Абрамов Денис Владимирович. Методы управления рисками при организации проектного финансирования в России : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Абрамов Денис Владимирович; [Место защиты: Иван. гос. хим.-технол. ун-т]. - Иваново, 2009. - 173 с. : ил. РГБ ОД,

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ: ОПРЕДЕЛЕНИЕ, ПРИЗНАКИ, ПРОЦЕСС И ИНСТРУМЕНТЫ 11

1.1. Определение и признаки проектного финансирования 11

1.2. Основные участники, виды, принципы, преимущества и особенности проектного финансирования 26

1.3. Процесс осуществления и классификация источников средств для проектного финансирования 34

ГЛАВА 2. РИСКИ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ 51

2.1. Классификация рисков проектного финансирования 51

2.2. Формирование методов управления рисками проектного финансирования 95

2.3. Методика качественной оценки и распределения рисков проектного финансирования ПО

ГЛАВА 3. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОГО И ЭКОНОМИЧЕСКОГО КРИЗИСА 121

3.1. Применение качественной методики оценки и распределения рисков 121

3.2. Влияние экономического кризиса на проектное финансирование в России 141

3.3. Перспективы развития проектного финансирования в России 156

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 161

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК 164

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования. В**российских условиях дефицита инвестиционных ресурсов поиск новых, инновационных способов финансирования является достаточно важной проблемой. В связи с этим развитие проектного финансирования и возможности его практического применения в России являются весьма актуальными.

Несмотря на все преимущества, потребности и возможности использования проектного финансирования, российский опыт ограничен как в плане научного представления, так и практической реализации соответствующих проектов. Однако достаточно эффективное и позитивное развитие проектного финансирования наблюдалось до 2009 года в сфере строительства объектов недвижимости в России.

Необходимо учитывать, что проектное финансирование как способ финансирования инвестиционного проекта широко развит и применяется на Западе. Поэтому крайне важной является проблема адаптации осуществления проектного финансирования для российских условий.

При этом на первое место для участников проектного финансирования (в основном финансирующих проект) встает вопрос об оценке и распределении рисков между всеми его участниками.

Поиск эффективных форм финансирования проектов при строительстве объектов недвижимости также определил потребность в совершенствовании проектного финансирования.

**Степень научной разработанности темы исследования.**Теоретические и практические аспекты сущности проектного финансирования освещены в работах отечественных и зарубежных авторов.

Среди отечественных ученых, внесших вклад в развитие теории и практики проектного финансирования в России, следует отметить:

В.Ю. Катасонова, Д.С. Морозова, А.Э. Баринова, В.Н. Шенаева, И.И. Мазура, Я.С. Мелкумова, И.И.Родионова, Б. С. Ирниязова, И.В.Сергеева и др.

Среди зарубежных ученых можно выделить Э.Р. Иескомба, П.К. Невитта, Г.Д. Винтера, Ф. Бенуа, Г. Сингха, П.Р. Вуда и др.

Однако, несмотря на достаточный уровень теоретического обоснования  
проектного финансирования, наблюдается неоднозначные формулировки  
данного понятия. Также отметим, изменение с течением времени представления  
о данном способе финансирования. В работах отечественных авторов нет  
однозначного мнения относительно четких признаков проектного

финансирования, что затрудняет определение отличий от других инструментов финансирования инвестиционных проектов. Проектное финансирование не получило целостного отражения в работах отечественных и зарубежных авторов как четкого процесса его осуществления на всех стадиях реализации проекта.

Значимость всего комплекса теоретических и практических проблем формирования отечественного проектного финансирования, а также их недостаточная разработанность и высокий уровень доходности в строительной отрасли обусловили выбор темы диссертационного исследования, постановку ее цели и основных задач.

**Область исследования**соответствует пункту 3.8. «Формирование эффективной системы проектного финансирования» Паспорта ВАК по специальности 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит».

