



Особенности и долгосрочные риски фондирования девелоперов в России посредством публичных рынков капитала в контексте проектного финансирования

Нигматуллин Т.Р., магистр, аспирант специальности региональная и отраслевая экономика МФПУ Синергия, Москва, Россия

Научный руководитель: **Стерник С.Г.**, д.э.н., профессор кафедры оценочной деятельности и корпоративных финансов МФПУ Синергия, Москва, Россия

Аннотация. Исследование фокусируется на анализе изменений в источниках привлечения долгового капитала крупнейшими российскими девелоперами с 2020 года в контексте новых законодательных норм об эскроу-счетах и мерах правительства по финансированию льготной ипотеки.

Особое внимание уделяется устойчивости развития отрасли многоэтажного строительства в условиях эволюции регуляторной среды и государственных стимулов конечного спроса. Исследование объединяет аудированные финансовые результаты компаний, операционные и рыночные данные, а также макроэкономическую статистику, чтобы предоставить всестороннюю оценку текущего состояния и долгосрочных рисков девелоперского сектора.

В работе выделяется анализ системных рисков, которые оказывают существенное влияние на стратегии и устойчивость девелоперских компаний в России. Факторы риска обусловлены макроэкономическими и бюджетными кризисными явлениями, особенно в контексте государственной практики субсидирования ипотечных процентных ставок. В результате выявлены ключевые тенденции: снижение интенсивности и эффективности рыночных методов привлечения капитала компаниями в пользу банковского проектного

финансирования через эскроу счета и, соответственно, уязвимость рынка первичной недвижимости без государственного субсидирования процентных ставок.

Важно отметить, что даже в условиях незначительной доли ипотечного кредитования от ВВП страны сформировавшаяся тенденция несет в себе риск развития кризисных явлений в отрасли при сворачивании программ стимулирования. Таким образом, работа представляет собой вклад в понимание динамики процессов и вызовов, стоящих перед сектором недвижимости, и подчеркивают важность более глубокого анализа комплексного влияния законодательных изменений и иных государственных мер на отрасль.

Ключевые слова: фондирование девелоперов, публичные рынки капитала, проектное финансирование, эскроу счета, льготная ипотека, российские девелоперы, многоэтажное домостроение, регулирование отрасли, источники привлечения долгового капитала, системные риски, банковское кредитование, облигационные выпуски, процентные ставки, стратегия финансирования, долгосрочные риски.

Features and long-term risks of funding developers in Russia through public capital markets in the context of project financing

Nigmatullin T.R., Master's degree, PhD candidate in regional and industry economics at the Moscow Financial Industrial University «Synergy», Moscow, Russia

Scientific adviser: **Sternik S.G.**, Doctor of Economic Sciences, Professor at the Department of Appraisal Activities and Corporate Finance at the Moscow Financial Industrial University «Synergy», Moscow, Russia

Annotation. The study focuses on analyzing the changes in debt capital sources for major Russian developers since 2020, in the context of new legislative norms regarding escrow accounts and government measures for subsidized mortgage financing. Special

attention is given to the stability of the multi-story construction industry amid the evolving regulatory environment and state stimuli for end demand. The research combines audited financial results, operational and market data, and macroeconomic statistics to provide a comprehensive assessment of the current state and long-term risks of the developer sector. The work highlights the analysis of systemic risks significantly impacting the strategies and stability of Russian developer companies. These risks stem from macroeconomic and budgetary crises, particularly in the context of the state practice of subsidizing mortgage rates. Key trends identified include a decrease in the intensity and effectiveness of market methods of capital attraction in favor of bank project financing through escrow accounts and the vulnerability of the primary real estate market without state-subsidized interest rates. The study contributes to understanding the dynamics and challenges facing the real estate sector and emphasizes the importance of deeper analysis of the comprehensive impact of legislative changes and other state measures on the industry.

Key word: developer funding, public capital markets, project financing, escrow accounts, subsidized mortgage, Russian developers, multi-story construction, industry regulation, sources of debt capital attraction, systemic risks, bank lending, bond issues, interest rates, financing strategy, long-term risks.

Введение. Современный российский рынок недвижимости в целом и девелоперский бизнес в частности, находятся в состоянии значительной трансформации под влиянием как изменений в законодательстве, так и общеэкономической ситуации. С середины 2020 года, в отрасли произошли значимые изменения, связанные с введением поправок в закон о эскроу-счетах и запуском программы льготной ипотеки, что существенно повлияло на стратегии финансирования и управления рисками крупнейшими российскими девелоперами. Данные изменения могут оказать существенное негативное макроэкономическое влияние в следствие сформировавшихся структурных дисбалансов и факторов риска.

Результаты исследования. Российский рынок первичной недвижимости, а именно сегмент многоэтажного строительства, в последние годы столкнулся набором факторов, оказавших на него существенное влияние.

1. Вступление в силу поправок в закон № 214-ФЗ от 1 июля 2019 года, регламентирующие новый механизм взаимодействия застройщиков с покупателями посредством использования счетов эскроу, независимо от того, привлекает девелопер проектное финансирование или нет. Согласно им денежные средства дольщиков (покупателей), размещенные на счетах эскроу в банках становятся доступны застройщику только после окончания процесса строительства.¹

Если застройщик планирует вести свои работы за счет заемных средств, он получает в банке кредит под эти цели на отдельный банковский счет, а банк на основании договора может контролировать платежи подрядчикам.

Согласно данным поправкам, ни покупатель, ни застройщик не могут получить или использовать деньги со счета эскроу. В первом случае это позволяет обеспечить средствам защиту и исключить риск потери капитала в случае разного рода проблем с бизнесом у компании-застройщика. Если по какой-либо причине застройщик не заканчивает строительство, дольщик может не только вернуть собственные средства, но и получить неустойку. Во втором случае – позволяет снизить неуплаты покупателем объекта в случае траншевого финансирования.

Таким образом, поправки в закон в значительной мере приблизили механизм покупки нового жилья к развитым странам, где, как правило, финансированием застройщиков занимаются непосредственно кредитные учреждения, а не покупатели первичной недвижимости напрямую.²

¹ Федеральный закон от 30.12.2004 № 214-ФЗ с 01 июля 2019г. С 1 июля 2019 года российские застройщики обязаны работать по эскроу-счетам, на которых будут аккумулироваться средства граждан. Строительные компании не смогут пользоваться средствами до окончания работ, используя кредиты банков.

