

ЦІЛЬОВЕ ФОНДУВАННЯ ЯК АЛЬТЕРНАТИВНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ІНВЕСТУВАННЯ ДЕВЕЛОПЕРСЬКИХ ПРОЄКТІВ

© 2014 ФЕСУН А. С.

УДК 69.003:339.03

Фесун А. С. Цільове фондування як альтернативний інструментарій інвестування девелоперських проєктів

Мета статті полягає у дослідженні змісту девелопменту, девелоперського проєкту, а також джерел, форм, методів і інвестиційних інструментів, за допомогою яких здійснюється його реалізація. Проводячи аналіз і досліджуючи погляди різних науковців, було розглянуто еволюцію концепцій девелопменту, узагальнено погляди дослідників на визначення таких понять, як «девелопмент», «девелопер», «девелоперський проєкт». У статті узагальнено та систематизовано джерела, форми, методи та інструменти інвестування девелоперських проєктів, а також розкрито проблему недосконалості механізму їх застосування. Критично осмислюються переваги та недоліки найбільш поширеного на практиці інвестиційного інструментарію. На підставі аналізу критеріїв вибору інвестиційних інструментів складено найбільш популярний в Україні їх перелік. У результаті дослідження серед найчастіше застосовуваних було виділено новий альтернативний інструмент інвестування – цільове фондування. Визначено сутність самого фондування та обґрунтовано, що використання цільового фондування надає ряд переваг для всіх учасників реалізації девелоперського проєкту. Перспективою подальших досліджень у даному напрямі є пошук найбільш оптимальної комбінації альтернативних інвестиційних інструментів, що використовуються девелоперами для реалізації девелоперських проєктів.

Ключові слова: девелопмент, девелопер, девелоперський проєкт, інвестиційний інструмент, цільове фондування.

Рис.: 1. **Табл.:** 1. **Бібл.:** 9.

Фесун Артем Сергійович – аспірант, кафедра менеджменту в будівництві, Київський національний університет будівництва і архітектури (пр. Повітрофлотський, 31, Київ, 03680, Україна)

E-mail: a.fesun@mail.ru

УДК 69.003:339.03

UDC 69.003:339.03

Фесун А. С. Целевое фондирование как альтернативный инструментальный инвестирования девелоперских проектов

Цель статьи заключается в исследовании сути девелопмента, девелоперского проекта, а также источников, форм, методов и инвестиционных инструментов, с помощью которых осуществляется его реализация. При проведении анализа и исследовании взглядов разных ученых была рассмотрена эволюция концепций девелопмента, обобщены взгляды исследователей на определение таких понятий, как «девелопмент», «девелопер», «девелоперский проект». В статье обобщены и систематизированы источники, формы, методы и инструменты инвестирования девелоперских проектов, а также раскрыта проблема несовершенства механизма их применения. Критично сравниваются преимущества и недостатки наиболее распространённого на практике инвестиционного инструментария. На основании анализа критериев выбора инвестиционных инструментов составлен наиболее популярный в Украине их перечень. В результате исследований среди наиболее применяемых был выделен новый альтернативный инструмент инвестирования – целевое фондирование. Определена суть самого фондирования и обосновано, что использование целевого фондирования предоставляет ряд преимуществ для всех участников реализации девелоперского проекта. Перспективой дальнейшего исследования в данной сфере является поиск наиболее оптимальной комбинации альтернативных инвестиционных инструментов, используемых девелоперами для реализации девелоперских проектов.

Ключевые слова: девелопмент, девелопер, девелоперский проект, инвестиционный инструмент, целевое фондирование.

Рис.: 1. **Табл.:** 1. **Библ.:** 9.

