

## **Анализ источников и механизмов финансирования девелоперских проектов жилищного строительства**

**Хейфец Е.Е.**, Аспирант, Департамент корпоративных финансов и корпоративного управления

ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва, Россия

**Аннотация.** В статье проводится анализ существующих источников и механизмов финансирования девелоперских проектов жилищного строительства путем привлечения частных инвестиций. Предложена классификация источников финансирования девелоперского проекта в зависимости от стадий его реализации. Рассмотрены механизмы финансирования девелоперских проектов жилищного строительства, выделены наиболее значимые изменения в системе жилищного строительства, внесенные в рамках перехода к механизму проектного финансирования.

**Ключевые слова:** девелопмент, инвестиции, риск, проектное финансирование, ипотечное кредитование, банк, счет эскроу

## **Analysis of sources and mechanisms of financing residential construction development projects**

**Kheifetz E.E.**, Postgraduate student of the Department of Corporate Finance and Corporate Governance,

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

**Annotation.** The analysis of existing sources and mechanisms of financing housing development projects by attracting private investment is carried out. A classification of sources of financing for a development project depending on the stages of its implementation is proposed. The mechanisms of financing housing development projects are considered, the most significant changes in the housing construction system introduced as part of the transition to the project financing mechanism are highlighted.

**Keywords:** development, investment, risk, project financing, mortgage lending, bank, escrow account

## **Введение**

Экономический рост любой страны с рыночной экономикой усиливается в том числе за счет эффективного функционирования рынка недвижимости. Общепринятой зарубежной практикой в сфере строительства объектов недвижимости является привлечение профессиональных участников, которые обеспечивают комплексное управление этим процессом - девелоперов. Данный факт обусловил в процессе становления рынка недвижимости России после 1990-х гг. появление его новых профессиональных участников – девелоперских компаний, занимающихся формированием потребительской стоимости объектов недвижимости и обеспечивающих повышение эффективности управления инвестиционной деятельностью в сфере недвижимости.

На сегодняшний день деятельность девелоперских компаний является малоисследованной, что приводит к отождествлению их с другими участниками рынка недвижимости. Вопросы организации финансирования девелоперских проектов жилищного строительства привлекают внимание ученых всего мира, что свидетельствует об их актуальности. К числу последних можно отнести исследования таких ученых, как Грахов В.П., Мохначев С.А., Тарануха Г.Л., Пушкарев В.О. [3], Локтионова Ю.Н., Козаченко А.В. [7], Межуева Т.В., Межуев

А.В. [8] и др. Так, Грахов В.П., Мохначев С.А., Тарануха Г.Л., Пушкарев В.О. сосредоточили внимание на практических аспектах профессионального девелопмента недвижимости. В статье Локтионовой Ю.Н., Козаченко А.В. изложены концепции профессионального девелопмента, исследование проводилось на примере рынка недвижимости России. Схемы финансирования строительства жилья рассмотрены Межуевой Т.В., Межуева А.В. Было определено, что оптимальным механизмом из всех возможных в России является проектное финансирование. Однако вопрос поиска перспективных источников и организации финансирования девелоперских проектов на каждом этапе их реализации остается актуальным. Также проблематика финансирования девелоперского проекта имеет прямую связь с его стоимостной оценкой – одним из инструментов управления не просто стоимостью проекта, но его эффективностью, выраженной как номинально, так и качественно.

### **Основная часть**

Появление девелопмента необходимо связывать с активным развитием рынка недвижимости, когда заказчики начали уделять внимание не только количественным характеристикам проекта, но и качественной составляющей, когда возникла необходимость реализации построенного объекта с максимальной выгодой. В России зарождение девелопмента недвижимости как самостоятельного вида бизнеса приходится на 1998-2000 гг. С каждым годом количество девелоперских компаний растет, но довольно часто их отождествляют с другими участниками рынка недвижимости, а именно: строительными компаниями, компаниями по управлению недвижимостью и консалтинговыми компаниями. Можно сказать, что девелоперская компания является в своем роде финансовым посредником на рынке недвижимости, который аккумулирует средства инвесторов и кредиторов или вкладывает собственные средства в целях реализации проекта

развития объекта недвижимости, выступая при этом автором идеи и беря на себя ответственность по организации и управлению этим проектом. Отметим, что объектом деятельности девелоперских компаний является реализация инвестиционных проектов в сфере недвижимости как жилой, так и коммерческой, реализуемых в пять этапов: инициирование проекта девелопмента; оценка местонахождения и технико-экономическое обоснование объекта; проектирование и оценка проекта; заключение договоров на строительство; маркетинг, управление и распоряжение результатами. Иной вариант цикла проекта – разбитие его на три стадии – предынвестиционная, инвестиционная и операционная. Они включают в себя перечисленные выше пять этапов. Соответственно при реализации любого девелоперского проекта в сфере жилой недвижимости девелопер выполняет определенные функции (табл. 1).

