

## **Направления развития механизма проектного финансирования строительства коммерческой недвижимости в России**

**Младенович М.М.**, аспирантка Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва

**Аннотация.** Предложены рекомендации, направленные на развитие механизма ПФ строительства коммерческой недвижимости с учетом текущего состояния экономики РФ и основных проблем данного сегмента рынка. В рамках данных рекомендаций определены ключевые факторы, влияющие на формирование денежных потоков проектной компании для построения финансовой модели ПФ в данном сегменте рынка. Предложена методика расчета интегрального показателя обоснования целесообразности сделки проектного финансирования в данном сегменте рынка и показаны преимущества его использования при оценке сделок ПФ.

**Ключевые слова:** проектное финансирование, сделка проектного финансирования, строительство коммерческой недвижимости, целесообразность реализации сделки.

### **Basic directions of project finance development in commercial real estate construction**

**Mladenovich M.M.**, Postgraduate at the Department of corporate finance and corporate management, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow

**Annotation.** The article highlights possible areas for developing project finance in commercial real estate construction, taking into account macroeconomic situation in Russia. The paper proposes a standardized set of factors for cash flows forecast for PF

deals in commercial real estate construction. Also it proposes a complex indicator for project finance deal's feasibility in commercial real estate construction and explains advantages of the applied method.

**Keywords:** project finance, project finance deal, construction of commercial real estate, project finance deal' feasibility.

## **Введение**

Проектное финансирование (далее ПФ) как метод финансирования инвестиционных проектов активно применяется во всем мире при финансировании долгосрочных инвестиционных проектов из различных отраслей экономики. По данным Bloomberg, за период 1994-2018гг. в России были реализованы сделки ПФ общей стоимостью 63,8 млрд долл<sup>1</sup>. США. Для сравнения, примерно 75% от этого объема составляет рынок проектного финансирования в США ежегодно. При этом для российской практики ПФ характерна низкая отраслевая диверсификация заемщиков. Таким образом, актуальность вопросов развития механизма ПФ на примере конкретной отрасли обусловлена необходимостью расширения отраслевого профиля российских компаний, участвующих в сделках ПФ.

## **Результаты исследования**

Спрос на объекты коммерческой недвижимости находится в непосредственной прямой зависимости от динамики развития остальных секторов экономики. Учитывая данный факт, а также текущее состояние российской экономики, столкнувшейся с рядом негативных последствий геополитической напряженности (ограниченный доступ к международному рынку капитала, чрезмерная волатильность нефтяных котировок, девальвация рубля, снижение притока иностранных инвестиций) нами был выделен ряд факторов, наличие которых препятствует развитию проектного финансирования

---

<sup>1</sup> Расчеты авторы основаны на анализе данных более 1000 сделок проектного финансирования, реализованных в мире с 1994г.

в целом и проектного финансирования строительства коммерческой недвижимости, в частности:

1) Незначительное количество банков и других институтов, готовых поддерживать ПФ строительства коммерческой недвижимости;

2) Ограниченное число инструментов финансирования, используемых в механизме ПФ строительства коммерческой недвижимости;

3) Слабая развитость юридической базы, регулирующей проектное финансирование в России;

4) Дефицит квалифицированных кадров, способных разрабатывать и вести сделки;

5) Волатильность курса рубля и процентных ставок, оказывающих значительное влияние на строительную отрасль;

6) Множественность подходов к прогнозированию денежных потоков проектной компании;

7) Слабая роль ПФ в финансировании девелоперских проектов, незаинтересованность участников в использовании ПФ;

8) Отраслевая концентрация сделок проектного финансирования; незначительная доля девелоперских инвестиционных проектов, реализуемых на условиях ПФ, в общей массе инвестиционных проектов, осуществляемых в РФ.