**Объектом исследования**выступает проектное финансирование на примере строительства объектов коммерческой недвижимости.

**Предметом исследования**- процесс осуществления проектного финансирования через управление рисками.

**Цель исследования**состоит в формировании методов управления

рисками проектного финансирования способствующих повышению

инвестиционной активности субъектов хозяйствования и организации

финансирования инвестиций.

Достижение поставленной цели потребовало решение следующих **задач,**отражающих общую логику исследования:

изучить сущность термина «проектное финансирование», применяемого отечественными и зарубежными авторами;

рассмотреть основные характеристики проектного финансирования: участники, признаки, принципы, преимущества и особенности;

проанализировать процесс осуществления проектного финансирования;

определить возможные источники средств для осуществления проектного финансирования;

оценить возможный минимальный объем денежных средств, направляемых на строительство объектов недвижимости в России с использованием проектного финансирования,

исследовать риски проектного финансирования;

изучить методы управления рисками при организации проектного финансирования;

проанализировать условия для реализации проектного финансирования при влиянии экономического кризиса;

рассмотреть перспективы развития проектного финансирования в России.

**Теоретической и методологической основой исследования**послужили работы отечественных и зарубежных авторов, связанные с проблематикой осуществления проектного финансирования, инвестиционной деятельностью, управлением рисками, привлечением финансирования и управления проектами, законодательные акты, периодические издания, научные и статистические сборники, публикации в сети «Интернет».

В процессе работы применялись общенаучные методы и приемы: анализ, обобщение и систематизация научных данных, сравнение, метод экспертных

оценок.

**Информационной базой исследования**послужили данные Федеральной службы государственной статистики, аналитические исследования в области финансирования инвестиционных проектов, а также официальные документы и результаты собственных расчетов и проведенных исследований.

**Научная новизна диссертационного исследования**заключается в разработке научно-теоретических положений и методических рекомендаций по повышению надежности организации проектного финансирования через управление рисками.

Научная новизна подтверждается следующими научными **результатами, выносимыми на защиту:**

1. Уточнено понятие «проектное финансирование», которое отличается от известных выделением пяти ключевых признаков, а именно использование различных инструментов финансирования инвестиционных проектов, обеспечение будущими денежными потоками от реализации проекта и активами проектной компании, создание обособленной проектной компании, реализация многосторонней и многосвязной системы распределения рисков между различными участниками проекта, адекватная обеспеченность собственным капиталом проектной компании за счет средств инициаторов и спонсоров проекта.
2. Разработан механизм взаимодействия основных участников проектного финансирования на примере строительства объектов коммерческой недвижимости с выделением признаков, принципов, преимуществ и недостатков проектного финансирования, проведена систематизация основных источников инвестиционных ресурсов.
3. Уточнен процесс осуществления проектного финансирования, с точки

зрения более полного субъектного взаимодействия, а также

формирования и использования как прямых, так и сопутствующих

фондов денежных средств на всех этапах реализации инвестиционного

проекта на примере строительства объектов коммерческой

недвижимости.

4. Предложена классификация рисков по критерию принадлежности к

каждой стадии реализации инвестиционного проекта, возникающих

при организации проектного финансирования на примере

строительства объектов коммерческой недвижимости, определены

подходы к управлению каждой из выделенных групп рисков и

обоснованы рекомендации для кредиторов по их минимизации, в связи

с их участием в организации проектного финансирования.

5. Разработана методика качественной оценки и распределения рисков,

отличающаяся от существующих многосубъектной оценкой с

поэтапным управлением рисками для достижения их соответствия

критериям финансирования инвестиционного проекта.

**Научно-практическая значимость результатов исследования**

определяется тем, что полученные результаты могут быть использованы при

разработке и принятии решения о выборе способа финансирования проектов,

а также при подготовке методического обеспечения учебного процесса в

высших учебных заведениях по дисциплинам «Проектное финансирование»,

«Управление инновационными процессами», «Финансы», «Финансовый

менеджмент», «Стратегический менеджмент», «Инвестиции».