Фесун Артём Сергеевич – аспирант, кафедра менеджмента в строительстве, Киевский национальный университет строительства и архитектуры (пр. Воздухофлотский, 31, Киев, 03680, Украина)

E-mail: a.fesun@mail.ru

Fesun Artem S. Target Funding as an Alternative Instrument of Investing Into Development Projects

The goal of the article lies in the study of the essence of development, development project and also sources, forms, methods and investment instruments, which the help of which its realisation is carried out. When conducting analysis and study of various scientists the article considered evolution of concepts of development, generalised views of researchers on definition of such notions as “development”, “developer” and “development project”. The article generalises and systemises sources, forms, methods and instruments of investing development projects and also shows the problem of imperfection of the mechanism of their application. The article critically compares advantages and shortcomings of the most popular investment instruments. Based on the analysis of criteria of selection of investment instruments, the article composes their most popular in Ukraine list. In the result of the study a new alternative investment instrument – target funding – was allocated as one of the most widest used. The article identifies the essence of funding and shows that the use of target funding provides a number of advantages for all participants of realisation of a development project. The prospect of further studies in this sphere is the search for the most optimal combination of alternative investment instruments, which are used by developers for realisation of development projects.

Key words: development, developer, development project, investment instrument, target funding.

Pic.: 1. **Tabl.:** 1. **Bibl.:** 9.

Fesun Artem S. – Postgraduate Student, Department of Management in Construction, Kyiv National University of Construction and Architecture (pr. Povitroflotsky, 31, Kyiv, 03680, Ukraine)

E-mail: a.fesun@mail.ru

Наразі український ринок будівництва можна віднести до числа ключових галузей економіки України. Передумовою для цього є та увага, яку приділяють процесам інвестування в будівництво інвестори, будівельні організації та фінансові установи. Розвиток вітчизняної галузі йшов тернистим шляхом спроб і помилок, оскільки на початкових етапах свого становлення будівельні органі-

зації не володіли достатнім обсягом знань та практичних навичок, працювали за старими, ще радянськими стандартами. Без сумніву, теперішній досвід українських будівельників є значно більшим, збагаченим новими знаннями та підходами, але незважаючи на це, він все ще не може конкурувати з теоретичним підґрунтям, досвідом і традиціями будівельної галузі західних країн, де інвестиційні будівельні

проекти вже давно отримали нову для України назву «девелоперські проекти», а, власне, процес їх реалізації отримав назву «девелопмент».

Метою статті є дослідження змісту девелопменту, девелоперського проекту, а також джерел, форм, методів та інвестиційних інструментів, за допомогою яких здійснюється його реалізація, зокрема, визначення проблематики впровадження альтернативного джерела фінансування – операцій фондування. На українському ринку термін «девелопмент» з'явився відносно недавно. Виникнення девелопменту в Україні завдячує активному розвитку, у першу чергу, комерційної нерухомості, переходом будівельних підприємств від виключно кількісних до якісних показників, а також необхідністю отримання максимальних результатів від реалізації проекту. На сьогоднішній день кількість девелоперів на території України достатньо висока, однак багато хто з них й не підозрює, що їх вид економічної діяльності може бути визначено саме такою категорією онтологічного апарату, що формується специфікою будівельної галузі [1].

Дослідження в галузі девелопменту в Україні є досить новою сферою. Першість у вивченні та дослідженні девелопменту належить західним вченим, таким як Річард Пейзер та Анні Фрей, які визначають його як підприємницьку діяльність, спрямовану на створення, реконструкцію або зміну об'єкта нерухомості, що приводить до зміни його вартості. Власне девелопер в умовах вітчизняних організаційно-правових реалій – це суб'єкт господарювання (юридична особа або суб'єкт підприємницької діяльності – фізична особа підприємець), який займається створенням об'єктів нерухомості та організацією цього процесу. Також науковці вводять таке поняття, як ризик девелопменту, яке характеризує можливі втрати проекту, а зростання вартості об'єкта можливе лише при вдалому управлінні цим ризиком [2].

Російський науковець Максимов С. Н. визначає девелопмент як процес матеріального перетворення нерухомості в інший, новий об'єкт, що має вищу вартість та здійснюється у формі інвестиційного проекту, який має свої часові рамки [3].