Минимизация негативного влияния данных факторов способна привести к усилению роли механизма ПФ в инвестиционной деятельности российских компаний на рынке строительства коммерческой недвижимости. Для этого автором были разработаны рекомендации, направленные на развитие механизма ПФ строительства коммерческой недвижимости с учетом текущего состояния экономики РФ и основных проблем данного сегмента рынка (табл. 1):

Таблица 1

**Направления развития механизма проектного финансирования строительства коммерческой недвижимости в России**

Тип проблемы (номер)	Возможные пути решения	Ожидаемый результат
1.	ускоренная реализация мероприятий, разрабатываемых рабочими группами Национальной предпринимательской	популяризация механизма ПФ, рост количества инвесторов,

	инициативы и направленных на упрощение процедур ведения бизнеса и приток иностранных инвестиций; активная работа ЦБ по укреплению доверия граждан к отечественной пенсионной системе, как важного источника финансирования долгосрочных инвестиций; повышение прозрачности банковской системы и предупреждение банкротств банковских институтов после текущего этапа массового отзыва лицензий; государственная поддержка ПФ; снижение требований ЦБ к созданию резервов в сумме 100% по ссудам, выдаваемым банками для SPV; внедрение процедуры параллельного конкурентного финансирования (ПКФ).	рост конкуренции между инвесторами за качественные инвестиционные проекты, улучшение условий финансирования ПФ для собственников проекта
2.	адаптация и популяризация новых инструментов проектного финансирования строительства коммерческой недвижимости на основе зарубежного опыта (проектные облигации и облигации СОПФ, облигации, обеспеченные будущими потоками от объекта коммерческой недвижимости, структурные облигации, секьюритизация, субординированные кредиты, мезонинное финансирование, акционерные займы).	расширение и разнообразие числа используемых инструментов финансирования ПФ
3.	конвергенция российской юридической базы регулирования проектного финансирования с нормами и практикой зарубежных рынков в части разработки инструмента субординации долга, использования залоговых счетов, закрепления статуса новых финансовых инструментов.	подготовка правовых условий для популяризации механизма ПФ повышение доверия инвесторов и др. участников рынка к ПФ
4.	создание клуба проектного финансирования, разработка программы обучения на базе ведущих мировых организаторов сделок проектного финансирования; создание института анализа и оценки инвестиционных проектов, реализуемых на условиях ПФ, с учетом отраслевого фактора, в целях повышения компетенции участников механизма ПФ.	повышение эффективности механизма ПФ благодаря более высокому уровню квалификации его участников
5.	повышение эффективности макроэкономической политики; снижение геополитической напряженности, снятие ограничений на доступ к международному рынку капитала.	
6.	разработка универсального алгоритма построения денежных потоков SPV для сделок ПФ строительства объектов коммерческой недвижимости	
7.	создание единой базы ПФ, позволяющей вести статистику, делиться опытом реализованных проектов; создание и продвижение специализированного журнала ПФ на русском языке (аналог «Project Finance Magazine», публикуемого Euromoney на ежемесячной основе); расширение отраслевого профиля инвестиционных проектов согласно Постановлению Правительства РФ №158 от 15.02.2018г. «О программе «Фабрика проектного финансирования»; включение коммерческой недвижимости в данный перечень;	популяризация механизма ПФ в различных отраслях экономики повышение эффективности ПФ, по сравнению с другими методами финансирования инвестиционных проектов
8.	снижение порогового значения к стоимости инвестиционных проектов (на текущий момент, согласно вышеупомянутому Постановлению- пороговое значение – 3 млрд. руб.); разработка методических рекомендаций по применению ПФ в различных инвестиционных проектах с учетом их отраслевых особенностей.	

Источник: составлено автором

Разработка шаблона финансовой модели ПФ с учетом отраслевого фактора, наличие которого позволит решить проблему вариативности подходов к построению денежного потока и оценить целесообразность заключения сделки

ПФ, по мнению автора, является одним из важнейших этапов процесса развития механизма ПФ строительства коммерческой недвижимости в России. В основе разработки финансовой модели ПФ лежит один из фундаментальных принципов данного метода финансирования инвестиционных проектов - прогнозирование устойчивого денежного потока. Целевой аудиторией использования данной модели являются такие действующие и/или потенциальные участники механизма ПФ (собственники проекта и инвесторы).

