

Классификация рисков проектного финансирования и стратегии их минимизации

Полховская Т.Ю. Шевченко А. А.

ФБГОУ ВПО «Ростовский государственный строительный университет»

Девелопмент объектов недвижимости неизменно ассоциируется с высоким риском, одновременно предвещая и более высокую доходность: инвестиционно-строительные проекты, связанные с длительным процессом производства, неизбежно подвергаются влиянию целого ряда событий. С управленческой точки зрения события с положительным влиянием предстают как возможности, а события негативного воздействия — как риски.

Риск — критический фактор проектного финансирования, поскольку является причиной непредвиденных изменений в способности проекта к возмещению расходов, обслуживанию долга и выплате дивидендов акционерам. Денежные потоки, обуславливаясь влиянием рисков, могут оказаться меньше ожидаемых в случае, если риск не был предвиден и должным образом хеджирован, тогда кредиторы и спонсоры посчитают затруднительным погашение займа или достижение удовлетворяющего уровня внутренней нормы доходности.

В процессе строительства и эксплуатации проекты в области недвижимости подвержены воздействию таких видов рисков, как коммерческие (проектные), макроэкономические (финансовые) и политические (страновые) [1]. Такие риски могут возникать как на этапе строительства, когда проект еще не в состоянии генерировать денежные потоки, так и на этапе эксплуатации. Ряд авторов разделяют данную категорию рисков на организационные, специфические (проектные) и связанные с окружающей средой [2, с. 44] или риски макроуровня (экзогенные), мезоуровня (эндогенные) и микроуровня (охватывающие взаимоотношения между заинтересованными сторонами) [3, 4]. Кроме того, риск проектов недвижимости можно разделить на семь типов в зависимости от этапов процесса девелопмента следующим образом [2, с. 44]:

1) риск земельного девелопмента: например, недоступность земельных участков, т. е. цены на земельные участки непропорционально высоки по сравнению с их качеством / условиями и / или в контексте действующего плана зонирования;

2) риск проектирования: например, невозможность исполнения требований заказчика проекта, или реализация необходимых проектных решений с превышением общего бюджета проекта (в результате изменения рыночных условий или внесения необходимых изменений в процессе производства строительных работ);

3) правовой риск: например, отсутствие утвержденного плана зонирования или разрешения на строительство;

4) риск финансирования: например, невозможность организации финансирования;

5) строительный риск: например, превышение тендерными заявками (первоначального) бюджета стоимости строительства или задержка ввода строительного объекта в эксплуатацию;

6) арендный (лизинговый) риск: например, отставание ввода объекта на рынок от графика, в результате чего он не соответствует современным рыночным требованиям (например, снижение цены аренды) в связи с экономическими колебаниями или изменениями спроса и предложения;

7) ценовой риск продаж (сделок): например, неправильная оценка доходности девелопмента.

Критерием для идентификации рисков проектного финансирования является хронология их возникновения в течение экономической жизни проекта, включающей два периода:

1) строительный, или предварительный, этап;

2) операционный, или эксплуатационный, этап.

Эти периоды, обладая различными профилями риска, дифференцированно воздействуют на ожидаемый результат проектной инициативы и позволяют выделить следующие категории рисков:

- риски предварительного этапа;
- риски эксплуатационного этапа;
- риски, общие для обоих этапов.

На предварительном этапе риски наиболее высоки и концентрированы — проектная компания (юридическое лицо специального назначения — *special purpose vehicle, SPV*), получая финансирование, приступает к реализации проекта, но не получает доходных денежных потоков и не в состоянии обслуживать собственные обязательства. К рискам предварительной фазы относятся:

1. Риск планирования: инициатива проектного финансирования предусматривает четкое разграничение сроков и ресурсов для проведения запланированных мероприятий, поэтому задержки в выполнении одного из видов работ по проекту может привести к тому, что проектная компания не сможет своевременно и в необходимом объеме генерировать денежные потоки при наступлении эксплуатационного периода. Отрицательными эффектами неудовлетворительного планирования являются также возможные последствия по ключевым контрактам проектной компании: задержка завершения объекта может привести к штрафам, подлежащим выплате потребителю продукции, или даже аннулированию договора.

2. Технологический риск заключается в принятии подрядчиком технологических решений (зачастую расходящихся с мнением спонсоров) на основании инновационных технологий, в реальных условиях эксплуатации демонстрирующих недостаточную эффективность. Отрицательный потенциал технологического риска предписывает инициировать предприятие проектного финансирования на основании испытанных надежных технологий.