Самостоятельное научное значение имеет: механизм взаимодействия основных участников проектного финансирования и уточненный процесс осуществления проектного финансирования, с образованием и использованием фондов денежных средств на всех стадиях реализации инвестиционного проекта на примере строительства объектов коммерческой недвижимости.

Самостоятельное практическое значение имеет: — методика качественной оценки рисков проектов и их эффективное

распределение между всеми участниками проекта;

оценка возможного минимального объема денежных средств направленных на строительство объектов недвижимости в России с использованием проектного финансирования.

выявленные условия для осуществления проектного финансирования при влиянии мирового экономического кризиса и перспективы развития проектного финансирования в России.

**Апробация результатов исследования.**Основные результаты диссертационной работы докладывались и обсуждались на региональных, всероссийских и международных научно-практических конференциях: Всероссийской научно-практической конференции «Разработка и управление социально-экономическими инновациями» г. Иваново; Международной научной конференции молодых ученых, аспирантов и студентов «Молодежь и экономика» г. Ярославль; Региональной научно-практической конференции «Экономика регионов России в условиях глобального финансового кризиса».

Результаты исследования положительно оценены, апробированы и внедрены в работе консалтинговых компаний в сфере строительства объектов недвижимости, а разработанная методика оценки и распределения рисков предложена инициаторам и кредиторам, реализующим инвестиционные проекты.

**Публикации.**По результатам проведенного исследования автором опубликовано 7 научных работ общим объемом 1,8 п.л., из них авторских — J >65 п.л., в том числе 2 публикации объемом 0,85 п.л. в изданиях, рекомендованных ВАК России.

**Публикации в изданиях, рекомендуемых ВАК РФ:**

1. Абрамов Д.В., Соколов Ю.А. Риски проектного финансирования вРоссии // Научно-технические ведомости СПбГПУ. - 2009. - №4. -С- 26-  
29. - 0,35 п.л. (авт. 0,2 п.л.)

2. Абрамов Д.В. Организация проектного финансирования при  
строительстве объектов недвижимости в России // Финансы и кредит. —  
2009. - №37. - С. 45-51. - 0,5 п.л. (авт. 0,5 п.л.)

**Другие публикации:**

1. Абрамов Д.В. Проектное финансирование — инновационный способ организации финансирования строительства объектов недвижимости // Материалы Всероссийской научно-практической конференции «Разработка и управление социально-экономическими инновациями». — Иваново. - 2008. - 0,25 п.л. (авт. 0,25 п.л.)
2. Абрамов Д.В. Принципы проектного финансирования в условиях мирового финансового кризиса // Материалы Международной научной конференции «Роль финансово-кредитной системы в реализации приоритетных задач развития экономики». - Санкт-Петербург. - 2009. — 0,2 п.л. (авт. 0,2 п.л.)
3. Абрамов Д.В. Сущность эффективного анализа и распределения рисков при организации проектного финансирования // Сборнике материалов VI Международной научной конференции молодых .ученых, аспирантов и студентов «Молодежь и экономика». - Ярославль. - 2009. - 0,1 п.л. (авт. 0,1 п.л.)
4. Абрамов Д.В. Преимущества проектного финансирования над банковским кредитованием в условиях экономического кризиса // Сборнике научных трудов 10-й Международной научно-практической конференции «Финансовые проблемы РФ и пути их решения: теория и практика». - Санкт-Петербург. - 2009. — 0,1 п.л. (авт. 0,1 п.л.)
5. Абрамов Д.В. Риски проектного финансирования: виды, анализ, методы и инструменты управления. Двадцать шестой сборник научных трудов ВУЗов России «Проблемы экономики, финансов и управления производством» / ГОУ ВПО Иван. гос. хим.-технол. ун-т. - Иваново. - 2009. - 0,3 п.л. (авт. 0,3 п.л.)

**Объем и структура диссертационной работы.**Диссертация состоит из

введения, трех глав, заключения, списка использованных источников. Работа

содержит 173 страницы текста, 11 таблиц и 6 рисунков. Библиография

включает 121 источник.

