

## **АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ВАРИАНТЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННО-СТРОИТЕЛЬНЫХ ПРОЕКТОВ С ПОМОЩЬЮ ЦЕННЫХ БУМАГ**

В настоящее время финансирование инвестиционно-строительных проектов осуществляется преимущественно на основании договоров участия в долевом строительстве. Между тем, эта схема приводит к рискам, которые в условиях кризиса делают ее неэффективной. В данной статье рассмотрены альтернативные варианты финансирования жилищного строительства с помощью эмиссии ценных бумаг; проведена классификация ценных бумаг по целевому финансированию: непосредственно в стройку и опосредованно – в людей. Проанализирован опыт эмиссии государственных и инфраструктурных облигаций, жилищных сертификатов, ипотечных ценных бумаг (жилищных облигаций с ипотечным покрытием и сертификатов участия), а также паев инвестиционных фондов.

*Ключевые слова:* Инвестиционно-строительные проекты, договор долевого участия, ценные бумаги, жилищные сертификаты, паи инвестиционных фондов, ипотечные ценные бумаги, АИЖК.

**T. I. Kubassova**

## **ALTERNATIVE VARIANTS OF FINANCING OF INVESTMENT PROJECTS THROUGH THE SECURITIES**

Currently, the financing of investment and construction projects is an advantage on the basis of contracts of participatory construction. Meanwhile, this scheme leads to risks that crisis conditions make it ineffective. This article discusses alternative options of housing Finance through the issue of securities; classification of securities for trust funding: directly in construction and indirectly in humans. The experience of issuing state and infrastructure bonds, housing certificates, mortgage-backed securities (residential mortgage-backed securities and participation certificates) and shares of investment funds.

*Keywords:* Investment – construction projects, the contract share of its first participation, securities, housing certificates, shares of investment funds, mortgage-backed securities, the seller.

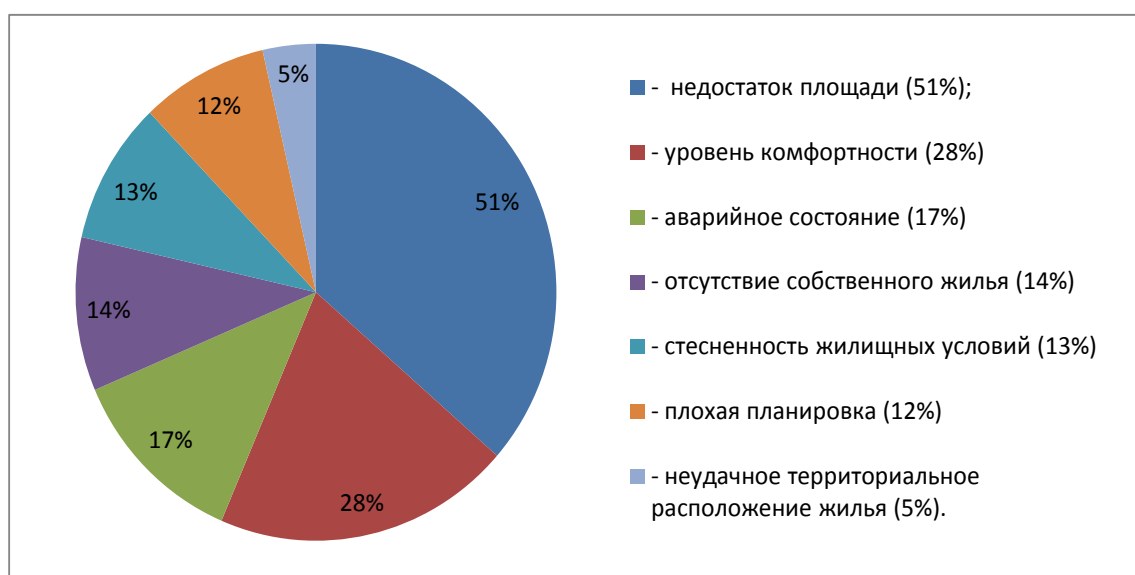
Инвестиционные проекты с точки зрения управления проектами – это «инвестиционная акция, предусматривающая вложение определенного количества ресурсов, в том числе интеллектуальных, финансовых, материальных, человеческих, для получения запланированного результата и достижения определенных целей в обусловленные сроки. Финансовым результатом инвестиционного проекта чаще всего является прибыль/доход, материально-вещественным

результатом – новые или реконструированные основные фонды (объекты) или приобретение и использование финансовых инструментов или нематериальных активов с последующим получением дохода» [5].