² Пантюков И.А., Опекунов В.А., 2021. Исследование проблем проектного финансирования строительства жилой недвижимости с использованием механизма счетов эскроу ORCID: 0000-0002-6570-969X

2. Правительство инициировало запуск госпрограммы льготной ипотеки на новостройки в апреле 2020 года, на тот момент по ставке 6,5%. В год запуска необходимость программы аргументировалась преимущественно необходимостью поддержки одной из наиболее пострадавших из-за пандемии Covid-19 отрасли.³ Впоследствии данная программа периодически продлевалась, в последний раз – до середины 2024 года⁴, а ставка менялась в диапазоне 6,5–12%.

Программой субсидирования с момента ее запуска воспользовались более 1 млн российских семей. В общей сложности выдано кредитов на общую сумму 7,5 трлн рублей без учета «Сельской ипотеки» и заключенных дополнительных соглашений к действующим кредитам по «Семейной ипотеке⁵». Почти все кредиты на новостройки (более 95% общего количества) в 2023 году выдавались по льготным программам.⁶

Одним из итогов масштабного стимулирования спроса стало в том числе расширение дифференциации⁷ стоимости первичного и вторичного жилья: до 2020 года, когда появилась массовая льготная программа, разница была на уровне 10%, а сейчас – 42%⁸

Оценить эволюцию источников привлечения долгового капитала крупнейшими российскими девелоперами с середины 2020 года и долгосрочные риски фондирования девелоперов в России посредством публичных рынков

³ A.A.Blohin, S.G. Sternik, G.V. Teleshev Institutional Transformations of Russia's Housing Construction Sector in 2020. Studies on Russian Economic Development, - 2021, Vol. 32, № 2, pp. 147–154

⁴ Национальный проект «Жильё и городская среда». Срок реализации нацпроекта: с октября 2018 года по 2024 год (включительно). Паспорт нацпроекта разработан Минстроем России во исполнение Указа Президента Российской Федерации от 7 мая 2018 года № 204 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года» и включает в себя четыре федеральных проекта: «Ипотека», «Жильё», «Формирование комфортной городской среды» и «Обеспечение устойчивого сокращения непригодного для проживания жилищного фонда».

⁵ Дом.РФ, Обзор рынка ипотечного кредитования в III квартале 2023 года <https://дом.рф/upload/iblock/573/ddv4tuydero9my1t33t1quwwp5flfa2n.pdf>

⁶ Дом.РФ, Обзор многоквартирного жилищного строительства в российской федерации в II квартале 2023 года <https://дом.рф/upload/iblock/9ab/7rnuotgvzii4l8g0v5jys37bkr59k8y3.pdf>

⁷ Стерник С.Г., Мальгинов Г.Н. Тенденции рынка жилья в 2022 году в России. Недвижимость: экономика, управление. – 2022. – № 3. – С. 76-84

⁸ Обзор финансовой стабильности Банка России II–III кварталы 2023 года https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/46610/2_3_q_2023.pdf

капитала в контексте проектного финансирования в контексте вышеперечисленных регулятивных и законодательных факторов позволяет в первую очередь анализ периодических публикаций МСФО девелоперских компаний и соответствующих параметров кредитования, в первую очередь проектного, раскрываемых на сайтах банков.

Основные ряды используемых для исследования данных: способ привлечения капитала (либо класс инструмента) и непосредственно стоимость привлеченного капитала (эффективная процентная ставка в процентах годовых).

Важно отметить, что постановлением правительства от 24 ноября 2022 года №2131 российские девелоперские компании в том числе как эмитенты ценных бумаг могут не раскрывать частично или в полном объеме корпоративную информацию широкого спектра, что в значительной мере затрудняет анализ отраслевых тенденций в период описываемой в данном исследовании отраслевой трансформации 2021-2023 года. Тем не менее, как будет это показано далее, не лишает его статистической значимости в виду наличия достаточного объема для построения временных рядов данных. Ряд российских девелоперов по состоянию на 2 квартал 2023 по-прежнему раскрывает данные МСФО.

В первую очередь интерес для проведения анализа представляет структура дифференциации процентных ставок, что позволяет оценить различие в стоимости привлечения капитала через облигационные выпуски и банковское кредитование (в виду особенностей раскрытия показателей репрезентативно сопоставлять непосредственно максимальную процентную ставку кредитования):

- Самолет (основной рынок Московский регион) по облигациям 13,25% годовых; по банковским кредитам 14,4%; по проектному финансированию 15%;⁹

⁹ МСФО 6 мес 2023 https://media.samolet.ru/invest_document/file/PAO_GK_Samolet_MSFO_6m2023.pdf

- Брусника (основной рынок Урал и Сибирь) по облигациям 11,9%, по банковским кредитам 13,1%, по проектному финансированию 14,8%;¹⁰

- ЛСР (основной рынок Северо-Западный федеральный округ) невозможно выделить категории, за исключением ставок по проектному финансированию 11,77%;¹¹

- ДЖИ-групп/ Унистрой (основной рынок Татарстан) невозможно выделить категории из-за отличий в подходе к раскрытию информации.¹²

Как видно, стоимость банковского кредитования для девелоперских компаний в России выше примерно на 1,3 процентного пункта (12,6% против 13,9% годовых). Таким образом необеспеченные облигационные займы являются более дешевой с точки зрения значения величины процентной ставки альтернативой необеспеченных банковских кредитов и, в том числе, проектного финансирования. Основная причина различия обусловлена наличием в банковских продуктах банковской маржи (в контексте по этим понимается процентная маржа - разница между процентными ставками по активным и пассивным операциям) которая обычно в несколько раз превышает расходы девелоперской компании на подготовку и выпуск облигационных займов. Упомянутое различие в 1,3 процентного пункта примерно соответствует банковской марже в данном виде относительно низкомаржинальных банковских продуктов.