Інший російський науковець І. І. Мазур, з одного боку, визначає девелопмент як якісні матеріальні перетворення нерухомості, які забезпечують зростання її вартості, а з іншого – як професійну діяльність з організації процесів девелопменту [4, 5].

Сучасний економічний словник під редакцією Райзберг Б. А., Лозовського Л. Ш. і Стародобцева Е. Б. визначає сутність девелопменту в такому значенні, а саме: девелопмент (анг. *development* – розвиток) – сфера управління бізнесом, нерухомістю, будівництвом, яка орієнтована на підвищення вартості об'єктів і доходів, генерованих за рахунок врахування та оцінки ситуації, ризиків, використання можливостей розвитку та вдалого вкладення капіталу [6].

Із вищезазначеного можна зробити висновок, що, власне, сам *девелопмент* – це форма організації інвестиційного проекту в сфері нерухомості, а безпосередньо *девелоперський проект* – це інвестиційний проект, який являє собою сукупність взаємопов'язаних заходів з наявними ресурсами для створення нових активів довгострокового використання з метою подальшого повернення вкладених коштів і отримання доходів.

Становлення девелопменту в Україні можна розділити на три етапи: до кризи, у кризовий період і період стагнації.

У докризовий період (до 2008 р.) проблеми девелоперів були пов'язані з розробкою концепцій об'єктів, будівництвом і подальшим управлінням об'єктами. У зв'язку з наявністю значного попиту проекти будівництва комерційної нерухомості були високорентабельними, їх реалізація, як правило, здійснювалася за рахунок такого інвестиційного інструменту, як банківський кредит. У кризовий період 2008 – 2010 рр. фінансові установи у зв'язку із значним зниженням цін на об'єкти нерухомості, а відтак і рентабельності самих будівельних організацій, майже повністю припинили інвестування девелоперських проектів, тому девелопери завершували вже розпочаті проекти переважно за рахунок самофінансування. Зараз, в умовах стагнації, і навіть падіння обсягів будівельного виробництва, девелопери зіткнулися із серйозними труднощами проведення інвестування своїх проектів.

Досвід інвестування девелоперських проектів вказав на недосконалість механізму його здійснення, тому з'явилася необхідність дослідження сутності та специфічних особливостей інструментарію інвестування девелоперських проектів, визначення принципів їх використання, а також виявлення найбільш оптимальних інструментів інвестування в цій сфері, що визначає актуальність даної статті.

На сучасному рівні розвитку економіки сформувалося декілька основних інструментів та технологій інвестування девелоперських проектів. Постійно відбувається пошук нових шляхів і форм у цій області, розробляються різноманітні схеми фінансового інвестування в нерухомість. Однією з головних у системі інвестування девелопменту є функція фінансування – переміщення фінансових ресурсів від джерел фінансування до кінцевих споживачів реальних інвестицій. Особливістю вкладення інвестицій у девелоперські проекти на сучасному етапі є висока ступінь інтегрованості в загальний кредитно-інвестиційний сектор [7].

У табл. 1 наведено склад джерел, форм, методів і інструментів інвестування.

Під час самофінансування девелопер використовує, перш за все, чистий прибуток і амортизаційні відрахування, що відновлюють частину основного капіталу, яка була використана підприємством. Фінансово-економічною функцією амортизації є накопичення фінансових ресурсів для подальшого заміщення вибуваючих основних засобів або вкладання капіталу в розширене відтворення (основне виробництво). Оскільки нарахування амортизаційних відрахувань проводиться регулярно, а вибуття та відновлення основних фондів – періодично, то після значного терміна експлуатації створюються передумови для цільового використання накопичених сум (фонду) амортизаційних відрахувань. Перевага амортизаційних відрахувань, як джерела інвестицій, полягає в тому, що за будь-якого фінансового стану прибутковості чи збитковості підприємства це джерело генерує кошти, що залишаються в розпорядженні девелопера як створений за встановленими нормами резерв.

