

## Риски при финансировании инвестиционных проектов

На эффективность управления инвестиционной деятельностью на рынке недвижимости оказывают влияние риски при финансировании инвестиционных проектов.

Риск отражает возможность отклонения фактических итоговых данных от ожидаемых запланированных результатов. Риски зависят от специфики инвестиционного проекта, инфляции, доходности, стабильности на финансовом рынке и рынке недвижимости.

Соответственно стратегия поведения собственника может быть различной. Например, он может организовать инвестиционный процесс, вкладывая собственный капитал и привлекая заемный, для того чтобы реконструировать или перепрофилировать принадлежащий ему объект, сделать его привлекательным для арендаторов, а затем передать управляющей компании, которая, сдавая площади в аренду, обеспечит ему необходимую доходность на вложенный капитал. Либо он может после приобретения законсервировать объект, обеспечивая лишь самые необходимые мероприятия по его поддержанию, и ждать улучшения рыночной ситуации, чтобы продать его с наибольшей выгодой для себя. В любом случае собственник подвержен базовым рискам, которые ему необходимо учитывать при выборе линии поведения:

- риски владения - возможность потери прав собственности из-за притязаний третьих лиц или каких-либо административных действий со стороны властей;

- риски ликвидности - достаточно длительная экспозиция объекта при продаже;

- риски профессиональной состоятельности партнеров - неправильный выбор партнеров, который может привести к снижению запланированной доходности.

Кроме указанных рисков собственник может столкнуться еще с целым рядом рисков, например, с рисками изменения градостроительной ситуации (они могут повлиять на ликвидность и на стоимость объекта), с транзакционными рисками, связанными с проведением платежных операций, и с другими, более специфическими.

Все это говорит о том, что процедуры риск-менеджмента, обеспечивающие сведение всех рисков к разумному минимуму, крайне важны для инвестора, если он не хочет потерять свою недвижимость или снизить ее доходность.

Кроме указанных рисков следует еще рассмотреть риски, связанные с финансированием недвижимости:

- кредитный риск — потери, если заемщик не производит платежей;
- риск процентных ставок - вероятность того, что ставка по кредиту корректируется реже, чем по привлеченным средствам в условиях роста процентных ставок;
- риск досрочного погашения - потери при досрочном погашении кредита с

фиксированной ставкой процента;

- риск предварительных обязательств - риск финансирования кредитов, по которым фиксированная ставка процента определена до начала финансирования;

- риск ликвидности - вероятность того, что кредитору для платежей по своим обязательствам будет недостаточно средств, получаемых в качестве погашения задолженности по выданным кредитам;

- риск изменения условий мобилизации фондов - потери в случае уменьшения стоимости фондов (базовой ставки) при кредитовании с фиксированной надбавкой (относительно базовой ставки).

Кредитный риск связан с потерями в случаях, если заемщик не в состоянии производить платежи по кредиту или если стоимость заложенного имущества недостаточна для погашения обязательств заемщика перед кредитором. Платежеспособность заемщика определяется соотношением дохода заемщика и величины ставки процента по кредиту. В случае неплатежей потери для кредитора бывают нескольких видов. Кредитор несет потери, если сумма, вырученная от продажи переданной ему во владение недвижимости, меньше, чем выплаченная часть кредита. Наряду с затратами по эксплуатации, ремонту и продаже имущества возникают и административные издержки по управлению невыплаченными кредитами и изъятым имуществом.

Управление кредитным риском осуществляется путем тщательного анализа объекта залога, платежеспособности заемщика и выработкой рекомендаций по приемлемой величине кредита. При определении вероятности возврата кредита основное внимание уделяется установлению величины дохода заемщика и оценке стоимости передаваемого в залог имущества. При кредитовании развития объектов недвижимости (строительстве, реконструкции, модернизации) кредитный риск существенно снижается, если известно, что заемщик ранее завершил несколько проектов, аналогичных тому, на осуществление которого запрашивает кредит.