С точки зрения раскрываемых в МСФО процентных ставок наиболее выгодной стратегией для представленных в исследовании девелоперов является максимизация рыночных заимствований по более низкой процентной ставке и

¹⁰ МСФО 6 мес 2023

https://cdn.brusnika.ru/media/investors/reporting/documents/%D0%9F%D1%80%D0%BE%D0%BC%D0%B5%D0%B6%D1%83%D1%82%D0%BE%D1%87%D0%BD%D0%B0%D1%8F_%D1%81%D0%BE%D0%BA%D1%80%D0%B0%D1%89%D0%B5%D0%BD%D0%BD%D0%B0%D1%8F_%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D1%81%D0%BE%D0%BB%D0%B8%D0%B4%D0%B8%D1%80%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%BD%D0%B0%D1%8F_%D1%84%D0%B8%D0%BD%D0%B0%D0%BD%D1%81%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D1%8F_%D0%BE%D1%82%D1%87_tLBCbo3.pdf?_gl=1*p2iu0o*_ga*MTk2NDYxNTI1LjE2OTQ5Mzc1NDY.*_ga_RM6GT3MWMR*MTcwMDMyMjUyNy4yLjEuMTcwMDMyMjUzNy41MC4wLjA

¹¹ МСФО 6 мес 2023 https://www.lsrgroup.ru/assets/files/LSR_CFS_6m2023_RUS_signed.pdf

¹² МСФО 6 мес 2023 <https://g-group.global/upload/iblock/ca4/cpw7xkyxiymft4fla9yoeuo9pt6pdjd8.pdf>

сокращение банковского кредитования с относительно высокой стоимостью привлекаемого финансирования.

Между тем, в отчетности исследуемых компаний, обладающих доступом к публичным рынкам капитала наблюдаются необычные относительно экономической целесообразности (максимизация прибыли коммерческой компании посредством минимизации расходов) тенденции¹³. В среднем доля заемного финансирования привлеченного исследуемыми компаниями посредством рынка облигаций за период 4 кв. 2021- 2 кв. 2023 года сократилась с 21,75% до 12,5% (рис. 1).

Ряды данных использованных при построении графиков на Рис. 1 (доля облигационного финансирования у исследуемых компаний за период 4 кв. 2021- 2 кв. 2023 года) с поквартальным таймфреймом:

- Самолет: 23, 24, 20, 18
- Брусника: 29, 18, 14, 8
- ЛСР: 15, 12, 9, 9
- ДЖИ-групп (Унистрой): 20, 15, 21, 15

Динамика долей заемного финансирования по отдельным компаниям за период 4 кв. 2021- 2 кв. 2023 года:

- Самолет: с 23% до 18%;
- Брусника: с 29% до 8%;
- ЛСР: с 15% до 9%;
- ДЖИ-групп (Унистрой) : с 20% до 15%.

Как видно, компании таргетирующие различные бизнес модели и доли регионального присутствия синхронно сокращают присутствие на рынке облигаций. Тенденции прямо противоречат распределению стоимости

¹³ Стоимость компаний. Оценка & управление, Том Коупленд, Тим Коллер, Джек Муррин, ISBN 978-5-9693-0119-1, 2008

кредитования: экономически целесообразно, напротив, наращивать долю наиболее дешевого долгового капитала привлеченного через облигационные выпуски.

