

Метод определения источников финансирования развития промышленных предприятий

© 2010 И.А. Кальенен

E-mail: ikalienen@newolymp.net

Предлагается метод управления для выбора оптимального механизма финансирования при реализации проекта развития промышленного предприятия.

Ключевые слова: девелопер, инвестор, строительные кредиты, инвестиционные кредиты, бюджетные средства, собственный капитал, доходность, финансовый леверидж.

Важное место в процессе развития промышленных предприятий занимает привлечение финансирования. При этом довольно сложно четко выделить, на каком этапе девелопер должен решать эти вопросы. Однако на практике ситуация такова, что на начальных этапах проекта все затраты, связанные с поиском и приобретением объекта, с анализом наилучшего его использования, с разработкой концепции и архитектурно-планировочных решений, девелопер несет за счет своих средств или средств партнеров. Затем, когда получены все разрешительные документы, у девелопера появляется возможность обратиться за кредитом в банк или осуществить форвардную продажу проекта институциональному инвестору¹.

Средства инвесторов и кредиты могут появиться в проекте на любой стадии проекта, однако их привлечение на ранних стадиях связано с высокими рисками для доноров, поэтому девелопер будет вынужден в существенной степени делиться с ними своей прибылью.

Исходя из анализа литературы², отправной точкой инициации и последующей реализации проектов развития промышленных предприятий является определение будущих финансовых источников, которые позволят реализовать проект в полном объеме, обеспечить бесперебойное финансирование и получение запланированной нормы прибыли для каждого из участников процесса развития объекта недвижимости.

Принципиальными отличиями в подходе к выбору источников финансирования проектов развития, таких как репрофилирование, реконструкция и модернизация, в сравнении с финансированием проектов нового строительства

являются наличие объекта, который может выступать в качестве гарантии, и более короткий срок реализации проектов, однако отечественного опыта управления такими процессами фактически нет.

Высокая доходность коммерческой недвижимости обуславливает привлекательность этого сектора экономики для большого числа российских и иностранных компаний. Для реализации девелоперских проектов на сегодняшний день зачастую требуется привлечение дополнительных источников финансирования³. В условиях непрерывно растущей конкуренции как со стороны российских, так и со стороны иностранных компаний особенно актуальной становится проблема выбора наиболее эффективного и защищенного варианта финансирования. Требуется найти решение задачи разработки метода выбора источников финансирования развития объектов промышленных предприятий, что обусловлено отсутствием стандартов и недостаточностью разработки этого вопроса.

В целях разработки метода выбора варианта финансирования развития объектов промышленных предприятий рассмотрим возможные варианты финансирования недвижимости, основываясь на специфике девелоперских проектов.

Классическая схема финансирования недвижимости состоит из четырех направлений⁴:

- строительные кредиты (краткосрочные) (SK);
- инвестиционные кредиты (долгосрочные) (SK);
- бюджетные средства (BS);
- собственный капитал (K).

Строительные кредиты (SK) используются при финансировании проектов с вариантом конечной продажи объекта как товара или как бизнеса и при варианте сдачи в аренду, эксплуатации объекта. Финансирование за счет собственного капитала и строительного кредита осуществляется таким образом, что последний обеспе-

¹ Механизмы управления организационными проектами / В.Г. Балашов [и др.]. М., 2006.

² См.: Адамов Н., Тилов А. Принципы и методы финансового планирования // Фин. газ. 2007. № 9. С. 25-28; Гавриленко А.Г., Долгалева Е.В. Управление проектами: учеб. пособие. Макеевка, 2006; Управление проектом. Основы проектного управления: учебник / кол. авт.; под ред. проф. М.Л. Разу. М., 2006; Шелкунов В.И. Стратегия финансово-инвестиционной деятельности. М., 2008.

³ См.: Гавриленко А.Г., Долгалева Е.В. Указ. соч.; Шелкунов В.И. Указ. соч.

⁴ Адамов Н., Тилов А. Указ. соч.

чивает финансирование в период проведения работ и продаж.

Инвестиционный кредит (ИК) представляет собой один из способов финансирования долгосрочных проектов по обновлению основных средств, модернизации или реконструкции технологических линий, созданию новых производственных мощностей. Проект, под который запрашивается инвестиционный кредит, может и не обладать достаточной финансовой привлекательностью (финансируемые объекты могут вообще не приносить дохода или влиять на него косвенно). Также финансовые потоки в рамках проекта могут быть недостаточными для обслуживания инвестиционного кредита. Для наращивания экономического потенциала хозяйствующих субъектов в последние годы используются такие источники, как ипотечный кредит и финансовый лизинг.