3. Риск (завершения) строительства может принимать различные формы и заключается в том, что проект может быть не завершен к установленному сроку или не соответствовать проектной документации. В транзакциях проектного финансирования риск строительства, как правило, вынуждены принимать на себя подрядчик или спонсоры, а готовность кредиторов к принятию строительного риска зависит от характера применяемых строительных технологий (новые или традиционные) и репутации подрядчика.

Основные риски эксплуатационной фазы также могут привести к сокращению денежных потоков, генерируемых проектом, и включают в себя:

1. Риск поставки ресурсов возникает в случае, если проектная компания не получает необходимых производственных материалов для операционной деятельности, или ресурсы поставляются по более высокой цене, чем было запланировано, или неоптимального качества, чем необходимо для эффективного использования производственных мощностей. В результате объект функционирует ниже полной мощности, уменьшаются маргинальные запасы и возникают дополнительные расходы в связи с необходимостью задействования дополнительных источников ресурсов.

2. Операционный риск (или риск неисполнения обязательств) возникает в случае, когда техническое функционирование объекта ниже номинального уровня производительности (например, ухудшение КПД мощностей, завышенные нормы выбросов или потребления сырья), следствием чего является низкая эффективность инициативы проектного финансирования и перерасход средств.

3. Риск спроса (или реализации продукции (услуг) проекта) состоит в том, что генерируемые проектом доходы меньше ожидаемых, например, по причине чрезмерно оптимистичных прогнозов в отношении объемов реализации продукции и / или продажной цены или действий конкурентов, особенно в случае, если продукт или услуга субститутивны.

Риски, общие для строительного и операционного этапов, систематически, но с разной интенсивностью возникают в течение всей экономической жизни проекта. К ним относятся:

1. Финансовые риски (процентный, валютный, инфляционный) связаны с волатильностью ключевых макроэкономических переменных [5, с. 229]. *Колебания*

процентных ставок могут привести как к увеличению стоимости финансирования, так и к полному исчерпанию бюджета проекта в случае, если средства предоставляются по плавающей процентной ставке, а также стать причиной возникновения весьма значительных альтернативных издержек (при покупке хедж-инструментов либо кредитовании по фиксированной ставке в связи с невозможностью извлечения спекулятивных выгод).

Валютный риск возникает, если финансовые потоки проекта валютно дифференцируются (в международных проектах расходы и доходы зачастую рассчитываются в различных валютах). Лучшей стратегией покрытия этого риска является согласование валют, т. е. номинирование денежных потоков в одной (местной) валюте, избегая использования иностранной.

Риск инфляции возникает тогда, когда динамика величины издержек, подвергаясь закономерному росту, не сопровождается соответствующим увеличением доходов. Инфляционный риск проявляется также в том, что большинство контрактов между проектной компанией и коммерческими контрагентами включают механизмы пересмотра ключевых положений (ставок, цен, взносов и т. п.) в соответствии с поведением индекса цен.

2. Экологический риск связан с любым потенциальным негативным воздействием строительного проекта на окружающую среду и может быть вызван целым рядом факторов, также связанных с политическими рисками, например: пересмотр проектов строительства и соответствующее увеличение инвестиционных расходов в результате изменений в законодательстве; пересмотр договоров государственной поддержки и затруднения в реализации проекта в связи с ужесточением законодательства по защите окружающей среды. Экологические проблемы имеют жизненно важное значение для многих видов проектов: например, в транспортном секторе — строительство дорог в регионе со значительным потоком туристов, или проблема загрязнения воздуха при реализации проектов генерации).

3. Риск изменения законодательства имеет различные аспекты, как то: отмена или задержка выдачи разрешений, необходимых для запуска проекта; пересмотр или отмена основных концессий на проект, — и, как правило, вызван неэффективностью государственного управления и сложностью бюрократических процедур.

4. Политический и страновой риск могут принимать различные формы, но всегда подразумевают подверженность проекта убыткам в связи с факторами, которые в той или иной степени находятся под контролем действующего правительства. Политические риски особенно важны для кредиторов предприятий проектного финансирования в развивающихся странах, где правовая структура четко не определена, правительство политически нестабильно и опыт инвестирования частного капитала в стратегические отрасли незначителен [6, с. 43].

5. Правовые риски проявляются в ситуации, когда применение законодательных норм в принимающем государстве может быть несовместимо с правовой практикой страны-кредитора [7, с. 59], например, принятые судебные решения могут принести кредитору результаты, отличные от ожидаемых. Следует отметить, что исковая сила контракта (решения) зависит не только от степени экономического развития страны, но также включает в себя ряд других факторов, таких как судебные традиции страны, институциональные условия и характеристики социальной среды.