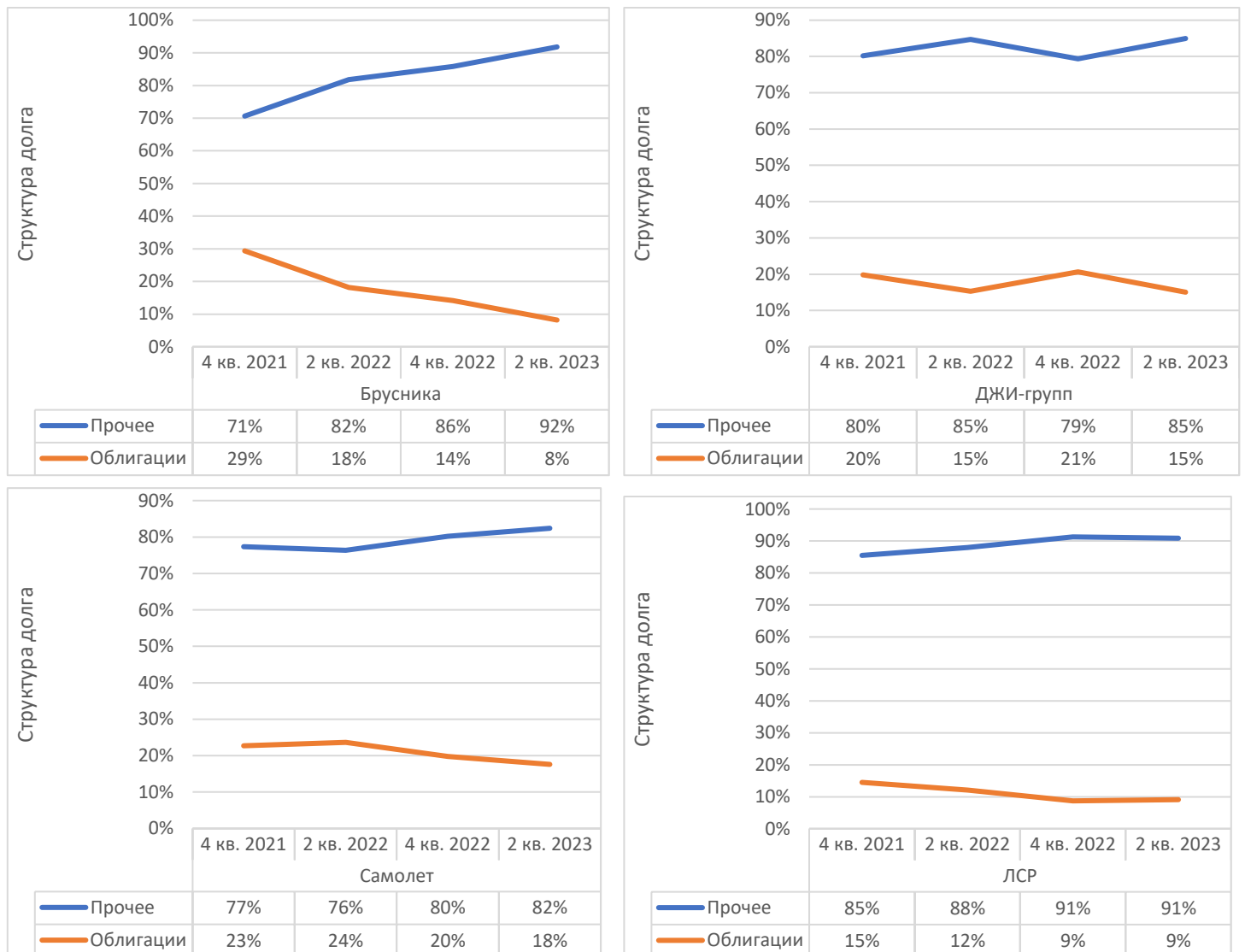


Рис. 1 – Структура финансирования привлеченного исследуемыми компаниями за период 4 кв. 2021 - 2 кв. 2023 года

Стоит отметить, что редких случаях глубокий экономический спад по образцу 2008-2009 года может ограничивать долю облигаций, как источника заемного капитала вопреки относительно более низкой стоимости заимствований. Коммерческим компаниям может быть сложно занимать и рефинансировать займы на публичном рынке из-за специфики принятия решений инвесторами в подобные периоды. Тем не менее сложившаяся тенденция по стабильному сокращению

присутствия на рынке облигаций за период 2021-2023 также нехарактерна для текущей фазы подъема экономического цикла в России.

Для подготовки временных рядов на рис. 1 с целью анализа первичные данные по источникам кредитного финансирования были агрегированы в две основные категории:

- «облигации» необеспеченные классические (рыночное фондирование);
- «прочие», включая эскроу счета под проектное финансирование, банковские кредиты и прочее (нерыночное фондирование)

Потребность подобной группировки данных с обособлением перечисленных категорий обусловлена спецификой банковского кредитования характерного для домостроительной отрасли в Российской Федерации. В частности кредитование девелоперского бизнеса со стороны банков часто производится посредством в том числе бридж кредитов и кредитных линий косвенно связанных с услугой проектного финансирования. Таким образом, любое банковское кредитование девелоперов потенциально может являться частью комплексного банковского обслуживания с перекрестным субсидированием отдельных его направлений, что, к примеру, искажает представленные в финансовой отчетности процентные ставки. Данная особенность не позволяет выделять для целей анализа отдельные компоненты банковского кредитования. Благодаря сегментации данных с учетом отраслевой специфики, с разделением на облигационное и прочее финансирование – используемые временные ряды не ухудшают дизайн исследования.

В целях подтверждения тезиса относительно устойчивости и, одновременно, синхронности тенденций сокращения строительными компаниями доли облигационного финансирования в пользу банковского на протяжении всего периода исследования 4 кв. 2021- 2 кв. 2023 года проведен корреляционный анализ. Используются ряды данных за указанный период, представляющие доли фондирования рассматриваемых компаний, приходящиеся на необеспеченные облигации. Использован коэффициент корреляции Пирсона, который фактически

представляет собой статистический показатель измеряющий величину линейной связи (корреляцию) между переменными и является показателем практической значимости (так называемый effect size) корреляции.

Расчётные значения коэффициента корреляции Пирсона на основе рядов данных использованных при построении графиков на Рис. 1:

«Самолет» и «Брусника»: 0.7776;

«Самолет» и «ЛСР»: 0.7895;

«Самолет» и «ДЖИ-групп»: 0.047;

«Брусника» и «ЛСР»: 0.954;

«Брусника» и «ДЖИ-групп»: 0.462;

«ЛСР» и «ДЖИ-групп»: 0.190;

Медианное значение коэффициента корреляции Пирсона по представленной выборке: 0,7776.

Расчитанные значения указывают на силу и направление линейной связи между долями облигаций в структуре долгового фондирования у разных компаний.

Значения близкие к 1 или -1 показывают сильную положительную или отрицательную связь соответственно, а значения близкие к 0 указывают на отсутствие линейной связи между инвестициями в облигации компаний. Корреляция не обязательно указывает на причинно-следственную связь между данными. Она измеряет степень линейной связи между переменными. Также стоит учитывать, что эти выводы могут быть ограничены размером выборки и спецификой данных, поэтому важно учитывать контекст и другие факторы при интерпретации результатов. В контексте исследования результаты удовлетворяют гипотезе относительно общего трендового (также характеризуется как одновременное и устойчивое) сокращения доли фондирования через облигации.

Основываясь на статистически подтвержденных выше тезисах относительно устойчивости и синхронности сокращения доли рыночного фондирования

девелоперских компаний далее рассматривается гипотеза относительно причин и долгосрочных последствий формирования тенденции.

Вероятно основной фактор, который может компенсировать компаниям относительно более высокую стоимость привлечения нерыночного фондирования – регулятивные особенности проектного финансирования девелоперских компаний в рамках цикла продаж строящейся недвижимости, который в представляет собой основной механизм привлечения средств граждан в проекты первичной недвижимости ¹⁴

<i>Механизм привлечения средств граждан</i>	<i>Жилая площадь тыс. кв. м.</i>	<i>В % от суммарной площади</i>
<i>С использованием счетов эскроу</i>	100 621	96
<i>С уплатой взносов в компенсационный фонд</i>	3 201	3,1
<i>Без привлечения средств граждан с 01.07.2019</i>	954	0,9
<i>Итого все механизмы</i>	104 776	100

Рис. 2 – Долевое многоквартирное строительство в РФ, структура привлечения средств граждан

Средства дольщиков до завершения строительства хранятся на специальных эскроу счетах и банк-оператор эскроу может получать доход за счет их инвестирования под рыночную процентную ставку, а застройщик и дольщики не имеют доступа к средствам и не получают дохода от их размещения. Доступ к условно бесплатным деньгам дольщиков позволяет банку предоставлять застройщику низкую процентную ставку при условии достаточно высокого значения коэффициента покрытия долга проекта (Loan Life Coverage Ratio, LLCR — показателя обеспеченности кредита будущими ожидаемыми денежными потоками проекта) > 1,25.