## Определение и признаки проектного финансирования

В России специализированных изданий, посвященных проектному финансированию (далее ПФ) еще достаточно мало. Авторами данной тематики являются Шенаев В.Н. и Ирниязов Б.С. («Проектное кредитование: зарубежный опыт и возможности его использования в России»), Катасонов В.Ю., Морозов Д.С, Петров М.В. («Проектное финансирование: мировой опыт и перспективы для России»), Баринов А.Э. («Проджект файиенсинг. Технологии финансирования инвестиционных проектов»). Также необходимо отметить Э.Р. Иескомбома в Лондонском издании опубликованную книгу «Принципы проектного финансирования» (переведенном на русский язык под общей редакцией генерального директора ООО «Альт-Инвест» Д.А. Рябых). Обозначим, что проектное финансирование ученые-экономисты за последние пять лет начинают представлять в своих трудах по управления проектами и корпоративным финансам. Данный факт объясняется тем, что проектное финансирование появилось на западе и в России пока недостаточно развито. Поэтому мы также отметим и иностранных авторов, таких как П.К. Невитт, Г.Д. Винтер, Ф. Бенуа, Г. Сингх, П.Р. Вуд и др.

Нами был проведен анализ 41-го определения проектного финансирования отечественных и зарубежных авторов. Представим данные определения с точки зрения источников, авторов и времени.

Наиболее известные российские специалисты в области проектного финансирования В.Ю. Катасонов, Д.С. Морозов и М.В. Петров в комплексном исследовании «Проектное финансирование. Зарубежный опыт и перспективы для России» [43, с. 15] указывает, что определение может трактоваться двойственно, а именно:

—как целевое кредитование заемщика для реализации инвестиционного проекта без регресса или с ограниченным регрессом на заемщика; при этом обеспечением его платежных обязательств исключительно или в основном являются денежные доходы, генерируемые объектом инвестиционной деятельности,

—как способ мобилизации различных источников финансирования и комплексного использования всех методов финансирования конкретных инвестиционных проектов.

С нашей точки зрения, первая трактовка ПФ наиболее точно отражает специфику его осуществления. По второй формулировке крупные инвестиционные проекты реализуются за счёт нескольких «источников финансирования и комплексного использования разных методов финансирования», но в данном определении ничего не сказано об источниках погашения задолженности, а также о залоге при кредитовании.

Одним из основных источников проектного финансирования, по мнению В.Ю. Катасонова, являются кредиты, но для реализации проекта необходимо привлечение ресурсов другими методами. Однако в другом специализированном издании — «Международные валютно-кредитные отношения» (под ред. Л.Н. Красавиной) В.Ю. Катасонов рассматривает проектное финансирование в качестве современной формы долгосрочного кредитования инвестиционных проектов на определенный срок. Термин он использует, исходя из его «общепринятости» на Западе [63, с. 257].

## Классификация рисков проектного финансирования

Ученый экономист Иескомб Э.Р. отмечает, что «также, необходимо рассмотреть ситуацию, когда договор на строительство не определяет точную дату окончания строительства и цену выполняемых работ» [42, с. 237]. При этом мы понимаем под «сквозным» контрактом — договор на выполнение строительно-монтажных работ под «ключ» и в данной работе будем использовать этот термин.

Как правило, кредиторы не принимают на себя риск не приобретения прав на земельный участок и доступа к нему и, следовательно, приступают к кредитованию только после того, как проектная компания имеет права собственности (либо долгосрочной аренды) и доступ к земельному участку.

Рассматривая риск неполучения разрешений, возможно заметить следующее. Обычно кредиторы требуют, чтобы все разрешения, необходимые для начала строительства, были получены заранее, до начала финансирования, чтобы устранить возможные задержки. Если это требование не было выполнено по уважительным причинам, то, как правило, они разрабатывают специальное расписание для получения разрешений. По возможности кредиторы предпочитают возложить этот риск на подрядчика, который после этого становится ответственным за любые простои по причине отказа в получении разрешений.

