кризиса были вынуждены обратиться за помощью к государству, дабы избежать процедуры банкротства, а некоторые поменяли собственников.

В-третьих, специфика профессиональной подготовки и менталитет сотрудников кредитных подразделений (а во многих банках управлением, рассмотрением и оценкой девелоперских проектов занимаются выходцы из кредитных подразделений) не позволяют провести качественную оценку рисков и требуют серьезной работы по переподготовке персонала — коммерческое кредитование имеет не так много общего с финансированием девелоперского проекта, как это может показаться на первый взгляд. В ходе финансового анализа проектов коммерческие банки делают больший упор на анализ официальной отчетности потенциального заемщика и меньше внимания уделяют изучению общеэкономических рисков и маркетинговой политики девелопера, построению нескольких факторных прогнозных моделей по проекту. Кредитные специалисты отечественных коммерческих банков подчеркивают, что их работа по оценке рисков направлена на анализ денежных потоков компании (их достаточности для стабильного функционирования организации) в целом и в меньшей степени затрагивает оценку рыночных, проектных и операционных рисков. Кроме того, основные инструкции Банка России по оценке кредитных рисков (254-П, 283-П) не содержат специальных разделов, определяющих и разъясняющих методологию работы с инвестиционными проектами в сфере недвижимости.

Все это создает для банков дополнительные риски при финансировании девелоперских проектов по сравнению с классическим коммерческим кредитованием. Безусловно, кредитные организации считают необходимым и всегда пытались минимизировать вышеуказанные специфические риски, создавая специализированные подразделения (проектного финансирования, инвестиционного кредитования и т.п.), но их интеграция в структуру банка, описание бизнеспроцессов, разработка методологии оценки рисков осуществляются по принципам, принятым в кредитных организациях, и с учетом практики банковского кредитования.

ЗПИФН ДЛЯ ДЕВЕЛОПЕРА Что представляют собой ЗПИФН в настоящее время?

Во-первых, закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости — это инструмент оптимизации управления портфелями объектов недвижимости / земель как способа владения нерезидентом землями сельскохозяйственного назначения (в случае прямого владения существуют налагаемые законодательством РФ ограничения (см., например, Федеральный закон от 24 июля 2002 г. №101-ФЗ "Об обороте земель сельскохозяйственного назначения")). Другими словами, это инструмент оптимизации владения собственностью.

Во-вторых, это удобная финансовая архитектура для обеспечения реализации девелоперских проектов силами одного инвестора. Действительно, ЗПИФН является удобной формой защиты от недружественных поглощений, поскольку позволяет выделить в отдельный, юридически обособленный проект тот или иной строительный (девелоперский) объект.

В-третьих, это инструмент оптимизации налогообложения в сфере приобретения и отчуждения недвижимости. Паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом. Данное обстоятельство имеет существенное значение для решения практических вопросов налогообложения доходов и имущества владельцев недвижимости, ставших пайщиками.

Тем не менее инвестирование в проекты, финансируемые за счет средств ЗПИФН, изначально более рискованное, чем вложение в консервативные инвестиционные инструменты (государственные облигации, депозиты банков и т.п.). Несмотря на очевидные достоинства ЗПИФН в настоящий момент по совокупности факторов они уступают в эффективности банковскому кредитованию.

Как правило, ЗПИФН создают либо с целью оптимизации владения собственностью одного инвестора, либо для финансирования деятельности девелопера и управления диверсифицированными проектами в сфере недвижимости, тогда в фонд привлекают средства квалифицированных инвесторов. Сейчас более 20% ЗПИФН — это фонды для квалифицированных инвесторов, паями данных фондов могут владеть только профессиональные участники рынка ценных бумаг либо профессиональные инвесторы.

Причиной такого положения эксперты называют высокие расходы по обеспечению деятельности фонда и отсутствие инвестиционной культуры частных инвесторов. Вознаграждение управляющей компании, специализированного депозитария, аудитора и т.п. исчисляется в процентах от стоимости чистых активов фонда. Соответственно, расходы по обеспечению деятельности небольшого фонда выше, чем аналогичные расходы для крупного фонда (управляющие компании, специализированные депозитарии и т.п. стараются придерживаться общего уровня вознаграждения, ведь и в том, и в другом случае они делают практически равный объем работы). Сравнительно низкий уровень конкуренции за инвестиционные ресурсы крупных институциональных инвесторов позволяет учредителям фонда не обращать внимания на розничных клиентов. Действительно, если есть спрос на паи ЗПИФН со стороны профессиональных участников рынка, то нет смысла привлекать средства мелких и средних частных инвесторов, создавая соответствующую инфраструктуру. До последнего времени такой подход был вполне разумным, но мировой финансовый кризис внес свои коррективы. По некоторым оценкам, за последние два года пайщики вывели из ПИФов около 28 млрд руб., поэтому для отечественных учредителей доверительного управления и управляющих компаний сейчас имеет смысл обратить внимание и на данный сегмент инвестиционного рынка.

Преимущества и недостатки ЗПИФН вытекают из специфики его финансовой архитектуры.