¹⁴ Дом.РФ, Жилищное строительство, отчет по данным на 14 января 2024 года <https://дом.рф/analytics/housing-construction/>

С этой точки зрения интерес для проведения анализа представляет раскрываемая в МСФО исследуемых компаний нижняя граница стоимости привлечения проектного финансирования, по состоянию на 2 квартал 2023 года:

- Самолет 2,4% – 6,4% годовых (в зависимости от проекта);
- Брусника от 0,01% годовых;
- ЛСР от 0,01% годовых;
- ДЖИ-групп (Унистрой) – невозможно выделить категории из-за отличий в

подходе к раскрытию информации.

Если использовать оценочное среднее расчетное значение на основании МСФО трех перечисленных компаний, льготная ставка фондирования составляет 4,4%.

Для последующего анализа причин выбора застройщиками нерыночного фондирования – требуется оценить средние сроки завершения процесса строительства объектов первичной недвижимости в том числе в разрезе анализируемых компаний. На рис. 3 представлено соотношение в процентах проданного и непроданного жилья ¹⁵.

Исходя из степени готовности портфелей проектов в разрезе исследуемых девелоперских компаний, средние сроки завершения процесса строительства объектов первичной недвижимости составляют примерно 3 года.

Используя данные о стоимости покрытого проектного кредитования (нижняя граница стоимости привлечения проектного финансирования), стоимости непокрытого проектного кредитования и сроках строительства среднего проекта, можно оценить взвешенную за период строительства условного проекта ставку проектного финансирования, которая составляет 8,88% годовых (рис. 4).

¹⁵ Наш.дом.РФ, Основные показатели жилищного строительства по данным на 8 января 2024 года https://xn--80az8a.xn--d1aqf.xn--p1ai/%D0%B0%D0%BD%D0%B0%D0%BB%D0%B8%D1%82%D0%B8%D0%BA%D0%B0/%D0%BF%D0%BE%D0%BA%D0%B0%D0%B7%D0%B0%D1%82%D0%B5%D0%BB%D0%B8_%D0%B6%D0%B8%D0%BB%D0%B8%D1%89%D0%BD%D0%BE%D0%B3%D0%BE_%D1%81%D1%82%D1%80%D0%BE%D0%B8%D1%82%D0%B5%D0%BB%D1%8C%D1%81%D1%82%D0%B2%D0%B0



Рис. 3 – Степень готовности портфелей проектов в разрезе исследуемых девелоперских компаний и сводные данные по регионам

Год развития проекта	Льготная ставка эскроу 4,40%, типичная доля кредитов	Стандартная ставка эскроу 13,9%, типичная доля кредитов	Весовой коэффициент льготная ставка	Весовой коэффициент стандартная ставка	Итого взвешенная ставка по эскроу
1	11,05%	11,05%	11,05%	11,05%	11,05%
2	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%
3 и более	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%
Средняя взвешенная за период строительства ставка эскроу:					7,88%

Рис. 4 – Средняя взвешенная за период строительства ставка эскроу по исследуемым компаниям

Представленные данные в целом соответствуют средневзвешенной процентной ставке по всем кредитным договорам объектов строительства ДДУ, заключенных в рамках эскроу на 01.10.2023, которая составляет 5,57% годовых¹⁶. С учетом относительно высоких значений стандартной ставки кредитование проектное финансирование с учетом льготной компоненты в среднем по проекту обходится примерно на треть дешевле.

¹⁶ ЦБ РФ, Информация о проектном финансировании: заключении кредитных договоров с застройщиками, использующими счета эскроу для расчетов по договорам участия в долевом строительстве, и открытии счетов эскроу для расчетов по договорам участия в долевом строительстве https://www.cbr.ru/banking_sector/statistics/?CF.Search=&CF.TagId=167&CF.Date.Time=Any&CF.Date.DateFrom=&CF.Date.DateTo=

Как видно, данного рода фондирование гораздо дешевле всех иных источников финансирования даже с учетом гораздо более сложного и долгого процесса финансирования. Характерно типичное требование банка на примере РСХБ¹⁷, которые значительно превосходят стандартные требования по кредитам или кредитным линиям, а также несопоставимы с требованиями и вмененными рисками для компании по выпуску необеспеченных облигаций (Рис. 5).

Собственные средства	На дату заключения первой кредитной сделки в Проект должно быть вложено собственных средств не менее 10% бюджета Проекта. В счет собственного участия принимается в том числе рыночная стоимость земельного участка Проекта, согласованная с Банком.
Залог	100% акций/Долей застройщика. Земельного участка (права аренды) на котором осуществляется строительство объектов Проекта. Построенных площадей Проекта (после ввода объекта в эксплуатацию). Полный перечень залогового обеспечения определяется Банком по итогам анализа Проекта.
Поручительства	Бенефициаров (конечных собственников) Группы компаний в которую входит застройщик. Залогодателей, в том числе долей/акций застройщика. Генерального подрядчика / Технического заказчика при условии их аффилированности с застройщиком Проекта. Иных компаний, входящих в одну Группу с застройщиком по результатам анализа. Полный перечень поручительств определяется Банком по итогам анализа Проекта.
Опыт Группы компаний	Не менее 5 лет на рынке. Общая площадь объектов введенных за последние три года превышает площадь рассматриваемого проекта не менее, чем в 2 раза.
Ковенанты	Контроль поступлений, минимальной цены продаж, даты ввода объекта в эксплуатацию - в соответствии с финансовой моделью, согласованной с Банком. Коэффициент покрытия долга Проекта (LLCR) > 1,25. Полный перечень финансовых и поведенческих ковенант определяется по результатам анализа Проекта.