В том случае, когда в качестве результатов реализации проекта выступают некоторые физические объекты (здания, сооружения), инвестиционный проект конкретизируется понятием **инвестиционно-строительного проекта, или строительного инвестиционного проекта**, что это же самое. По определению, инвестиционно-строительный проект – это проект, связанный с реализацией полного цикла вложения инвестиций – от начального вложения до завершения работ - в отраслях строительства [11].

Несмотря на то, что ряд экспертов [5; 7] указывают на неудовлетворительный характер использования инвестиций в российской экономике с помощью различных механизмов финансового рынка, на наш взгляд, в рамках бюджетных ограничений и спада ВВП, альтернативные источники инвестирования (включая инструменты рынка ценных бумаг) являются выходом из кризисной ситуации [4; 9; 10; 13].

Несмотря на снижение потребительского спроса, потребность в жилье остается достаточно высокой. Так, по данным АИЖК, на проходящем в июне 2016 года Петербургском экономическом форуме было заявлено, что 41 % российских семей (23 миллиона россиян) не удовлетворены своим жильем. Отмечено, что основными причинами неудовлетворенности являются [8]:



#### Причины неудовлетворенности жилищными условиями в РФ

Меняется и структура предпочтений приобретаемого жилья: из 23 миллионов неудовлетворенных жильем россиян 34 % готовы рассмотреть наемное (арендное) жилье.

Основными рисками существующей системы финансирования жилищного строительства (через заключение договоров долевого участия – ДДУ),

ограничивающими рост жилищного строительства в условиях сокращения бюджетного финансирования являются:

- риск низкой платежеспособности **населения** (покупательской способности), усиленный риском недоступности ипотечных кредитов;
- риск низкой финансовой обеспеченности **застройщиков**: высокие кредитные ставки, ограниченность доступа к кредитным ресурсам;
- инфраструктурный риск – отсутствие инфраструктуры на земельных участках;
- риск социальный – риск «обманутых дольщиков».

Возникает необходимость разработки альтернативных ДУДС финансовых инструментов, позволяющих снизить эти риски и соответственно увеличить объемы строительства жилья. В российском законодательстве существует возможность выпуска разнообразных финансовых инструментов, которые можно использовать в дополнение к традиционной схеме финансирования (долевое участие) и которые позволят снизить существующие риски и обеспечить инвестиции в различные сегменты строительства жилья.

К ним относятся: государственные облигации (в том числе инфраструктурные облигации), инвестиционные паи, жилищные облигации с ипотечным покрытием, сертификаты участия, жилищные облигации (жилищные сертификаты). Сфера использования их разнообразна в зависимости от экономической целесообразности инвестирования и существующих ограничений нормативно – правового характера.

Таблица 1

Обзор альтернативных вариантов финансирования  
жилищного строительства (ценные бумаги)\*

Варианты	
Инструменты финансирования стройки («в камень»)	Инструменты рефинансирования ипотечных кредитов («в людей»)
1. Государственные облигации	1. ИЦБ: Жилищные облигации с ипотечным покрытием
2. Инфраструктурные облигации: корпоративные и государственные	2. ИЦБ: Сертификаты участия
3. Инвестиционные паи закрытых паевых инвестиционных фондов (ЗПИФы)	
4. Жилищные облигации (сертификаты)	

\* Составлено автором.

**1. Государственные облигации** выпускаются от имени субъекта Российской Федерации и являются государственными внутренними заимствованиями, входящими в структуру государственного долга субъектов Российской Федерации. Государственные внутренние заимствования осуществляются в целях финансирования дефицитов соответствующих бюджетов, а также для погашения долговых обязательств. Основные условия выпуска и обращения государственных облигаций регулируются Бюджетным кодексом Российской Федерации.