По определению, **ипотечный кредит (IpK)** - это кредит под залог недвижимости, его применяют с целью покрытия крупных капитальных затрат. Возможность применения его к реконструкции обусловлена тем, что предмет залога может выступать непосредственно развиваемый объект.

В настоящее время разработано множество типов ипотечных кредитов, различающихся в зависимости от схем их выдачи, погашения и обслуживания. Схематическое изображение видов ипотечных кредитов приведено на рисунке.

правило, ежемесячно: выплачивается основной долг и процент по кредиту с учетом годовой процентной ставки на остаток основного долга.

Вторая группа кредитов в зависимости от условий, учитываемых при выборе механизма финансирования, предусматривает различную периодичность погашения основного долга и процентов⁵.

Исходя из короткого срока реализации проектов девелопмента, при последующей продаже объекта как бизнеса применяются **кредиты с шаровыми платежами (IpK_{sh})**, в частности кредиты с выплатой только процентов в течение срока кредита, а основной долг, шаровой платеж основной суммы, возвращается в конце срока. Таким образом, на протяжении этапов развития объекта девелоперская организация обязана платить только проценты, а после ввода объекта в эксплуатацию и последующей продажи получает возможность оплатить основной долг и в итоге погасить весь кредит. Кроме того, эта форма кредитования будет выгодна небольшим организациям, не располагающим достаточным объемом собственных средств для классической формы кредита.

Также возможно применение **пружинного кредита (IpK_p)**, который предполагает регулярные равные выплаты в определенные периоды срока договора. Такой кредит приемлем при сдаче модернизированного объекта в аренду, поскольку позволяет, например, взять ссуду на 5 лет и по

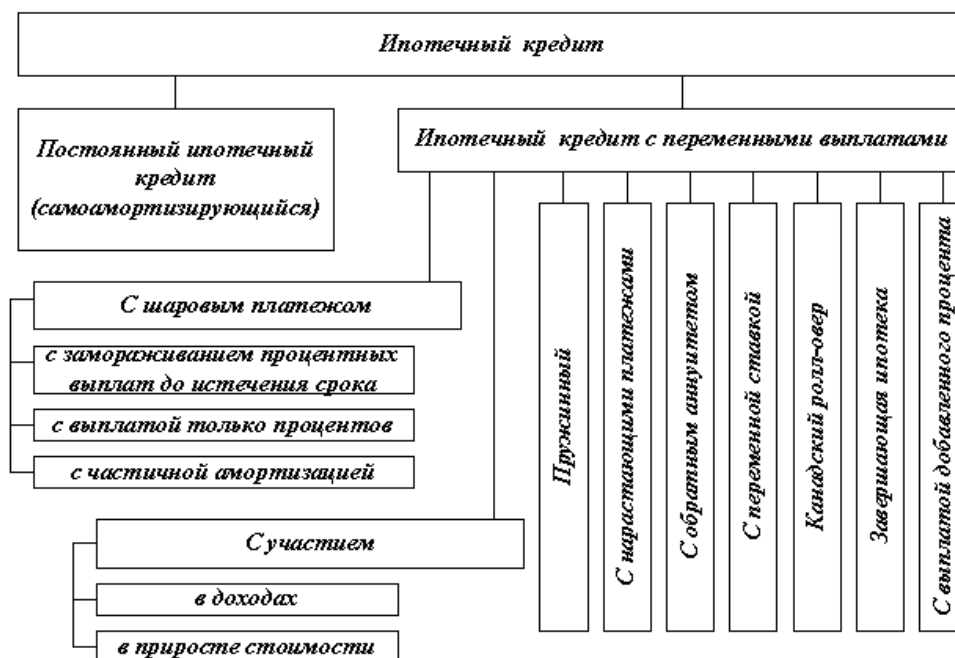


Рис. Основные виды ипотечных кредитов

При стандартном варианте погашение долга осуществляется в установленный период, как

⁵ См.: Адамов Н., Тилов А. Указ. соч.; Шелкунов В.И. Указ. соч.

условию договора в течение первых двух лет (период реализации развития объекта) выплачивать только проценты, а в последующие три года - проценты и основной долг. При проведении сравнительного анализа стандартного и пружинного кредитов можно сделать вывод, что общая сумма процентных платежей, получаемых банком, больше при пружинном кредите, однако такая форма кредитования позволяет отвлекать меньшие суммы на стадии реализации проекта, а в последующем, в процессе сдачи площадей в аренду, увеличивать периодические платежи по кредиту.