Рис. 5 – перечень требований и ограничений для получения доступа к проектному финансированию, на примере РСХБ

¹⁷ Предложения от банков застройщикам, ставки и особенности <https://old.rshb.ru/legal/credit/current/eskrou/>
#:~:text=%D0%9F%D1%80%D0%BE%D1%86%D0%B5%D0%BD%D1%82%D0%BD%D0%B0%D1%8F%20%D1%81%D1%82%D0%B0%D0%B2%D0%BA%D0%B0,%D0%BF%D1%80%D0%BE%D1%86%D0%B5%D0%BD%D1%82%D1%8B%20%D0%BD%D0%B0%20%D0%BF%D1%80%D0%BE%D1%86%D0%B5%D0%BD%D1%82%D1%8B%20%D0%BD%D0%B5%20%D0%BD%D0%B0%D1%87%D0%B8%D1%81%D0%BB%D1%8F%D1%8E%D1%82%D1%81%D1%8F

В контексте относительно низкой средне взвешенной стоимости привлеченного финансирования через эскроу, классические банковские кредиты и кредитные линии, а также выпуск облигаций могут восприниматься бизнесом скорее в качестве источника для финансирования старта проекта и факторов диверсификации источников заимствований либо управления ликвидностью.

У сложившейся за последние годы системы финансирования строительной отрасли есть объективный структурный риск реализация которого предположительно является базовым сценарием на длительном временном горизонте. Сейчас в рамках проектного финансирования Банк, выдавший кредит застройщику, не только получает доход в виде процентов и прочих комиссий, но и имеет доступ к средствам дольщиков, купившим квартиру в объекте незавершенного строительства, фактически положившим средства на счет в банк под 0% годовых. При этом, в отличие от классического ДДУ без эскроу счетов по образцу до 2019 года, из-за перекладывания рисков дольщика-инвестора на банк – рост цен на первичную недвижимость в процессе строительства является функцией роста цен на недвижимость в целом, а не снижения риска строительства по мере его завершения. Таким образом, без дополнительных стимулов дольщику не выгодно приобретать недвижимость на стадии строительства.

Логично предположить, что при стабилизации цен на первичную недвижимость, к примеру в рамках трансмиссионного механизма в следствие повышения ставки ЦБ, все большее количество потенциальных дольщиков будет принимать решение относительно вложения средств в банковский вклад и альтернативные инвестиции в ожидании покупки жилья уже в стадии завершенного строительства. Разница в стоимости первичного и вторичного жилья до 2020 года. Дополнительным триггером процесса может стать отмена льготной ипотеки к примеру в рамках бюджетной консолидации.

Фактически российский рынок первичной недвижимости никогда ранее не существовал в текущей конфигурации с эскроу счетами и субсидированием, а значит отрасль столкнется с плохо управляемыми для нее шоками впервые.

Ипотечный портфель на балансе банков составил 17,1 трлн руб. на 01.10.2023 или около 11% от объема ВВП, при этом доля ипотечных кредитов с просрочкой свыше 90 дней сохраняется на исторически низком уровне 0,6% по состоянию на 01.10.2023¹⁸. Для сравнения, по данным МВФ: Индия 11%, Китай 18%, Франция 50%, США 51%, Великобритания 130%. Тем не менее, отсутствие классических значимых признаков перегрева, таких как слишком большая доля ипотеки от ВВП страны или рост просроченной задолженности выше пороговых значений 2% - в связи с показанным в исследовании, не означает, что дальнейшее развитие отрасли в рамках сложившегося регулирования не станет триггером кризисных явлений.

Вывод. Логика девелоперов сокращающих долю рыночного фондирования объяснима с точки зрения экономически целесообразного стремления к минимизации стоимости привлечения капитала. Данные тенденции являются общеотраслевыми и их устойчивость подтверждается расчетами. Несмотря на логику с точки зрения операционной и финансовой деятельности, деградация рыночного фондирования через сокращение приходящегося на него доли в пользу банковского в целом и проектного финансирования в частности – несет в себе существенные долгосрочные риски. Основной источник риска – желание дольщиков финансировать строительство объектов недвижимости без компенсации в виде повышенной доходности на вложенный капитал при условии отсутствия механизмов софинансирования или субсидирования со стороны государства.

Девелоперские компании при падении спроса на первичную недвижимость в связи с отменой либо значительного сокращения субсидий со стороны государства

¹⁸ ЦБ РФ, Финансирование долевого строительства https://www.cbr.ru/banking_sector/equity_const_financing/

или иных факторов, таких как повышение ставки ЦБ РФ¹⁹, естественного сокращения в разрыве цен между первичным и вторичным рынком недвижимости – будут вынуждены отдавать банкам-партнерам заложенные активы, либо столкнутся с необходимостью распродавать строящуюся недвижимость с большими скидками в рамках договоров проектного финансирования. Данные риски могут реализоваться даже несмотря на небольшую долю ипотечного кредитования в соотношении с ВВП 2023 и низким уровнем просроченных кредитов.

Таким образом, те девелоперы, которые в меньшей степени фокусируются на проектном финансировании и имеют налаженные и развитые рыночные каналы привлечения капитала, а также фокус на продажах готового жилья – менее подвержены вышеописанному структурному риску²⁰. В случае рыночных потрясений, могут рассчитывать на наращивание доли рынка за счет скупки проблемных активов у конкурентов.

Библиографический список:

1. Федеральный закон от 30.12.2004 № 214-ФЗ с 01 июля 2019г. С 1 июля 2019 года российские застройщики обязаны работать по эскроу-счетам, на которых будут аккумулироваться средства граждан. Строительные компании не смогут пользоваться средствами до окончания работ, используя кредиты банков.

2. Пантюков И.А., Опекунов В.А., 2021. Исследование проблем проектного финансирования строительства жилой недвижимости с использованием механизма счетов эскроу ORCID: 0000-0002-6570-969X

3. A.A. Blohin, S.G. Sternik, G.V. Teleshev Institutional Transformations of Russia's Housing Construction Sector in 2020. Studies on Russian Economic Development, - 2021, Vol. 32, № 2, pp. 147–154

¹⁹ Прогноз экономического развития России, аналитические данные Института исследований и экспертизы Внешэкономбанка <https://xn--90ab5f.xn--p1ai/analitika/prognoz-ekonomicheskogo-razvitiya-rossii>

²⁰ С.Г.Стерник, Г.В.Телешев. Влияние тенденций рынка первичного жилья на стоимость акций застройщиков. XV Международная научно-практическая конференция «Стоимостная оценка в России: новые вызовы и перспективы» Москва, Финансовый университет при Правительстве РФ. 23.11.2023

4. Национальный проект «Жильё и городская среда». Срок реализации нацпроекта: с октября 2018 года по 2024 год (включительно). Паспорт нацпроекта разработан Минстроем России во исполнение Указа Президента Российской Федерации от 7 мая 2018 года № 204 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года» и включает в себя четыре федеральных проекта: «Ипотека», «Жильё», «Формирование комфортной городской среды» и «Обеспечение устойчивого сокращения непригодного для проживания жилищного фонда».