Между тем, применить механизм эмиссии государственных облигаций для финансирования жилищного строительства не представляется возможным, так как Федеральным законом от 6 октября 1999 года № 184-ФЗ «Об общих принципах организации законодательных (представительных) и исполнительных органов государственной власти субъектов Российской Федерации» не предусмотрены полномочия по строительству жилищного фонда, который не относится к государственному, а является частным жилищным фондом. Для выпуска государственных облигаций для финансирования жилищного строительства требуется приведение нормативно – правовых актов в соответствие с целевым назначением.

**2. Инфраструктурные облигации** в большей степени сегодня представляют не юридический термин, а экономический, конкретизирующий целевое назначение выпуска облигаций (финансирование инфраструктуры). В 2009 году был разработан проект федерального закона «Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций», однако дальнейшего развития он не получил.

Инфраструктурные облигации могут быть использованы для финансирования строительства инженерной инфраструктуры в целях обеспечения коммунальными услугами жителей новых микрорайонов.

Попытку выпуска инфраструктурных облигаций проводило АИЖК, однако Программа не состоялась, несмотря на высокую востребованность рынком. В рамках Программы планировалось, что специальные общества проектного финансирования (СОПФ) будут выкупать у застройщиков объекты инфраструктуры, а потом выпускать облигации, инвестировать в которые можно будет через компенсационные фонды строительных саморегулируемых организаций. Речь шла о выделении агентством на эти цели до 40 миллиардов рублей. Минимальный объем выпуска должен был составить 3 миллиарда рублей, а разместить облигации планировалось в 2016–2017 годах [1]. В июне 2016 года программа была закрыта.

**3. Ипотечные ценные бумаги (ИЦБ):** к ним относятся жилищные облигации с ипотечным покрытием и сертификаты участия. Основные условия выпуска и обращения ипотечных ценных бумаг регулируются Федеральным законом от 11 ноября 2003 года № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах». Ипотечные ценные бумаги обеспечивают инвестиции не в «камень», а косвенно – «в людей» и предназначены для рефинансирования ипотечных кредитов.

**Жилищная облигация с ипотечным покрытием** – облигация с ипотечным покрытием, в состав которого входят только права требования, обеспеченные залогом жилых помещений. Эмиссия облигаций с ипотечным покрытием может осуществляться исключительно кредитными организациями и ипотечными агентами, в роли которых выступают специализированные коммерческие организации (акционерные общества), основным видом деятельности которых является приобретение прав требований и выпуск ипотечных облигаций.

**Ипотечный сертификат участия** представляет собой именную ценную бумагу без номинальной стоимости, удостоверяющую долю её владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие, а также право требовать от

выдавшего её лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием. Выдавать ипотечные сертификаты участия вправе только коммерческая организация (акционерное общество), имеющая лицензию на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами.

Так, по данным АИЖК, по состоянию на 31.05.2016 г. в обращении (не погашены) находится 185 выпусков жилищных ИЦБ на общую сумму 413 млрд р. В Ломбардный список Банка России включены 63 выпуска на общую сумму в 246 млрд р. (60 % от суммы всех жилищных ИЦБ в обращении). Всего к биржевым торгам допущено (включены в котировальные листы) и находятся в обращении 108 выпусков жилищных ИЦБ на сумму 355 млрд р. (86 % от суммы всех жилищных ИЦБ в обращении).

**4. Паи паевых инвестиционных фондов.** Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) является имущественным комплексом, без образования юридического лица, основанным на доверительном управлении имуществом фонда специализированной управляющей компанией с целью увеличения стоимости имущества фонда.

Основные условия выпуска и обращения облигаций с ипотечным покрытием регулируются Федеральным законом от 29 ноября 2001 года 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах». Таким образом, подобный фонд формируется из денег инвесторов (пайщиков), каждому из которых принадлежит определенное количество паёв. Цель создания ПИФа – получение прибыли на объединённые в фонд активы и распределение полученной прибыли между инвесторами (пайщиками) пропорционально количеству паёв.