Стоит отметить, что существующие работы, посвященные теоретическим основам и особенностям прогнозирования денежных потоков в проектном финансировании, не совсем применимы к российскому рынку коммерческой недвижимости, так как не учитывают специфику процесса ценообразования на данном рынке. Более того, российские инвесторы используют различные подходы к прогнозированию, что создает сложности в процессе сравнения проектов, реализуемых на условиях ПФ, оценки и расчета различных показателей (например, ковенант) в случае участия в сделке нескольких инвесторов. Учитывая вышесказанное, были выделены основные факторы (см. табл. 2), влияющие на прогнозирование денежных потоков конкретно в проектах строительства коммерческой недвижимости (в частности, арендная ставка, которая, в свою очередь, зависит от класса недвижимости, процент заполняемости площадей, валютный курс, налог на имущество, расходы на аренду земли).

Таблица 2

**Факторы, влияющие на прогнозирование денежных потоков SPV в сделках ПФ строительства коммерческой недвижимости**

Название предпосылки/Год прогнозирования <sup>2</sup>	1	2	3
<b>Валютный курс (среднее значение за период)</b>			
EUR/RUR (или любой другой курс, в зависимости от условий проекта)			
<b>Процентная ставка (на конец каждого периода)</b>			
Mosprime 3M (илиEuribor3M/Libor1M)			
<b>Составляющие выручки (без НДС)</b>			
Общая арендопригодная площадь (GLA), кв.м.			
Процент заполняемости площадей (occupancy rate), %			
Арендная ставка в мес. (Average rent rate per annum)			
Прочие регулярные денежные поступления (парковка, охрана и т.д.-other revenues)			
Выручка всего, (в оригинальной валюте –Total revenues in original currency)			
Выручка всего, (в рублях- Total revenues)			

<sup>2</sup> В данной таблице количество лет прогнозирования приведено как три исключительно в качестве примера.

<b>Операционные расходы проектной компании (без НДС)</b>			
Расходы на заработную плату (Wages)			
Коммунальные расходы (Utilities, Cleaning)			
Расходы на страхование (Insurance)			
Расходы на аренду земли (land lease)			
Налог на имущество (property tax)			
Прочие операционные расходы (other expenses)			
Операционные расходы, всего (Total operating expenses)			
<b>ОРЕХ (операционные расходы), руб/кв.м.</b>			
Стоимость внеоборотных активов проектной компании, (Net book value of fixed assets)			
Ставка амортизации (Depreciation rate,%)			
Объем начисленной амортизации за период (Depreciation&Amortisation)			
Ставка налога на прибыль (Income tax rate),%			
Сумма налога на прибыль(Income tax expenses)			
Чистая прибыль (Net Income)			

Источник: составлено автором

Корректность набора факторов, формирующих структуру денежного потока, влияет на корректность прогнозов величины операционной прибыли, денежного потока до и после учета финансовых расходов, а также ряда показателей, значения которых рассматриваются инвесторами в качестве базы для принятия решения по участию в сделке.

В журнале «Инновации и инвестиции» №4 за 2018г. нами была опубликована статья «Развитие системы управления рисками проектного финансирования строительства коммерческой недвижимости»<sup>3</sup>, в которой был предложен ряд ключевых показателей и способы их расчета для оценки параметров сделок проектного финансирования строительства коммерческой недвижимости. В частности, был выделен следующий набор показателей: DCSR, оборачиваемость активов, рентабельность продаж и финансовый рычаг. Однако, представляется очевидным, что проекты, демонстрирующие схожий уровень рентабельности, могут характеризоваться совершенно различными параметрами леввереджа или долговой нагрузки, что значительно усложняет процесс сравнения потенциальных сделок ПФ между собой для инвесторов. Более того, данный вопрос представляется особо актуальным при внедрении процедуры параллельного конкурентного финансирования.

В связи с этим, продолжая работать над проблемой развития механизма проектного финансирования в данном сегменте рынка, мы хотели бы

<sup>3</sup> Младенович М.М. Развитие системы управления рисками проектного финансирования строительства коммерческой недвижимости/М.М. Младенович // Инновации и инвестиции. – 2018. – №4. – С.92.

предложить методику обоснования целесообразности реализации сделки ПФ строительства коммерческой недвижимости, в основе которой лежит интегральный показатель. Данный интегральный показатель обоснования целесообразности реализации сделки ПФ- ИЦС, включает в себя оценку четырех факторов: риск-стратегия инвесторов, прибыльность проектной компании, эффективность использования базы активов проектной компании и долговая нагрузка проектной компании. В качестве показателей для количественной оценки данных факторов были выбраны ранее предложенные показатели: DCSR (далее  $D_1$ ), оборачиваемость активов (далее  $D_2$ ), рентабельность продаж (далее  $D_3$ ) и финансовый рычаг (далее  $D_4$ ).