5. Дом.РФ, Обзор рынка ипотечного кредитования в III квартале 2023 года <https://дом.рф/upload/iblock/573/ddv4tuydero9my1t33t1quwwp5flfa2n.pdf>

6. Дом.РФ, Обзор многоквартирного жилищного строительства в российской федерации в II квартале 2023 года <https://дом.рф/upload/iblock/9ab/7rnuotgvzii418g0v5jys37bkr59k8y3.pdf>

7. Стерник С.Г., Мальгинов Г.Н. Тенденции рынка жилья в 2022 году в России. Недвижимость: экономика, управление. – 2022. – N 3. – С. 76-84

8. Обзор финансовой стабильности Банка России II–III кварталы 2023 года https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/46610/2_3_q_2023.pdf

9. МСФО 6 мес 2023 https://media.samolet.ru/invest_document/file/PAO_GK_Samolet_MSFO_6m2023.pdf

10. МСФО 6 мес 2023 https://cdn.brusnika.ru/media/investors/reporting/documents/%D0%9F%D1%80%D0%BE%D0%BC%D0%B5%D0%B6%D1%83%D1%82%D0%BE%D1%87%D0%BD%D0%B0%D1%8F_%D1%81%D0%BE%D0%BA%D1%80%D0%B0%D1%89%D0%B5%D0%BD%D0%BD%D0%B0%D1%8F_%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D1%81%D0%BE%D0%BB%D0%B8%D0%B4%D0%B8%D1%80%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%BD%D0%B0%D1%8F_%D1%84%D0%B8%D0%BD%D0%B0%D0%BD%D1%81%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D1%8F_%D0%BE%D1%82%D1%87_tLBCbo3.pdf?_gl=1*p2iu0o*_ga*MTk2NDYx

NTI1LjE2OTQ5Mzc1NDY.*_ga_RM6GT3MWMR*MTcwMDMyMjUyNy4yLjEuMTcwMDMyMjUzNy41MC4wLjA

11. МСФО 6 мес 2023 https://www.lsrgroup.ru/assets/files/LSR_CFS_6m2023_RUS_signed.pdf

12. МСФО 6 мес 2023 <https://g-group.global/upload/iblock/ca4/cpw7xkyxiymft4fla9yoeuo9pt6pdjd8.pdf>

13. Стоимость компаний. Оценка & управление, Том Коупленд, Тим Коллер, Джек Муррин, ISBN 978-5-9693-0119-1, 2008

14. Дом.РФ, Жилищное строительство, отчет по данным на 14 января 2024 года <https://дом.рф/analytics/housing-construction/>

15. Наш.дом.РФ, Основные показатели жилищного строительства по данным на 8 января 2024 года https://xn--80az8a.xn--d1aqf.xn--p1ai/%D0%B0%D0%BD%D0%B0%D0%BB%D0%B8%D1%82%D0%B8%D0%BA%D0%B0/%D0%BF%D0%BE%D0%BA%D0%B0%D0%B7%D0%B0%D1%82%D0%B5%D0%BB%D0%B8_%D0%B6%D0%B8%D0%BB%D0%B8%D1%89%D0%BD%D0%BE%D0%B3%D0%BE_%D1%81%D1%82%D1%80%D0%BE%D0%B8%D1%82%D0%B5%D0%BB%D1%8C%D1%81%D1%82%D0%B2%D0%B0

16. ЦБ РФ, Информация о проектном финансировании: заключении кредитных договоров с застройщиками, использующими счета эскроу для расчетов по договорам участия в долевом строительстве, и открытии счетов эскроу для расчетов по договорам участия в долевом строительстве https://www.cbr.ru/banking_sector/statistics/?CF.Search=&CF.TagId=167&CF.Date.Time=Any&CF.Date.DateFrom=&CF.Date.DateTo=

17. Предложения от банков застройщикам в рамках проектного финансирования № 214-ФЗ с 01 июля 2019г, процентные ставки и особенности <https://old.rshb.ru/legal/credit/current/eskrou/#:~:text=%D0%9F%D1%80%D0%BE%D1%86%D0%B5%D0%BD%D1%82%D0%BD%D0%B0%D1%8F%20%D1%81%D1%82%D0%B0%D0%B2%D0%BA%D0%B0,%D0%BF%D1%80%D0%BE%D1%86%D>

0%B5%D0%BD%D1%82%D1%8B%20%D0%BD%D0%B0%20%D0%BF%D1%80%
D0%BE%D1%86%D0%B5%D0%BD%D1%82%D1%8B%20%D0%BD%D0%B5%20
%D0%BD%D0%B0%D1%87%D0%B8%D1%81%D0%BB%D1%8F%D1%8E%D1%
82%D1%81%D1%8F

18. ЦБ РФ, Финансирование долевого строительства
https://www.cbr.ru/banking_sector/equity_const_financing/

19. Прогноз экономического развития России, аналитические данные
Института исследований и экспертизы Внешэкономбанка <https://xn--90ab5f.xn--p1ai/analitika/prognoz-ekonomicheskogo-razvitiya-rossii>

20. Стерник С.Г., Телешев Г.В. Влияние тенденций рынка первичного жилья
на стоимость акций застройщиков. XV Международная научно-практическая
конференция «Стоимостная оценка в России: новые вызовы и перспективы»
Москва, Финансовый университет при Правительстве РФ. 23.11.2023

References:

1. Federal Law № 214-FZ of 12/30/2004 from July 01, 2019. From July 1, 2019,
Russian developers are required to work on escrow accounts, which will accumulate
citizens' funds. Construction companies will not be able to use the funds until the
completion of the work, using bank loans.