Можна виділити такі позитивні моменти інвестування власного капіталу в проект:

- ✦ високий ступінь реальності, достатності та маневреності фінансових засобів, що знаходяться в оперативному управлінні девелопера;
- ✦ збереження прибутку від реалізації девелоперського проекту в повному об'ємі за рахунок відсутності необхідності обслуговування боргу за залученими інвестиційними ресурсами (виплати відсотків і винагород за кредитами).

Тип джерела	Форми	Методи	Інструмент
Внутрішнє	Власний капітал	Самофінансування	Прибуток, амортизація, строкові та поточні депозити, відсотки за наданими кредитами, мобілізовані внутрішні резерви
Зовнішнє	Залучений капітал	Акціонування (пайове фінансування)	Акції (прості і привілейовані), внески до статутного капіталу вітчизняних і закордонних інвесторів
		Пільгове фінансування та субсидування	Гарантування, безкоштовне цільове фінансування, дотації, гранти, субвенції, спонсорство, донорство
		Фінансування на консорційних засадах	Ресурси інших підприємств та їх об'єднань
	Позиковий капітал	Боргове фінансування	Кредити, облігації, факторинг, форфейтинг
		Оренда	Оперативний лізинг, фінансовий лізинг, селенг

При інвестуванні девелоперських проектів використання власних коштів свідчить про стабільний фінансовий стан підприємства та високі показники коефіцієнтів фінансової незалежності, створює значні переваги перед конкурентами, але необхідно враховувати, що вилучення власних коштів з господарського обігу може негативно вплинути на поточну господарську діяльність підприємства, а в умовах переваги в проекті частки власних коштів, ефективність використання інвестиційних ресурсів не може бути оцінена незалежним інвестором-контролером. На точність планування девелоперського проекту, у частині його інвестування, впливає той факт, що розмір власних коштів є величиною, яка постійно змінюється. Її важко прогнозувати у зв'язку з сильною залежністю від зовнішніх факторів, які не піддаються контролю з боку менеджменту (наприклад, кон'юнктура ринку, фази економічного циклу, зміни в попиті та цінах тощо). Та все ж, як показує практика, окрім цього, використання самофінансування доцільно лише в тому випадку, коли рентабельність працюючих активів девелопера нижче вартості зовнішніх інвестиційних ресурсів.

Зовнішні джерела дозволяють забезпечити проект інвестиційними ресурсами в потрібному обсязі, крім того, за їх використанням буде здійснюватися незалежний контроль. Однак сама процедура залучення зі сторони коштів для інвестування девелоперських проектів належить до досить важких і довготривалих. Залучаючи зовнішні джерела, девелопер стикається з такими проблемами:

- ✦ необхідністю надання гарантій фінансової стійкості девелопера і обґрунтування економічної ефективності реалізації проекту;
- ✦ високою вартістю залучених і позикових позичених коштів, що досить сильно зменшує прибуток девелопера від реалізації проекту;
- ✦ підвищенням ризику неплатоспроможності та банкрутства девелопера;
- ✦ ризиком втрати власності та управління підприємством;
- ✦ проведенням об'ємних аналітичних досліджень, які пов'язані з оцінкою переваг чи недоліків використання тих чи інших інвестиційних інструментів, розробкою їх оптимальної структури, а також визначенням найбільш вигідної стратегії їх залучення для реалізації девелоперського проекту.

Розглянемо зовнішні джерела інвестування девелоперських проектів у розрізі використання інструментарію дольового (залученого) та боргового (позикового) інвестування.

При дольовому інвестуванні інвестор отримує право володіння часткою проекту і брати участь в його управлінні. При цьому розмір частки прибутку інвестора в проекті та ступінь участі в його управлінні залежить від співвідношення його внеску з внесками інших учасників проекту. Зазвичай, при дольовому інвестуванні всі учасники проекту створюють проектну компанію.

На відміну від дольового боргове інвестування передбачає повернення боргу. Таким інвестиційним інструментом може виступати банківський кредит, позичка іншого інвестора, випуск боргових цінних паперів (наприклад, облігацій).