Риск процентных ставок - это снижение прибыли кредитного учреждения вследствие негативного непредвиденного изменения уровня процентных ставок, т.е. это потенциальные потери, вызванные финансированием при несбалансированности периодического пересмотра процентных ставок по кредитам и заемным средствам.

Пути управления таким риском: финансирование с помощью ценных бумаг с одинаковым сроком погашения и использование кредиторами при расчете платежей по кредиту различных методов их индексации с учетом инфляции и доходов заемщика.

Риск досрочного погашения - это потенциальные потери при реинвестировании, которые вызваны ранним погашением ипотечного кредита с фиксированной ставкой процента. Риск возникает также в связи с потерями при финансировании кредитов, ставки процента по которым определяются перед началом финансирования. Такой риск называют риском предварительных обязательств.

При кредитовании предусматриваются альтернативные условия для кредитора и заемщика. Заемщик получает право погашения кредита до окончания

кредитного договора, а кредитор в свою очередь имеет возможность периодически изменять ставку процента по кредиту с изменяющейся процентной ставкой. Кредиторы также предоставляют заемщикам возможность определения ставки процента по кредиту до начала процесса финансирования кредита.

Риск ликвидности связан с недостаточностью поступления платежей по займам для исполнения текущих обязательств кредитора, возникает в связи с трудностями мобилизации наличных средств путем продажи активов по рыночным ценам или близким к ним. Управление риском ликвидности требует проведения ряда финансовых операций. В частности, рассчитывается поток наличности для определения потребности банка в наличных средствах и разрабатывается стратегия мобилизации наличных средств с определением источников и затрат. Снижение риска ликвидности непосредственно связано с развитием вторичного рынка ипотечных кредитов, созданием условий для привлечения долгосрочных ресурсов в данную сферу, обеспечением рефинансирования выданных ипотечных кредитов,

Риск изменения условий мобилизации фондов возникает при долгосрочном кредитовании при переменной процентной ставке. В данном случае процентная надбавка по кредиту фиксирована, а процентная надбавка по заемным средствам - переменна.

Риском изменения условий мобилизации фондов можно управлять посредством финансирования кредитов долгосрочными долговыми обязательствами с плавающей процентной ставкой.

Наряду с вышеперечисленными существуют специфические риски, которые возникают при кредитовании, например жилищного строительства. Риск возникает вследствие того, что готовые квартиры могут продаваться медленнее, чем планировалось. Способы снижения этого риска: требование предварительной продажи определенного числа единиц и разделение процесса кредитования на несколько независимых этапов при работе с большими проектами.

Существует также риск пожара или кражи установленных или хранящихся материалов или другого материального ущерба. Снижение этого риска достигается страхованием, охраной и другими, не противоречащими законодательству способами обеспечения безопасности.

Есть риск предоставления кредита вследствие фальсификации предоставленных заемщиком документов и отвлечения кредитных средств на поставленные цели. Его можно снизить, во-первых, если инвестировать полученные от заемщика средства и, во-вторых, если осуществлять дополнительное вложение собственных средств заемщика в случае определения того, что сумм, оставшихся от предоставленного кредита, недостаточно для завершения строительства.

При финансировании инвестиций следует учесть риски, присущие инвестициям в недвижимость, требующим значительного объема капиталовложений, при этом они долгосрочны и подвержены большему влиянию факторов риска, чем инвестиции в другие сферы экономики.

Доходность инвестиционного проекта должна анализироваться на основе оценок текущей безрисковой ставки, общего рыночного риска и риска, обусловленного особенностями рынка недвижимости, как инвестиционного актива.

Безрисковые инвестиции - инвестиции, по которым есть абсолютная уверенность относительно их возврата. Абсолютно безрисковых инвестиций не бывает, но к имеющим максимальную степень надежности возврата можно отнести инвестиции, возврат которых гарантирует государство.

Соответственно в качестве безрисковой ставки при анализе инвестиций в недвижимость принимают текущую ставку по долгосрочным государственным обязательствам (например, облигациям) или ценным аналогичным бумагам.

Рыночный риск - изменчивость годового значения *IRR* вследствие изменения регулярного дохода и стоимости капитала.