ЗПИФН — это обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителями доверительного управления с условием его объединения с имуществом иных учредителей, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой (инвестиционным паем), выдаваемой управляющей компанией. Присоединение к договору доверительного управления паевым инвестиционным фондом осуществляется путем приобретения инвестиционных паев. Имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, является общим имуществом владельцев инвестиционных паев и принадлежит им на правах общей долевой собственности. Раздел имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и выделение из него доли в натуре не допускаются. Пайщик, инвестирующий в ЗПИФН, не имеет возможности продать свой пай управляющему, таким образом вернув свои инвестиции. Стоимость чистых активов фонда увеличивается или уменьшается на величину прибыли или убытка, следовательно, увеличивается или уменьшается стоимость пая, принося прибыль или убыток инвестору — владельцу пая. Таким образом, преимущество финансирования девелоперских проектов посредством ЗПИФН состоит в целевом назначении привлекаемых в фонд инвестиций. Например, средства привлекаются для финансирования строительных работ жилого либо коммерческого объекта путем выпуска и размещения паев ЗПИФН при учреждении фонда на базе земельного участка, который был в собственности у девелопера. В данном случае объем средств, привлеченных в ходе вторичного размещения паев на открытом рынке, ограничен не оценочной стоимостью объекта (возможно провести дополнительный выпуск паев при изменении условий реализации проекта и/или конъюнктуры рынка), а сроками привлечения средств в ЗПИФН и самого строительства. Следует учитывать, что пайщики могут потерять все деньги, которые они инвестировали в ЗПИФН, в случае если проект потерпит неудачу. Другим преимуществом ЗПИФН является льготное налогообложение и, как следствие, возможность реинвестирования прибыли без потерь на уплату налогов. Пайщики уплачивают налог на прибыль только в момент реализации пая. Прирост стоимости имущества ПИФа в течение его деятельности не облагается налогом на прибыль. Третьим преимуществом реализации проекта с помощью ЗПИФН является тот факт, что объект, переданный в доверительное управление ЗПИФН (приобретенный фондом), защищен от недружественного поглощения. В качестве преимущества можно указать также более прозрачную структуру реализации девелоперского проекта. Наличие контролирующей функции у специализированного депозитария и ФСФР не позволит девелоперу финансировать смежные проекты. В данном случае скептики возразят нам и выскажут сомнения по поводу возможности такого контроля и его качества, но наличие нескольких контролирующих органов если не полностью устраняет, то существенно снижает риск нецелевого использования средств девелопером. Реализация девелоперского проекта с помощью ЗПИФН сопряжена с рядом специфических рисков для потенциального инвестора.

Операционный риск

Большинство операционных рисков обусловлено несовершенством системы расчетов при проведении сделок с паями. Практика приобретения и погашения паев не предусматривает механизма расчетов, при котором передача паев происходит в момент платежа. Возможна ситуация, когда денежные средства за приобретаемые паи могут поступать на счет фонда несвоевременно (по вине банка или агента). Кроме того, наличие некоторого временного лага между подачей инвестором заявки на приобретение паев и датой непосредственного их приобретения может способствовать появлению риска снижения стоимости вложений вследствие изменения конъюнктуры рынка. Существует риск задержки поступления денежных средств при погашении паев по вине управляющей компании / банка или риск обесценения вложений в паи до даты исчисления стоимости пая при его погашении.

Риск недобросовестных действий управляющей компании

Влияние данного риска ограничено механизмом защиты интересов пайщиков со стороны специализированного депозитария и контролирующей функцией ФСФР, но теоретически возможна ситуация, при которой управляющая компания может получать выгоду от средств, вложенных пайщиками в девелоперский проект, за счет сговора с девелопером.

Риск получения недостоверной информации

В настоящий момент инвесторам не всегда доступна полная информация о структуре активов, входящих в портфель фонда. Инвестиционные декларации паевых фондов иногда носят формальный характер и не дают полного представления о реальной инвестиционной стратегии фонда. Отчетность фондов публикуется периодически, и структура их активов может меняться внутри отчетного периода.

КРЕДИТОВАНИЕ И ЗПИФН. НОВАЯ АРХИТЕКТУРА ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕВЕЛОПЕРСКИХ ПРОЕКТОВ

Сравнивая банковское кредитование и финансирование с помощью ЗПИФН, необходимо заострить внимание на следующих моментах.

1. Разная природа формирования капитала. Показатель доходности капитала банка заранее оговорен в кредитном договоре и, как правило, имеет обеспечение. Инвестиции, привлекаемые посредством выпуска и реализации паев, более долгосрочные (по сравнению с кредитными ресурсами), а отсутствие ежемесячных выплат оказывает меньшую нагрузку на оперативный бюджет. Однако финансирование с помощью ЗПИФН менее выгодно в плане получения сверхприбыли. Девелоперы вынуждены довольствоваться средней нормой доходности, оставляя пайщикам большую часть прибыли. Вообще формирование фонда подчас является проверкой на прочность многих, казалось бы, блестящих инвестиционных идей. Коллективное инвестирование, а именно инвестирование собственных средств пайщиками, а не средств акционеров банка менеджерами, — это лучший дополнительный стимул для всестороннего изучения проекта.