Следующим видом кредитования, предлагаемым для варианта развития объекта недвижимости с последующей сдачей в аренду, является кредит с нарастающими платежами (IpK_{np}), который предусматривает переменные платежи в течение всего срока кредитования. При такой форме кредитования в первые годы производятся постепенно растущие платежи по кредиту, при этом происходит отрицательная амортизация кредита (A), т.е. сумма долга увеличивается, затем на определенном этапе, предусмотренном кредитным договором, начинаются обычные платежи. График погашения платежей строится таким образом, что платежи повышаются ступенчато до величины, необходимой для амортизации кредита, или с другой периодичностью. Это позволяет девелоперу в первые годы вносить установленные ежемесячные платежи, которые могут быть меньше размера сумм, необходимых для покрытия процентов и амортизации кредита, а в оставшийся срок заемщик производит большие платежи за счет появления доходов. Долг полностью погашается последним взносом. Такая форма кредита в сравнении со стандартной схемой сокращает общую сумму процентных платежей и выгодна в том случае, когда еще на стадии проектирования заключены предварительные договоры с будущими арендаторами.

Рассмотрим следующий вид кредита применительно к финансированию развития объектов недвижимости - кредит с участием в реконструкции или модернизации объекта (IpK_m).

Такой кредит предусматривает, что кредитор регулярно получает основной долг и проценты по нему, а кроме того, участвует в получении части дохода от арендной платы или части суммы от продажи объекта недвижимости. Отличительным условием данного вида кредита является выплата заемщиком, помимо основной части долга и процентов, установленного кредитным договором процента от прибыли или продажи.

Следовательно, ипотечные кредиты с участием привлекательны для кредитора по следую-

щим причинам: во-первых, такие схемы финансирования позволяют защитить интересы кредитора в условиях высоких темпов инфляции; во-вторых, уменьшение процентной ставки приводит к уменьшению периодических платежей по кредиту, что снижает риск невыполнения обязательств заемщиком.

Но часть дохода от недвижимости, которую предполагает получить кредитор, имеет большую степень риска. Для уменьшения риска снижения дохода от недвижимости кредиторы включают в договоры статьи о периодических проверках качества управления собственностью. Привлекательность ипотечного кредита с участием для девелопера состоит в том, что платежи по кредиту с участием меньше, чем платежи по другим типам кредитов, а также меньшие периодические платежи являются стимулом для реализации инвестиционных проектов, требующих больших затрат капитала⁶.

Следующий тип финансового партнерства в отечественной практике - частные инвестиции (ChI). Возможны такие варианты организации финансирования, когда частные инвесторы полностью финансируют стоимость проекта. В таких проектах прибыль может распределяться в различных соотношениях, например, от соотношения 80/20 (80% инвестору) до 50/50.

Следующий рассматриваемый источник - собственный капитал (K).

Важным источником собственных средств являются амортизационные отчисления, посредством которых осуществляется перенос стоимости основных фондов предприятия по мере их физического и морального износа в процессе производства на стоимость изготавливаемой продукции, работ и услуг.

Основным критерием выбора между собственным и внешним финансированием является возможность использования девелопером финансового рычага (левериджа) для повышения рентабельности собственного капитала, инвестируемого в проект. Если рентабельность проекта выше цены платы за пользование заемными средствами, то тем самым обеспечивается рентабельность собственного капитала выше, чем общая рентабельность проекта.

Таким образом, наступает эффект положительного финансового рычага, т.е. использование заемных средств более выгодно. В противном случае эффективность собственного капитала будет ниже, чем рентабельность проекта. Отрицательное значение финансового левериджа не означает, что привлечь заемные средства неце-

⁶ См.: Механизмы управления...; Гавриленко А.Г., Долгалева Е.В. Указ. соч.; Управление проектом...

лесообразно. Важным является условие, чтобы эффективность собственного капитала была выше барьерной ставки, тогда привлечение кредита эффективно, так как позволяет снизить сроки реализации проекта и увеличить скорость оборота капитала⁷.

Собственный капитал возмещает разницу между себестоимостью проекта и суммами строительного и долгосрочного кредитов. Собственный капитал выступает одним из самых дорогих источников финансирования, так как возмещение собственного капитала осуществляется только после того, как произведены выплаты по кредитным договорам.

Традиционно кредиторы требуют, чтобы собственный капитал составлял от 20 до 30% расходов на редевелопмент. Требуемая доля собственного капитала зависит во многом от имиджа и опыта редевелоперской команды, а также от разницы между себестоимостью проекта и его оценочной стоимостью, от ситуации на рынке и от состояния финансовой сферы в целом.