2. Pantyukov I.A., Opekunov V.A., 2021. Investigation of the problems of project
financing of residential real estate construction using the escrow account mechanism
ORCID: 0000-0002-6570-969X

3. A.A.Blohin, S.G. Sternik, G.V. Teleshev Institutional Transformations of Russia's
Housing Construction Sector in 2020. Studies on Russian Economic Development, –
2021, Vol. 32, № 2, pp. 147–154

4. The national project "Housing and urban Environment". The implementation
period of the national project is from October 2018 to 2024 (inclusive). The passport of
the national project was developed by the Ministry of Construction of the Russian

Federation in pursuance of Decree of the President of the Russian Federation dated May 7, 2018 № 204 «On national goals and strategic objectives of the development of the Russian Federation for the period up to 2024» and includes four federal projects: «Mortgage», «Housing», «Formation of a comfortable urban environment» and «Ensuring sustainable reduction of uninhabitable housing stock».

5. The house.Russian Federation, Mortgage lending market overview in the third quarter of 2023 <https://дом.рф/upload/iblock/573/ddv4tuydero9my1t33t1quwwp5flfa2n.pdf>

6. The house.Russian Federation, Overview of multi-family housing construction in the Russian Federation in the second quarter of 2023 <https://дом.рф/upload/iblock/9ab/7rnuotgvzii4l8g0v5jys37bkb59k8y3.pdf>

7. Sternik S.G., Malginov G.N. Housing market trends in 2022 in Russia. Real estate: economics, management. – 2022. – № 3. – pp. 76-84

8. Review of the financial stability of the Bank of Russia II–III quarters of 2023 https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/46610/2_3_q_2023.pdf

9. IFRS 6 months 2023 https://media.samolet.ru/invest_document/file/PAO_GK_Samolet_MSFO_6m2023.pdf

10. IFRS 6 months 2023 https://cdn.brusnika.ru/media/investors/reporting/documents/%D0%9F%D1%80%D0%BE%D0%BC%D0%B5%D0%B6%D1%83%D1%82%D0%BE%D1%87%D0%BD%D0%B0%D1%8F_%D1%81%D0%BE%D0%BA%D1%80%D0%B0%D1%89%D0%B5%D0%BD%D0%BD%D0%B0%D1%8F_%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D1%81%D0%BE%D0%BB%D0%B8%D0%B4%D0%B8%D1%80%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%BD%D0%B0%D1%8F_%D1%84%D0%B8%D0%BD%D0%B0%D0%BD%D1%81%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D1%8F_%D0%BE%D1%82%D1%87_tLBCbo3.pdf?_gl=1*p2iu0o*_ga*MTk2NDYxNTI1LjE2OTQ5Mzc1NDY.*_ga_RM6GT3MWMR*MTcwMDMyMjUyNy4yLjEuMTcwMDMyMjUzNy41MC4wLjA

11. IFRS 6 months 2023 https://www.lsrgroup.ru/assets/files/LSR_CFS_6m2023_RUS_signed.pdf

12. IFRS 6 months 2023 <https://g-group.global/upload/iblock/ca4/cpw7xkyxiymft4fla9yoeuo9pt6pdjd8.pdf>

13. The cost of companies. Assessment & Management, Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, ISBN 978-5-9693-0119-1, 2008

14. House.Russian Federation, Housing construction, data report as of January 14, 2024 <https://дом.рф/analytics/housing-construction/>

15. Our.house.The Russian Federation, the main indicators of housing construction as of January 8, 2024 https://xn--80az8a.xn--d1aqf.xn--p1ai/%D0%B0%D0%BD%D0%B0%D0%BB%D0%B8%D1%82%D0%B8%D0%BA%D0%B0%D0%BF%D0%BE%D0%BA%D0%B0%D0%B7%D0%B0%D1%82%D0%B5%D0%BB%D0%B8_%D0%B6%D0%B8%D0%BB%D0%B8%D1%89%D0%BD%D0%BE%D0%B3%D0%BE_%D1%81%D1%82%D1%80%D0%BE%D0%B8%D1%82%D0%B5%D0%BB%D1%8C%D1%81%D1%82%D0%B2%D0%B0

16. Central Bank of the Russian Federation, Information on project financing: conclusion of loan agreements with developers using escrow accounts for settlements under equity construction contracts, and opening escrow accounts for settlements under equity construction contracts https://www.cbr.ru/banking_sector/statistics/?CF.Search=&CF.TagId=167&CF.Date.Time=Any&CF.Date.DateFrom=&CF.Date.DateTo=

17. Proposals from banks to developers within the framework of project financing № 214-FZ from July 01, 2019, interest rates and features <https://old.rshb.ru/legal/credit/current/eskrou/#:~:text=%D0%9F%D1%80%D0%BE%D1%86%D0%B5%D0%BD%D1%82%D0%BD%D0%B0%D1%8F%20%D1%81%D1%82%D0%B0%D0%B2%D0%BA%D0%B0,%D0%BF%D1%80%D0%BE%D1%86%D0%B5%D0%BD%D1%82%D1%8B%20%D0%BD%D0%B0%20%D0%BF%D1%80%D0%BE%D1%86%D0%B5%D0%BD%D1%82%D1%8B%20%D0%BD%D0>

%B5%20%D0%BD%D0%B0%D1%87%D0%B8%D1%81%D0%BB%D1%8F%D1%8E%D1%82%D1%81%D1%8F

18. Central Bank of the Russian Federation, Financing of shared-equity construction https://www.cbr.ru/banking_sector/equity_const_financing/

19. Forecast of economic development of Russia, analytical data of the Institute of Research and Expertise of Vnesheconombank <https://xn--90ab5f.xn--plai/analitika/prognoz-ekonomicheskogo-razvitiya-rossii>

20. S.G.Sternik, G.V.Teleshev. The impact of primary housing market trends on the value of developers' shares. XV International Scientific and Practical Conference «Valuation in Russia: new challenges and prospects» Moscow, Financial University under the Government of the Russian Federation. 23.11.2023

Для цитирования: Нигматуллин Т.Р., Особенности и долгосрочные риски фондирования девелоперов в России посредством публичных рынков капитала в контексте проектного финансирования / Российский экономический интернет-журнал. – 2024. – № 1. URL:

© Нигматуллин Т.Р., Российский экономический интернет-журнал 2024, № 1