Получение права преимущественного проезда, права пользования чужими землями и т. п. может оказаться довольно сложным процессом, если в него вовлечены интересы сторон, которые не имеют непосредственного отношения к проекту, и маловероятно, что подрядчик примет на себя этот риск.

Окончательное завершение работ по проекту может также зависеть от получения разрешений на его эксплуатацию, которое подтвердит, что он соответствует требованиям безопасности и защиты окружающей среды (объем воздействия на окружающую среду не превышает допустимого уровня).

Анализ рисков, относящихся к подрядчику по строительству, учитывает компетентность, адекватность ценообразования и общую кредитоспособность подрядчика.

В большинстве проектов подрядчик играет важную роль и, следовательно, прежде всего при оценке риска нужно рассмотреть, обладает ли он соответствующей квалификацией и персоналом для выполнения этой работы. Маловероятно, что получится привлечь финансирование в проекты, в которых кредиторы не будут уверены, что подрядчик обладает достаточным опытом в реализации похожих проектов.

Подрядчик, который еще недостаточно известен инвесторам, обычно обязывают подтвердить свой опыт и пройти процедуру предварительной квалификационной оценки, которая предполагает предоставление информации об участии в успешном строительстве похожих проектов и информации о технологиях, которые будут использованы. Технический эксперт, представляющий интересы кредиторов, тщательно изучает все представленные документы, а также проверяет репутацию подрядчика на рынке. Рекомендации могут быть также затребованы от наиболее значимых субподрядчиков. Подрядчик должен предоставить проектной компании утвержденный перечень субподрядчиков или/и право отклонять предложенные кандидатуры.

## Применение качественной методики оценки и распределения рисков

Главная причина и способ выхода из текущего кризиса находятся не в финансовом, а в реальном секторе экономики - дело совершенно очевидное. Динамика цен в последние три года такова, что инвестиционные проекты становятся всё менее выгодными, а то и убыточными, серьёзно возрастают их риски. (Причём это стало ощущаться до текущих потрясений в ипотечном секторе США и совершенно безотносительно к ним). А это - верный признак, что экономический подъём исчерпал себя.

Циклический кризис наступает потому и тогда, когда пропорции экономики серьёзно нарушаются.

За строительством домов, не обеспеченным реальной кредитоспособностью покупателей, то есть подпитываемом избыточным кредитом, тянется производство стройматериалов. И так далее по цепочке -вся экономика.

«Задача» кризиса - восстановить нарушившиеся пропорции экономики, в первую очередь вернуть стоимостные пропорции к их материальной, натуральной основе.

Экономические диспропорции, которые возникают в ходе экономического подъёма, подготавливая кризис, и потом устраняются им, могут принимать самый разный вид, чуть ли не прямо противоположный своей сущности. Вот пример. Американский исследователь Л. Вальдман, весьма активно цитируемый в России, полагает, что кризисные явления в реальном секторе США смягчаются хорошим финансовым положением нефинансовых корпораций. Финансовый «жирок» у них возник благодаря высокой прибыльности, когда производство перенесли из США в Китай, где низкая зарплата. При этом цены в самих США корпорации поддерживают на старом уровне, благодаря умению контролировать рынки.

Но ведь равновесная цена должна обычно отражать издержки, не так ли? И снижение издержек должно вести к снижению цен. Систематическое и существенное превышение цен над издержками, то есть неоправданно долгое действие неравновесных цен - это и есть один из примеров диспропорций в рыночной экономике. Чаще всего данный тип диспропорции порождается ограничением конкуренции. На наш взгляд, проявится данная «диспропорциональность» в том, что прибыль сверх нормальной, накопленная нефинансовыми корпорациями, окажется в определённом смысле фикцией. Она, возможно, поможет - не всегда и не всем - пережить кризис.

Сохранить её и тем более использовать в целях производственных инвестиций - как капитал - нефинансовому сектору и обществу в целом не удастся. Это же, на наш взгляд, ждёт и все прочие «запасы» денег, возникшие вследствие ценовых диспропорций.