На основе рассмотренных источников финансирования разработан метод выбора источников финансирования, исходя из формы собственности и формы конечной реализации объекта недвижимости, что схематично отображено в табл. 1 и 2.

ных предприятий при различных условиях реализации проектов.

Использование таких таблиц решает практическую задачу выбора способа финансирования на этапе формирования источников финансирования проекта.

В целях расширения учета факторов, которые могут влиять на выбор источника финансирования, предлагаются организационные таблицы критериев для принятия решения по определению механизмов финансирования реализации проектов развития промышленных предприятий различного функционального назначения (табл. 3, 4).

Следовательно, важными и необходимыми являются следующие критерии:

- возможность (невозможность) вложения собственных средств;
- наличие (отсутствие) достаточного количества финансовых источников до стадии реализации проекта;
- определенность (неопределенность) будущего покупателя;
- наличие (отсутствие) предварительных договоров аренды;
- наличие (отсутствие) возможности привлечения бюджетного финансирования;
- достаточность (недостаточность) амортизационных отчислений для финансирования проекта;

Таблица 1. Выбор источника финансирования проектов развития промышленных предприятий при конечной продаже объекта как бизнеса

Форма конечной реализации объекта - продажа объекта как товара или как бизнеса			
Форма реализации проекта Вид собственности	Перепрофилирование	Реконструкция	Модернизация
Собственность государственная/муниципальная и т.п.	(BS) и/или (IpK _{sh})	(BS), (A) и/или (IpK _m)	(BS) и (A)
Собственность частная	(ChI) и/или (IpK _{sh})	(ChI) и/или (IpK _m)	(ChI) и/или (SK)
Собственность смешанная	(BS), (ChI) и/или (IpK _{sh})	(BS), (ChI), (A) и/или (IpK _m)	(BS), (ChI), (A) и/или (SK)

Таблица 2. Выбор источника финансирования проектов развития промышленных предприятий при сдаче объекта в аренду или эксплуатации

Форма конечной реализации объекта - сдача объекта в аренду или эксплуатация			
Форма реализации проекта Вид собственности	Перепрофилирование	Реконструкция	Модернизация
Собственность государственная, муниципальная и т.п.	(BS) и/или (IpK _p)	(BS), (A) и/или (IpK _{np})	(BS) и (A)
Собственность частная	(ChI) и/или (IpK _p)	(ChI) и/или (IpK _{np})	(ChI) и/или (SK)
Собственность смешанная	(BS), (ChI) и/или (IpK _p)	(BS), (ChI), (A) и/или (IpK _{np})	(BS), (ChI), (A) и/или (SK)

Предложенные таблицы служат организационным инструментарием при выборе варианта финансирования развития объектов промышлен-

• определенность (неопределенность) формы реализации объекта;

• величина затратной части и масштабность объекта.

⁷ Адамов Н., Тилов А. Указ. соч.

Таблица 3. Критерии выбора механизмов финансирования реализации проектов развития промышленных предприятий при конечной продаже объекта как бизнеса

Форма собственности и описание ситуации	Ипотечный кредит с участием	Ипотечный кредит с платежом	Краткосрочный строительный кредит	Традиционный ипотечный кредит	Собственные средства	Бюджетные средства	Амортизация
1. Собственность государственная, муниципальная, предприятия и т.п.							
1.1. Есть возможность вложения собственных средств, необходимо небольшое дополнительное одномоментное финансирование на короткий срок			(KS)			(BS)	(A)
1.2. Наличие собственных средств ограничено, источников покрытия долга до стадии реализации проекта достаточно, проект требует больших затрат капитала	(IpK _m)						(A)
1.3. Наличие собственных средств ограничено, источников покрытия долга до стадии реализации проекта недостаточно, будущий покупатель определен		(IpK _{sh})					(A)
1.4. Амортизации достаточно для покрытия затрат по реконструкции, и(или) есть возможность привлечения бюджетного финансирования						(BS)	(A)
2. Собственность частная							
2.1. Наличие собственных средств ограничено, определен будущий покупатель, источников покрытия долга до стадии реализации проекта недостаточно		(IpK _{sh})			(K)		
2.2. Наличие собственных средств, ограничено, будущий покупатель не определен, проект требует больших затрат капитала	(IpK _m)				(K)		
2.3. Наличия собственных средств достаточно, стоимость собственного капитала ниже, чем заемного					(K)		
2.4. Есть возможность вложения собственных средств, необходимо небольшое дополнительное одномоментное финансирование на короткий срок			(KS)		(K)		
3. Смешанная форма собственности							
3.1. Наличие собственных и бюджетных средств ограничено, определен будущий покупатель, источников покрытия долга до стадии реализации проекта недостаточно		(IpK _{sh})			(K)		(A)
3.2. Есть возможность вложения собственных средств, бюджетного финансирования, необходимо небольшое дополнительное одномоментное финансирование на короткий срок	(IpK _m)		(KS)		(K)	(BS)	(A)
3.3. Наличие собственных средств и бюджетного финансирования ограничено или отсутствует, проект требует больших затрат капитала					(K)		(A)
3.4. Наличия собственных средств достаточно, стоимость собственного капитала ниже, чем заемного, и(или) есть возможность привлечения бюджетного финансирования					(K)	(BS)	(A)