В жилищном строительстве паевое инвестирование происходит через закрытые паевые инвестиционные фонды (ЗПИФы). Современная практика предполагает использовать инвестиционные паи ЗПИФов для продажи крупным инвесторам при строительстве арендного жилья (апартаментов), а также при строительстве коммерческой недвижимости. Механизм развития арендного жилья будет осуществлен через закрытый паевой инвестиционный фонд. В конце апреля 2016 г. глава банка ВТБ Андрей Костин и глава АИЖК Александр Плутник подписали меморандум о сотрудничестве по проекту МФК бизнес-класса Match Point в центре Москвы. АИЖК может выкупить у ВТБ 46 тысяч квадратных метров апартаментов в МФК за 11 млрд р. Жилье будет покупаться с помощью ДДУ, сформированный из ДДУ закрытый паевой фонд будет продавать паи профессиональным и непрофессиональным инвесторам. Кроме этого, АИЖК может купить часть апартаментов Capital Group в высотке на Новом Арбате и у ЗАО «Интеко» под арендное жильё.

**5. Жилищные облигации (сертификаты)** – это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Регулируется федеральным законом 39-ФЗ от 22.04.1996 г. «О рынке ценных бумаг» допускается выпуск облигаций с имущественным эквивалентом (в то числе и квадратного метра).

В рамках существующего законодательства «привлечение денежных средств граждан, связанное с возникающим у граждан правом собственности на жилые помещения в многоквартирных домах, которые на момент привлечения таких денежных средств граждан не введены в эксплуатацию в порядке, установленном законодательством о градостроительной деятельности (далее – привлечение денежных средств граждан для строительства), «допускается только:

1) на основании договора участия в долевом строительстве;

2) путем выпуска эмитентом, имеющим в собственности или на праве аренды, праве субаренды земельный участок и получившим в установленном порядке разрешение на строительство на этом земельном участке многоквартирного дома, облигаций особого вида – жилищных сертификатов, закрепляющих право их владельцев на получение от эмитента жилых помещений в соответствии с законодательством Российской Федерации о ценных бумагах;

3) жилищно-строительными и жилищными накопительными кооперативами в соответствии с федеральными законами, регулирующими деятельность таких кооперативов» [1].

Основным источником в рамках действующего законодательства выступают средства населения, которые поступают к застройщикам напрямую или опосредованно через ипотечные кредиты (оплата договоров ДДУ). Таким образом, население выступает в первую очередь, как инвестор, а только по окончании строительства – как покупатель готового жилья, при этом риск оказаться только в роли первого велик, это подтверждает статистика по «обманутым дольщикам».

На наш взгляд, необходимо разделить эти риски. При этом для этих целей можно использовать жилищные облигации (сертификаты), которые, по сути, заменяют ДДУ, но при этом разделяют риски инвестор/покупатель.

Положительный опыт выпуска жилищных облигаций, как способа финансирования в строительстве имеет Белоруссия [2], где с помощью этого инструмента финансируется значительная доля жилищного рынка.

Говоря о возможности и необходимости внедрения нового инструмента в Российской Федерации необходимо ответить на один простой вопрос: «Почему это будет выгодно для участников рынка»? Действительно, для застройщиков обеспечивается финансирование строительства жилья до начала строительства, а для покупателей жилья снимается риск «обманутых дольщиков».

В начале статьи мы рассматривали риски строительной отрасли. Финансирование жилищного строительства с помощью эмиссии жилищных облигаций не убирают главного риска: риска не продажи построенного жилья. Поэтому, на наш взгляд, выпуск жилищных облигаций будет эффективным инструментом финансирования строительства только при условии сочетания его с технологией формирования негосударственного заказа [6; 13], который предусматривает сбор и контрактование заявок (опционов) на приобретение облигаций до начала строительства. При сформированном, гарантированном заказе от потенциальных покупателей жилья, рассматриваемый инструмент может стать полноценной и эффективной заменой существующей системы долевого участия.