Як свідчить практика девелопменту в Україні, реалізація сучасних масштабних проектів, таких як бізнес-центри, торгово-розважальні центри, готельні комплекси неможлива без залучення значних інвестицій, коли мова йде про мільйонні вкладення на значний термін. Існують різні критерії, на підставі яких девелопери обирають можливі інструменти залучення інвестицій.

Виділимо декілька головних критеріїв:

1. Для прийняття рішення щодо структури капіталу проекту є вартість інвестиційного ресурсу. Взагалі, залучення зовнішнього інвестування стає доцільним, оскільки плата за власний капітал зазвичай вище, ніж за залучений.

2. Ризики девелопера та інвестора завжди вищі ризиків кредиторів, оскільки інвестор входить у проект без гарантії повернення вкладень, а кредитор вимагає забезпечення у вигляді застави, тому і дохідність власника вище, ніж дохідність кредитора.

3. Відмітимо, що українські девелопери до цього часу переважно використовують більш дорогі, але не потребуючі високого рівня відкритості та корпоративного управління інструменти, незважаючи на те, що фінансова прозорість у сучасних умовах є необхідною умовою інвестиційної привабливості підприємства. Інвестор прагне перш за все мінімізувати ризики, пов'язані з капіталовкладеннями в проект, тому йому необхідно чітко розуміти схему витрачання вкладених ним ресурсів, структуру бізнес-процесів підприємства, яке буде ці ресурси використовувати.

4. Складність залучення інвестиційних ресурсів, у зв'язку з тим, що на даний час девелопери мають широкий вибір інвестиційного інструментарію, який має свої специфічні особливості, а також абсолютно різні механізми реалізації.

При виборі інвестиційного інструментарію реалізації девелоперського проекту все більше уваги приділяється ступеню складності залучення інвестицій.

Найбільш популярними джерелами інвестування проєктів у сфері нерухомості залежно від складності залучення є:

- ✦ банківське (інвестиційне) кредитування;
- ✦ банківське проєктне фінансування;
- ✦ прями інвестиції зі сторони потенційних партнерів (дольова участь);
- ✦ випуск облігацій в Україні;
- ✦ випуск облігацій за кордоном (євробонди);
- ✦ первинне публічне розміщення акцій (анг. *IPO – Initial Public Offering* – первинна публічна пропозиція);

Зараз для українських девелоперів головним і найбільш розповсюдженим засобом інвестування будівництва залишається дольова участь, банківське кредитування та банківське проєктне фінансування.

При кредитуванні та проєктному фінансуванні сума кредиту може складати до 70% вартості проєкту, застава обмежена самим проєктом і не потребує додаткового забезпечення. Проте, мінусами таких інструментів є висока вартість ресурсу, загроза дострокового виведення коштів з проєкту, збільшення строків реалізації проєкту (початок продажів після реєстрації права власності на готовий об'єкт), і, як наслідок, зниження рентабельності проєкту, нарахування додаткової відсоткової ставки по кредиту у зв'язку з ризиками будівельного процесу, відсутність балансу у вимогах і обов'язках між інвестором і девелопером, недоступність інструменту для середніх і малих підприємств, обмеження у використанні схеми на земельних ділянках, оформлених в оренду [8].

Недоліки існуючих схем вимагали пошуку нового інструменту інвестування девелоперських проєктів, наприклад, такого альтернативного інвестиційного інструменту, як цільове фондування.

Економічний словник визначає фондування як систему централізованого планового розподілу матеріальних ресурсів (сировини, матеріалів, палива, обладнання), яка мала місце при централізованих планових економічних відносинах. Є антиподом ринку і не має місця в ринкових відносинах [9].

У нашому ж випадку цільове фондування представляє собою інвестування девелоперського проєкту фінансовою установою з одночасним накопиченням коштів інвесторів на цільових депозитних рахунках з періодичним зменшенням вартості інвестиційного ресурсу пропорційно об'єму зарезервованих коштів. Таким чином, інструмент являє собою схему трьохсторонніх взаємовідносин: девелопер – фінансова установа – інвестор (рис. 1).