6. Кредитный риск, или риск контрагента связан с финансовой устойчивостью основных партнеров проекта (подрядчик, гаранты, покупатели продукции, страховые компании и т. д.) Если какие-либо из этих сторон не смогут выполнять взаимные обязательства, проект может быть не реализован. Значение кредитного риска в транзакциях проектного финансирования заключается в природе самого предприятия: внебалансовом финансировании (*off-balance-sheet financing*) с ограниченным регрессом к акционерам / спонсорам и очень высоким уровнем финансового рычага [6, с. 45]. Эти опции составляют основу иного подхода к определению минимальных требований к капиталу, которые банки должны соблюдать в отношении инициатив проектного финансирования.

Вмененные риски проектного финансирования идиосинкратичны для каждой из инициатив, поэтому их схематичное описание не может быть исчерпывающим. Успех инициативы проектного финансирования основывается на тщательном анализе всех рисков, приходящихся на экономическую жизнь проекта. При разработке проекта соглашения до начала его финансирования (проведении анализа реализуемости проекта (*feasibility studies*) и процедуры *due diligence*) большое значение уделяется анализу (или картографированию) всех возможных рисков, приходящихся на жизненный цикл проекта, с исследованием всех решений, которые смогут ограничить влияние каждого риска или устранить его.

Существуют три базовые стратегии минимизации рисков проектного финансирования:

1. Удержание риска осуществляется в том случае, если руководство проектной компании считает распределение рисков с третьими лицами слишком затратным или стоимость страховых полисов чрезмерной по сравнению с эффектами, детерминируемыми данным видом рисков. В этом случае обычно осуществляются внутренние процедуры контроля и предотвращения принимаемых рисков. Однако эта стратегия не вполне состоятельна: для кредиторов никогда не согласятся финансировать проект, зависимый от полностью интернализованных рисков.

2. Трансферт риска путем распределения с ключевыми контрагентами реализуется посредством юридического закрепления договоренностей между проектной компанией и спонсорами, кредиторами, покупателями продукции и другими сторонами инициативы проектного финансирования. Ключевые контракты проектной компании (договор на строительство «под ключ» (проектирование, материально-техническое обеспечение и строительство), эксплуатации и технического обслуживания (O&M), соглашение о поставке (закупке)) распределяют права и обязанности между проектной компанией и соответствующими контрагентами и могут быть использованы как эффективный инструмент риск-менеджмента. В результате каждый контрагент будет нести расходы на удержание риска, который наилучшим образом поддается его контролю и менеджменту. Таким образом, у каждой стороны появляется стимул соблюдать первоначальные соглашения для избежания негативных последствий, детерминируемых возникновением риска. Если риск возник и был распределен (передан) третьему лицу, эта же сторона будет нести расходы по нему, не влияя на платежеспособность проектной компании или ее кредиторов.

3. Трансферт риска профессиональным агентам, основной деятельностью которых является риск-менеджмент (страховые компании) реализуется в качестве остаточной смягчающей политики. Отдельные риски настолько «неуловимы» и сложны для управления, что каждый из контрагентов проектного финансирования в равной степени подвержен их воздействию. Страховые компании, покупая риски в счет уплаты страховых взносов, оказываются в лучшем положении, поскольку управляют большими портфелями риска, для которых вероятность одномоментного совместного проявления очень низка.

Каждая инициатива проектного финансирования уникальна и представляет собственную неповторимую «палитру» рисков и связанных с ними трудностей, требуя гибкого применения адекватных инструментов риск-менеджмента для минимизации воплощенных в проекте рисков и успеха проектного финансирования.

Литература:

1. Йескомб, Э. Р. Принципы проектного финансирования. — М.: Вершина, 2008. — 488 с.
2. Ellen, G. Knowingly taking risk investment decision making in real estate development. — The Netherlands: Eburon Academic Publishers, 2008. — 311 p.
3. Bing, L.; Akintoye, A.; Edwards, P. J.; Hardcastle, C. The allocation of risk in PPP / PFI construction projects in the UK. — International Journal of Project Management. — 2005. — № 23(1). — Pp. 25–35.
4. Baloi, D.; Price, A. Modelling global risk factors affecting construction cost performance. — International Journal of Project Management. — 2003. — № 21(4). — Pp. 73–82.
5. Nevitt, P. K., Fabozzi, F. J. Project Financing. — Euromoney Books, 2000. — 498 p.

6. Gatti, S. Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects. — Elsevier Inc., 2008. — 413 p.
7. Fight, A. Introduction to project finance. 2 Elsevier Inc., 2006. — 205 p.