Каждый из четырех факторов имеет свои веса, а также значение критерия (10 баллов – «низкое», 20 баллов- «среднее», 30 баллов – «высокое»; в зависимости от направления влияния на интегральный показатель).

На основе проведенного анкетирования 50 экспертов в области анализа и оценки сделок проектного финансирования в сегменте строительства коммерческой недвижимости были предложены следующие веса для каждого из вышеупомянутых факторов: 30%, 20%, 25% и 25%. Таким образом, формула принимает следующий вид:

$$\text{ИЦС}_n = \sum_{i=1}^n W_i * D_i + W_2 * D_2 + W_3 * D_3 + W_4 * D_4 , \quad (1)$$

где  $i$  – номер фактора,

$n$  – порядковый номер периода прогнозирования сделки ПФ,

$W_i$  – вес соответствующего фактора,

$D_i$  – значение соответствующего показателя.

Расчет значений критериев производился, основываясь на данных выборки по 9 сделкам ПФ строительства коммерческой недвижимости, реализованных в Москве и Московской области в схожем временном интервале (даты начала проекта, варьируются с 2012 по 2014 гг.). Были проанализированы 54

наблюдения по каждому из четырех показателей и определены средние значения, в результате чего присвоены следующие баллы (см. табл.):

Таблица 3

**Методика расчета интегрального показателя обоснования  
целесообразности реализации сделки ПФ строительства коммерческой  
недвижимости**

№	Фактор	Вес фактора, %	Показатель/Критерий	Расчет и определение значение критерия
1.	Риск-стратегия инвесторов	30%	DSCR	менее 0,32-10 баллов; 0,32 - 1,27- 20 баллов; более 1,27- 30 баллов
2.	Прибыльность проектной компании	20%	Рентабельность продаж	менее 0,09-10 баллов; 0,09 - 0,51- 20 баллов; более 0,51- 30 баллов
3.	Эффективность использования базы активов проектной компании	25%	Оборачиваемость активов	менее 0,08-10 баллов; 0,08 - 0,23- 20 баллов; более 0,23- 30 баллов
4.	Долговая нагрузка проектной компании	25%	Финансовый левередж	более 2,2-10 баллов; 1,26 - 2,2- 20 баллов; менее 1,25- 30 баллов

Источник: составлено автором

Стоит отметить, что средние значения были определены, исключив те значения, разброс величин которых достаточно серьезно отклоняется от общей выборки. Данный факт связан с особенностями расчета показателей по тем проектам, для которых был характерен низкий уровень собственных средств в общем объеме финансирования в первый год реализации, из-за чего уровень финансового рычага становился ощутимо большим, чистая прибыль, наоборот, незначительной. По мере постепенного погашения долга в соответствии с установленным графиком данные показатели приближались к усредненным значениям.

Также необходимо сделать оговорку, что данные средние значения были предложены на основе проектов, реализованных в течение последних 8-10 лет в Москве и Московской области. Учитывая высокую степень сегментации рынка коммерческой недвижимости, при обосновании целесообразности реализации сделки проектного финансирования проектов строительства коммерческой недвижимости в других регионах, требуется пересмотр пограничных критериев.

Суммировав полученные значения критерия, скорректированные на вес каждого из факторов (то есть воспользовавшись предложенной формулой) и



определив средний ИЦС для каждого проекта, мы получаем итоговый интегральный показатель (см. табл.):

Таблица 4

**Расчет интегрального показателя обоснования целесообразности реализации сделки ПФ строительства коммерческой недвижимости**

Проект	Общая арендопригодная площадь, кв.м.	Стоимость проекта, млн.руб.	Доля участия заемного капитала, %	Продолжительность реализации проекта, лет.	Средняя ставка окупаемости за период, %	Средняя % ставка по кредитной линии	Средний ИЦС за период реализации сделки, баллов
1	17 446	2 800	45%	6	98%	12,4%	25,0
2	11 961	2 500	67%	6	85%	12,3%	17,9
3	25 956	4 200	40%	6	93%	13,2%	21,5
4	106 352	2 300	90%	10	87%	12,4%	20,7
5	17 586	1 500	70%	6	98%	12,4%	18,4
6	47 808	3 110	80%	7	97%	12,3%	24,5
7	197 711	4 890	70%	6	90%	12,6%	20,8
8	95 762	4200	50%	6	92%	12,6%	21,3
9	52 303	2 100	75%	6	97%	13,4%	23,2