При здійсненні цільового фондування об'єм інвестування може складати до 80% від вартості проєкту, а інвестиції в будівництво спрямовуються девелопером і фінансовою установою без безпосередньої участі інвестора.

До переваг даного інструменту можна віднести можливість забезпечення безперебійного інвестування проєкту незалежно від кон'юнктури ринку (незалежність від поточних обсягів продажу і відсутності цінних дисбалансів), відсутність необхідності надання девелопером додаткової застави, більш низька вартість інвестиційних ресурсів.

ВИСНОВКИ

Цільове фондування є сучасним фінансовим інструментом, що має ряд переваг перед існуючими способами інвестування девелоперських проєктів. Нова схема є привабливою і для інвестора, оскільки при дольовій участі в будівництві інвестор передає свої кошти девелоперу безкоштовно і приймає на себе інвестиційні ризики, використовуючи новий альтернативний інструмент цільового фондування, інвестор зберігає свої кошти на цільовому накопичувальному рахунку в установі банку, який є третьою стороною угоди в частині забезпечення гарантійних зобов'язань фінансування девелоперського проєкту та, у разі невиконання підрядником належних обсягів реалізації проєкту, гарантом повернення коштів інвестора без втрат – тобто, на свого роду депозиті з низькою відсотковою ставкою, а отже для інвестора зводяться до нуля ризики, пов'язані з реалізацією девелоперського проєкту. ■

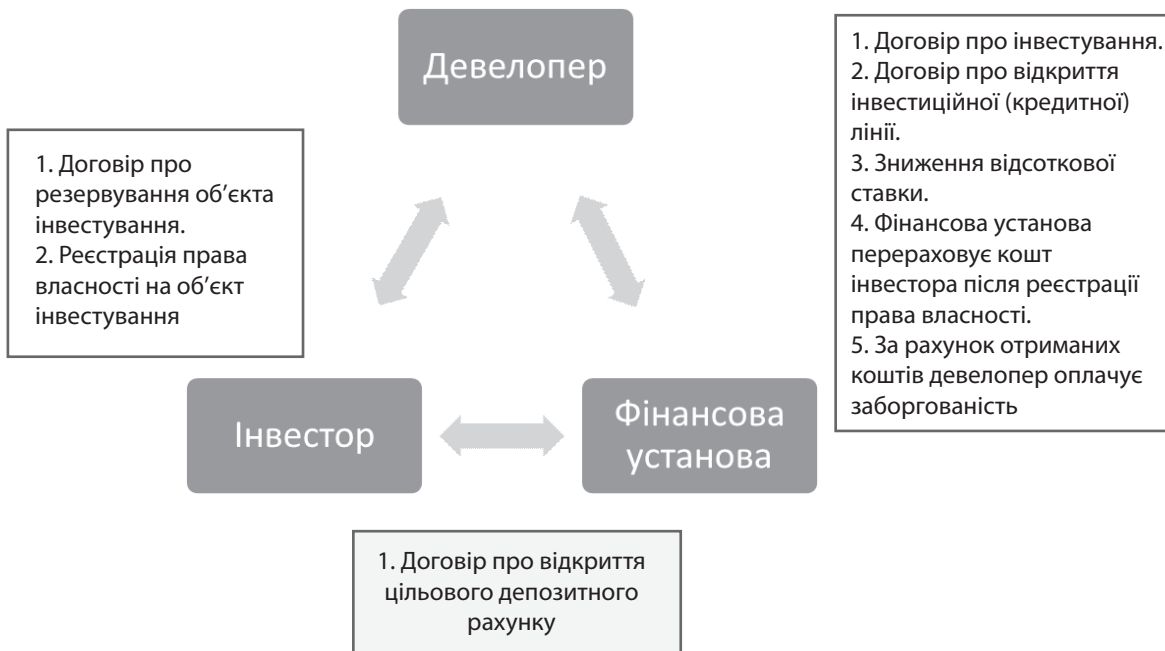


Рис. 1. Схема взаємодії учасників проєкту цільового фондування при реалізації девелоперського проєкту