2. Различия систем оценки рисков. Система оценки рисков, принятая в коммерческих банках, основана на методах исторического моделирования. Основной метод управления рисками — резервирование, кроме того, объектом оценки и управления может выступать не конкретно проект, а сама девелоперская компания, и риски, которые принимает банк, связаны не только с проектом, но и в первую очередь с операционной деятельностью девелопера, а это больший объем информации, больше переменных, учитываемых факторов в процессе анализа, большая вероятность ошибок. В случае с ЗПИФН кредитный риск диверсифицирован за счет самой структуры фонда, а система оценки рисков инвестора основана больше на изучении финансируемого проекта, хотя, безусловно, инвестор анализирует и деятельность девелопера (его опыт, возможности и желание реализовать проект). В сегодняшних условиях качественная оценка портфеля инвестиционных проектов девелоперских компаний является первоочередной задачей в процессе восстановления доверия инвесторов к компаниям строительной отрасли.

3. Управление рисками проекта вследствие реинвестирования прибыли с помощью моделирования системы налогообложения ЗПИФН. Дополнительные ресурсы, генерируемые в процессе реализации проекта за счет планирования налоговой политики, являются важным фактором выполнения бюджета проекта и служат инструментом управления и защиты от валютного риска (в части недофинансирования вследствие изменения курсов иностранных валют в случае вложения в объекты зарубежной недвижимости) и проектного риска (в случае изменения расходной части бюджета проекта в сторону увеличения).

4. Наличие специфического риска (децентрализованного контроля). При финансировании проектов, связанных с зарубежной недвижимостью (в особенности когда такого рода проект реализуется впервые), в работе отечественных ЗПИФН возникают определенные сложности. Наличие контролирующих органов (специализированного депозитария, ФСФР, управляющей компании) повышает проектные риски, связанные с увеличением срока реализации проекта и обусловленные необходимостью согласования условий реализации проекта (договорной базы, бюджета и т.п.) со всеми контролирующими органами, что не всегда возможно. Различия в законодательствах иностранных государств и действующем законодательстве РФ подчас являются неразрешимой проблемой на пути реализации проекта.

5. Различное соотношение предельного уровня потерь и максимальной доходности проекта. Для банковского кредита потери, как правило, ограничены реальной стоимостью обеспечения, а также условиями и практикой востребования заложенного имущества. Действующее законодательство РФ теоретически более качественно защищает интересы кредитора — кредитной организации, чем интересы пайщиков ЗПИФН. Аналогична ситуация в отношении уровня дохода на вложенные средства. Для банка он ограничен процентной ставкой, для ЗПИФН нет ограничений, что, с одной стороны, отпугивает консервативных инвесторов, а с другой — дает дополнительный стимул для инвесторов, готовых идти на повышенные риски.

6. Различия в модели взаимоотношений между инвестором и девелопером. Если при банковском финансировании влияние банка ограничено кредитным договором (максимум, в чем выразится такое влияние, это потраншевое финансирование строительства нового объекта и отчасти контроль целевого использования кредитных ресурсов, но все же банк, как правило, не вмешивается в операционную деятельность), то, скажем, при приобретении с помощью ЗПИФН какого-либо объекта (земли, недостроенного объекта и т.п.) для перепродажи девелопер выступает в качестве агента ЗПИФН с заранее оговоренным комиссионным вознаграждением и бюджетом в части производимых улучшений. Кроме того, специализированный депозитарий и управляющая компания не только предварительно согласуют бюджет мероприятий по улучшению объектов, но и предъявляют требования к качеству и структуре договоров, заключаемых в процессе приобретения объекта и/или его отчуждения с произведенными улучшениями. В ситуации, когда девелопер является учредителем доверительного управления ЗПИФН (формирует фонд на основе имеющегося земельного участка) и, продавая паи на вторичном рынке, привлекает инвестиционные ресурсы для реализации проекта строительства объекта на данном земельном участке, он, безусловно, имеет больше контроля, и сама схема больше похожа на кредитную сделку с залогом. Однако и в этом случае такая схема ограничивает влияние девелопера, ведь земельный участок находится не в залоге у банка, а в собственности фонда, девелоперское влияние на деятельность которого ограничено. Повышенный контроль за деятельностью девелопера снижает риск нецелевого использования средств и злоупотреблений. Подводя итоги, хотелось бы отметить, что, несмотря на все факторы, положительные и отрицательные моменты, характеризующие банковское кредитование и финансирование с помощью паевых фондов и конкретно ЗПИФН, отечественное инвестирование в сфере строительства и девелопмента не может не принимать в расчет общемировые тенденции. Политика регуляторов развитых стран направлена на ограничение возможностей коммерческих банков в сфере финансирования девелоперских проектов. Кризисные явления в банковском секторе, функциональные ограничения банковского кредита и действия контролирующих органов (центральных банков) не позволят коммерческим банкам вернуть былое влияние в области инвестиций в девелоперские проекты. Таким образом, рынок коллективных инвестиций и ЗПИФН (как один из инструментов финансирования отдельных девелоперских проектов) имеет неплохие шансы для развития.