Источник: составлено автором

Как видно из данной таблицы, наибольшее значение индекса получил проект №1. Привлекательность данного проекта для инвестора обусловлена рядом объективных причин: относительно невысокая доля участия заемного капитала, выгодная локация с высокой проходимостью и, как следствие, высокими ставками окупаемости арендопригодной площади. Однако, достаточно высокое значение ИЦС получил и проект №6 с намного более высокой долей участия заемного капитала. В целом стоит отметить, что наибольшее значение ИЦС получили проекты с наибольшими ставками окупаемости общей арендопригодной площади при относительно идентичных условиях получения заемных средств (средние ставки по невозобновляемой кредитной линии как основном инструменте финансирования, используемом в механизме ПФ строительства коммерческой недвижимости в России, для данной выборки находятся на уровне 12,4%-13,4%; срок реализации проектов-в основном, составил 6 лет), но совершенно разных параметрах доли участия инвесторов в сделке.

Данный факт дополнительно демонстрирует необходимость применения интегрального показателя к обоснованию целесообразности реализации сделки

ПФ в данном сегменте рынка. Это позволяет изменить традиционный подход к оценке сделок ПФ на основе ряда отдельных параметров, например, при отказе от рассмотрения сделки ПФ, средние значения или динамика отдельных показателей которых, по мнению инвестора, находятся ниже требуемых уровней.

Также, учитывая полученные результаты, можно отметить, что при оценке целесообразности реализации сделок ПФ строительства коммерческой недвижимости, наибольший акцент следует сделать на анализе:

- 1) локации объекта;
- 2) прогнозирования заполняемости площади объекта коммерческой недвижимости на основе анализа портфеля договоров аренды и предварительных договоров аренды;
- 3) анализа качества и кредитоспособности крупнейших арендаторов.

### **Заключение**

Примененный интегральный подход позволит инвесторам на рынке ПФ наглядно представить динамику ключевых показателей сделки проектного финансирования строительства коммерческой недвижимости и агрегировать критерии, имеющие различную размерность и направленность изменений. Использование предложенного интегрального показателя призвано оказать дополнительную поддержку участникам проектного финансирования, прежде всего инвесторам, в обосновании целесообразности реализации сделки проектного финансирования в данном сегменте рынка.

### **Библиографический список**

1. Никонова И.А. Проектный анализ и проектное финансирование. – М.: Альпина Паблишер, 2012. – 154 с.
2. Младенович М. М. Развитие системы управления рисками проектного финансирования строительства коммерческой недвижимости // Инновации и инвестиции. – 2018. – №4. – С.92-97.
3. Никонова И.А. Законодательная база проектного финансирования // Промышленные ведомости. – 2014. – №1.

4. Yescombe E.R. Principles of Project Finance/ Academic Press is an imprint of Elsevier, 2014. – P.531

5. Wynant L., Essential Elements of Project Finance/ Harvard Business Review. – 1980. – P. 165-173.

### **References**

1. Nikonova I. (2012) *Proyektnyy analiz i proyektnoye finansirovaniye* [Project analysis and project financing]. Moscow: Alpina Publ.

2. Mladenovich M.M. *Razvitie sistemy upravleniya riskami proektnogo finansirovaniya stroitel'stva kommercheskoj nedvizhimosti//Innovacii i investicii*. – 2018. – №4. – P. 92-97.

3. Nikonova I. *Zakonodatel'naya baza proektnogo finansirovaniya // Promyshlennye vedomosti: ekspertnaya obshcherossiyskaya gazeta*. – 2014. – №4.

4. Yescombe E.R. Principles of Project Finance/ Academic Press is an imprint of Elsevier, 2014. – P.531

5. Wynant L. Essential Elements of Project Finance/ Harvard Business Review. – 1980. – P. 165-173.