## Список использованной литературы

1. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс] : федер. закон РФ от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ // СПС «КонсультантПлюс».
2. Об утверждении инструкции о порядке выпуска, обращения и погашения жилищных облигаций [Электронный ресурс] : постановление М-ва финансов Респ. Беларусь от 18 сент. 2009 г. № 115 (в ред. от 2 авг. 2011 г.) // СПС «КонсультантПлюс: Беларусь».
3. Бадилина Л. П. Активизация инвестиционных процессов в Российской Федерации с использованием рынка ценных бумаг / Л.П. Бадилина, Н.А. Звягинцева // Известия Иркутской государственной экономической академии. – 2016. – Т. 26, № 1. – С. 5–14.
4. Грушина О.В. Формирование механизма обеспечения доступности жилья в РФ в условиях социально-ориентированной рыночной экономики [Электронный ресурс] / О.В. Грушина, Г.В. Хомкалов // Известия Иркутской государственной экономической академии (Байкальский государственный университет экономики и права. – 2013. – № 2. – Режим доступа: <http://eizvestia.isea.ru/reader/article.aspx?id=17271>.
5. Заренков В.А. Управление проектами : учеб. пособие / В. А. Заренков. – М. : Изд-во АСВ ; СПб. : СПбГАСУ, 2006. – 143 с.
6. Кубасова Т.И. К вопросу формирования рынка доступного жилья на основе платежеспособного спроса населения [Электронный ресурс] / Т.И. Кубасова // Baikal Research Journal. – 2015. – Т. 6. – № 5.
7. Макарова Г.Н. Институциональное направление исследований инвестиционных рисков в современной экономике [Электронный ресурс] / Г.Н. Макарова // Известия Иркутской государственной экономической академии (Байкальский государственный университет экономики и права). – 2012. – № 4. – Режим доступа: <http://brj-bguer.ru/reader/article.aspx?id=13833>.
8. Питалев И. АИЖК больше не отвечает за подготовку выпуска инфраструктурных облигаций [Электронный ресурс]/ И. Питалев // РИА Новости. – 2016. – 17 июня. – Режим доступа: <http://ria.ru/economy/20160617/1449081649.html>.
9. Самаруха В.И. Механизмы финансирования рынка доступного жилья на муниципальном уровне / В.И. Самаруха, Т.Г. Краснова, Т.В. Шалыгина // Известия Иркутской государственной экономической академии. – 2009. – № 3 (65). – С. 34–41.
10. Торгашина И.Г. Жилищное строительство в период кризиса [Электронный ресурс] / И.Г. Торгашина // Известия Иркутской государственной экономической академии (Байкальский государственный университет экономики и права). – 2015. – Т. 6. – № 2. – Режим доступа: <http://eizvestia.isea.ru/reader/article.aspx?id=20029>.
11. Управление проектами : учеб. пособие / под общ. ред. И.И. Мазура. – 2-е изд. – М. : Омега-Л, 2004. – 664 с.
12. Чаюн Ю. Государство заинтересовалось «доходным» бизнесом: Жилищный вопрос [Электронный ресурс] / Юлия Чаюн // Коммерсантъ. – 1016. – 20 июня. – Режим доступа: <http://www.kommersant.ru/doc/3017832>.

13. Щербаков В.А. Доступное жилье – новый рыночный продукт [Электронный ресурс] / В.А. Щербаков // Русипотека. – 2011. – 1 янв. – Режим доступа: [http://rusipoteka.ru/ipoteka\\_sekyuritizaciya/ipoteka\\_sekyuritizaciya\\_stati\\_2011/dostupnoe\\_zhilie\\_sherbakov/](http://rusipoteka.ru/ipoteka_sekyuritizaciya/ipoteka_sekyuritizaciya_stati_2011/dostupnoe_zhilie_sherbakov/).

### **Информация об авторе**

*Кубасова Татьяна Иннокентьевна* – доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры логистики и коммерции, Байкальский государственный университет, 664003, г. Иркутск, ул. Ленина, 11, e-mail: lenina424@yandex.ru.

### **Author**

*Kubassova Tatiana Innokentievna* – doctor of economical sciences, professor, Department of logistic and commerce, Baikal State University, 11, Lenin str. Town of Irkutsk, 664047, e-mail: lenina424@yandex.ru.