На рынке недвижимости, в отличие от рынка ценных бумаг, доходность определяется не на основании простой статистической обработки цен продаж и арендных стоимостей, а на основании оценок, выполняемых профессиональными оценщиками. Такие оценки зависят от квалификации и опыта оценщика и могут быть ошибочными.

Риск, связанный с инвестициями в недвижимость, - специфический риск, обусловленный особенностями недвижимости; низкая ликвидность, большие затраты денег и времени на совершение сделок, необходимость качественного управления. При инвестировании в недвижимость нужно учитывать возможное снижение доходности инвестиционного проекта относительно проектной, превышение фактических расходов над ранее ожидаемыми, невозможность завершения инвестиционного проекта из-за непредвиденного чрезмерного роста цен на материалы, невозможность продать построенный объект по запланированной ранее более высокой цене, подверженность элементов недвижимости риску уничтожения.

Выделяются следующие источники риска инвестиций в недвижимость: тип недвижимости, спрос и предложение на рынке, местоположение, соблюдение условий аренды, износ объектов, законодательное регулирование и изменение налогообложения, инфляция, реинвестирование.

Риск типа недвижимости зависит от спроса и предложения.

Риск местоположения более широк, так как он включает и риск типа недвижимости.

Арендный риск связан с тем, что арендатор не может заплатить всю сумму арендной платы, предусмотренную договором. Этот риск более значим для недвижимости с единственным арендатором.

Риск износа объектов заключается в том, что доходность недвижимости может снизиться за счет физического износа и старения. Чтобы повысить доходность здания, владельцы обычно предпочитают нести значительные материальные затраты.

Риск законодательного регулирования и изменения налогообложения связан с тем, что потребуются значительные расходы при повышении ставок налогообложения.

Риски инфляции и реинвестирования оказывают меньшее влияние на инвестиции в недвижимость, чем другие вышеперечисленные риски.

При вложении собственного капитала нет возможности диверсифицировать риск за счет изменений структуры капитала, диверсификация достигается

за счет различных типов недвижимости и различных регионов.

Использование заемного капитала при финансировании инвестиций в недвижимость означает использование долговых обязательств по закладным.

Заемные капиталы, инвестированные в недвижимость, имеют те же виды рисков, что и собственные капиталы. Однако их суммарная величина больше за счет дополнительных рисков, связанных со своевременным обслуживанием долговых обязательств, и рисков невыплаты основной суммы займа. Существуют два дополнительных риска заемного капитала, инвестированного в недвижимость: риск дефицита обслуживания долга и риск большого однократного рефинансирования.

Первый риск связан с тем, что владельцу собственности, возможно, не удастся своевременно сделать требуемые выплаты по обслуживанию долга. В этом случае недвижимость, вероятнее всего, конфискуют в пользу кредитора. Поэтому изменение ситуации на рынке или в месторасположении может привести к потере недвижимости, финансируемой за счет заемного капитала.

Второй риск - риск невозможности рефинансировать крупную однократную выплату в счет погашения задолженности по закладной. Он также может привести к потере собственности.

Контроль инвесторов в заложенную недвижимость значительно меньше, чем при инвестициях собственного капитала, поскольку часть прав такого контроля передается кредитору. Кредиторы определяют структуру привлеченного капитала у владельца недвижимости и ограничивают права владельца на погашение долговых обязательств.

Положительный момент, связанный с инвестициями в недвижимость: если рост доходности облигаций происходит в результате роста инфляции, то этот же рост инфляции будет отражаться на ожиданиях инвесторов относительно роста арендной платы, и доходность инвестиций в недвижимость будет иметь тенденцию оставаться более стабильной, чем доходность долгосрочных облигаций.

В конечном итоге риски либо увеличивают, либо снижают запланированный доход. В процессе управления рисками некоторые из них можно снизить. Для этого необходимо выявить возможные риски, определить возможные пути их снижения и связанные с этим затраты, разработать и проконтролировать внедрение мероприятий по снижению рисков.