Таблица 4. Критерии выбора механизмов финансирования реализации проектов развития промышленных предприятий при сдаче объекта в аренду или его эксплуатации

Форма собственности и описание ситуации	Ипотечный кредит с участием	Ипотечный кредит с шаровым платежом	Краткосрочный строительный кредит	Традиционный ипотечный кредит	Собственные средства	Бюджетные средства	Амортизация
1. Собственность государственная, муниципальная, предприятия и т.п.							
1.1. Есть возможность вложения собственных средств, необходимо небольшое дополнительное одномоментное финансирование на короткий срок			(KS)			(BS)	(A)
1.2. Наличие собственных средств ограничено, источников покрытия долга до стадии реализации проекта достаточно, проект требует больших затрат капитала		(IpK_{sh})				(BS)	
1.3. Наличие собственных средств ограничено, источников покрытия долга до стадии реализации проекта недостаточно, будущий покупатель определен	(IpK_m)						
1.4. Амортизации достаточно для покрытия затрат по реконструкции, и(или) есть возможность привлечения бюджетного финансирования				(IK)		(BS)	
1.5. Амортизации достаточно для покрытия затрат по реконструкции, и(или) есть возможность привлечения бюджетного финансирования						(BS)	(A)
2. Собственность частная							
2.1. Наличие собственных средств ограничено, определен будущий покупатель, источников покрытия долга до стадии реализации проекта недостаточно		(IpK_{sh})			(K)		
2.2. Наличие собственных средств ограничено, будущий покупатель не определен, проект требует больших затрат капитала	(IpK_m)				(K)		
2.3. Наличие собственных средств достаточно, стоимость собственного капитала ниже, чем заемного				(IK)	(K)		
2.4. Есть возможность вложения собственных средств, необходимо небольшое дополнительное одномоментное финансирование на короткий срок			(KS)		(K)		
2.5. Наличие собственных средств ограничено, планируется сдача в аренду большого объема площадей крупному арендатору, источников покрытия долга до стадии реализации проекта недостаточно		(IpK_{sh})			(K)		
2.6. Наличие собственных средств достаточно, стоимость собственного капитала ниже, чем заемного					(K)		
3. Смешанная форма собственности							
3.1. Наличие собственных и бюджетных средств ограничено, определен будущий покупатель, источников покрытия долга до стадии реализации проекта недостаточно		(IpK_{sh})			(K)	(BS)	
3.2. Есть возможность вложения собственных средств, бюджетного финансирования, необходимо небольшое дополнительное одномоментное финансирование на короткий срок			(KS)		(K)	(BS)	(A)
3.3. Наличие собственных средств и бюджетного финансирования ограничено или отсутствует, проект требует больших затрат капитала	(IpK_m)				(K)	(BS)	
3.4. Наличие собственных средств достаточно, стоимость собственного капитала ниже, чем заемного, и(или) есть возможность привлечения бюджетного финансирования					(K)	(BS)	(A)

Предлагаемый метод позволит выбрать оптимальный механизм финансирования при развитии промышленных предприятий.

Таким образом, менеджмент в сфере девелопмента - это достаточно сложный и комплексный процесс достижения компромисса между двумя взаимосвязанными интересами девелопера - желанием делиться прибылью и рисками. Если девелопер заинтересован в получении всей прибыли и несет все риски по проекту сам, он использует только собственные средства. Если девелопер готов поделить долей прибыли для

того, чтобы разделить часть рисков, он привлекает средства банков или соинвесторов на более поздних стадиях. Если девелопер готов поделить существенной частью прибыли в обмен на покрытие значительной доли рисков, он привлекает инвестиции и кредиты на ранних стадиях. Не стоит забывать также об эффекте финансового левириджа и о том, что для реализации крупных проектов у девелопера просто может не быть свободных средств. Все это делает вопросы управления финансами в процессах развития промышленных предприятий еще более сложными.

Поступила в редакцию 07.12.2009 г.