ЛІТЕРАТУРА

1. **Семенова Г. І.** Сутнісний зміст і таксономія ризиків девелоперських проектів / Г. І. Семенова // Бізнес Інформ. – 2012. – № 8. – С. 231 – 235.
2. **Peiser, Richard B., with Anne B. Frej.** Professional Real Estate Development: The ULI Guide to the Business Second Edition. Washington, D.C.: ULI-the Urban Land Institute, 2003.
3. **Максимов С. Н.** Девелопмент (развитие недвижимости) / С. Н. Максимов. – СПб. : Питер, 2003. – 256 с: ил. (Серия «Теория и практика менеджмента»)
4. Девелопмент недвижимости : учеб. пособие по дисциплине специализации специальности «Менеджмент организаций» / [И. И. Мазур и др.] ; под общ. ред. И. И. Мазура и В. Д. Шапиро. – М. : ЕЛИМА ; Изд-во «Омега-Л», 2010. – 928 с.: ил. – (Современное бизнес-образование).
5. **Мазур И. И.** Управление инвестиционно-строительными проектами: международный подход. Руководство / И. И. Мазур / Под редакцией И. И. Мазура и В. Д. Шапиро. – М. : Издательство «Авалон», 2004. – 592 с.
6. **Райзберг Б. А.** Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. – 5-е изд., перераб. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2007. – 495 с. – (Б-ка словарей «ИНФРА-М»).
7. **Асаул А. Н.** Экономика недвижимости : учебник для вузов / А. Н. Асаул, С. Н. Иванов, М. К. Старовойтов. – 3-е изд., испр. – СПб. : АНО «ИПЭВ», 2009. – 304 с.
8. **Катасонов В. Ю.** Проектное финансирование, мировой опыт и перспективы для России / В. Ю. Катасонов, Д. С. Морозов, В. М. Петров. – М. : АНКЛ, 2001. – 312 с.
9. **Борисов А. Б.** Большой экономический словарь / А. Б. Борисов. – М. : Книжный мир, 2003. – 895 с.

Науковий керівник: Федоренко В. Г., доктор економічних наук, Київський національний університет будівництва й архітектури, професор кафедри менеджменту в будівництві

REFERENCES

- Asaul, A. N., Ivanov, S. N., and Starovoytov, M. K. *Ekonomika nedvizhimosti* [Real Estate Economics]. St. Petersburg: ANO IPEV, 2009.
- Borisov, A. B. *Bolshoy ekonomicheskii slovar* [Big Dictionary of Economics]. Moscow: Knizhnyy mir, 2003.
- Katasonov, V. Yu., Morozov, D. S., and Petrov, V. M. *Proektnoe finansirovanie, mirovoy opyt i perspektivy dlia Rossii* [Project finance, international experience and prospects for Russia]. Moscow: ANKIL, 2001.
- Mazur, I. I. *Development nedvizhimosti* [Real Estate Development]. Moscow: ELIMA; Omega-L, 2010.
- Mazur, I. I. *Upravlenie investitsionno-stroitelnyimi proektami: mezhdunarodnyy podkhod. Rukovodstvo* [Managing construction and investment projects: an international approach. Guide]. Moscow: Avalon, 2004.
- Maksimov, S. N. *Development (razvitie nedvizhimosti)* [Development (real estate development)]. St. Petersburg: Piter, 2003.
- Peiser, R. V., and Frej, A. V. *Professional Real Estate Development: The ULI Guide to the Business Second Edition*. Washington, D. C. : ULI-the Urban Land Institute, 2003.
- Rayzberg, B. A., Lozovskiy, L. Sh., and Starodubtseva, E. B. *Sovremennyy ekonomicheskii slovar* [Modern Dictionary of Economics]. Moscow: INFRA-M, 2007.
- Semenova, H. I. "Sutnisnyi zmist i taksonomiia ryzykiv developerskykh proektiv" [Essential content and taxonomy risk development projects]. *Biznes Inform*, no. 8 (2012): 231-235.