Необходимо отметить, что среди приведенных этапов реализации проекта одним из основных является организация его финансирования, которая предусматривает обеспечение проекта инвестиционными ресурсами, в состав которых входят не только денежные средства, но и выраженные в денежном эквиваленте другие инвестиции, в т.ч. основной и оборотный капитал, имущественные права и нематериальные активы, кредиты, займы и залог, права землепользования и др. Во всем мире недвижимость считается одной из наименее рискованных сфер долгосрочного инвестирования с достаточно высоким уровнем рентабельности. Однако основным условием доступа к указанным преимуществам является сравнительно высокий уровень капитальных затрат. Поскольку крупные девелоперские проекты требуют значительных капиталовложений, реализация их за собственные средства для большинства компаний представляется непосильной. Поэтому девелоперы вынуждены привлекать финансовые ресурсы из внешних источников. Вместе с тем, учитывая многолетнюю западную практику, именно финансирование из внешних источников соответствует сути девелопмента.

Конечно, для обеспечения необходимого уровня доверия к инвестиционному проекту со стороны потенциальных инвесторов, девелоперская компания участвует в финансировании проекта собственными средствами (около 20-30%). Как правило, речь идет о начальной стадии проекта с максимальным риском.

Таблица 1

### Стадии управления девелоперским проектом и функции девелопера

(составлено автором)

Стадия	Мероприятия (функции девелопера)
Предпроектная стадия	Постановка целей и определение основной стратегии девелопмента
	Исследование рынка и определение соответствия местоположения для реализации проекта
	Разработка альтернативных комплексных концепций застройки территорий
Оценка местоположения и технико-экономическое обоснование	Анализ спроса и предложения возможности реализации проекта
	Анализ финансовой целесообразности разработанных концепций застройки территорий
	Проведение предварительных консультаций с органами государственного регулирования
	Прогнозирование возможной позиции других заинтересованных сторон
	Определение вероятности получения финансов
	Разработка схем финансирования проекта
Приобретение земельного участка	Поиск и оценка земельного участка
	Приобретение земельного участка (право собственности или аренды)
Проектирование и оценка проекта	Формирование команды девелопера
	Подготовка бизнес-плана проекта
	Проектирование, расчет затрат и оценки эффективности проекта
	Получение согласований и разрешений от органов государственного контроля
	Внесение изменений в проект и получения заключительных разрешений
Заключение контрактов и строительство	Выбор подрядчика и заключение контракта с ним
	Создание системы взаимодействия между участниками реализации проекта
	Создание системы контроля за процессом реализации проекта
Маркетинг, управление и реализация объектов недвижимости	Определение периода, способа и персонала для маркетинговой кампании
	Обеспечение сохранности и безопасности объекта
	Анализ при необходимости внесения изменений в работу агентов по продаже
	Управление денежными потоками по проекту

Классификация источников финансирования девелоперского проекта в зависимости от стадий его реализации представлены на рисунке 1.

Предпроектная стадия			
Взносы девелоперов		Авансы заказчиков	
Оценка местоположения и технико-экономическое обоснование			
Взносы девелоперов		Авансы заказчиков	
Приобретение земельного участка			
Взносы дольщиков (с использованием счетов эскроу / напрямую при условии соблюдения критериев)		Средства инвесторов	
Проектирование и оценка проекта			
Взносы дольщиков	Средства инвесторов		Венчурное инвестирование
Заключение контрактов и строительство			
Банковские кредиты	Взносы дольщиков по договорам, заключаемым на стадии создания недвижимости	Средства инвесторов	Проектное финансирование
Маркетинг, управление и реализация объектов			
Средства инвесторов	Чистая прибыль / Амортизация		Средства покупателей жилой недвижимости

***Рисунок 1 – Классификация источников финансирования девелоперского проекта в зависимости от стадий его реализации (составлено автором)***

Как мы видим, первый этап финансируется, в основном, за счет собственных средств девелопера, поскольку эта стадия проекта является рискованной. Хотя инвесторы, которые склонны к риску, могут взять на себя такие риски (авансы заказчика). Второй этап также обычно финансируется за счет собственных средств девелопера. На третьем этапе проект финансируется за счет дольщиков и собственных средств, когда уже разработана концепция будущего объекта недвижимости. Отметим, что финансирование девелоперского проекта на этой стадии носит рисковый характер, поэтому инвестиционные ресурсы являются самыми дорогими.

После приобретения земельного участка (проектная стадия) девелоперская компания привлекает средства инвесторов и продолжает использовать взносы дольщиков. Во время строительства используются средства инвесторов, банковские, облигационные займы и эскроу-счета. Стоит отметить, что эта стадия наиболее капиталоемкая, поскольку требует значительных объемов инвестиционных ресурсов. На стадии продвижения объекта недвижимости

невозможно использование банковских кредитов и облигационных займов, поскольку их целевое назначение - под строительство объектов недвижимости. Следует отметить, что в России финансирование девелоперских проектов представляется сложной задачей из-за высоких цен на жилую недвижимость, основными причинами чего являются высокая стоимость земельных участков и строительных материалов, значительные транспортные расходы, высокие цены на горюче-смазочные материалы и т.п.

В условиях ограниченности государственных инвестиций и дефицита государственных финансовых ресурсов для строительства жилья необходимо сконцентрировать усилия на привлечение в экономику частных инвестиций, для увеличения объемов строительства целесообразно уделить внимание улучшению условий инвестирования. В России наиболее распространенными механизмами рыночного финансирования девелоперских проектов жилищного строительства являются:

- договоры купли-продажи объектов жилой недвижимости.
- договоры участия в долевом строительстве;
- счета-эскроу.

Долгое время одним наиболее используемым механизмом финансирования было заключение договора участия в долевом строительстве (ДДС). По оценкам экспертов, на конец 2019 года в России было зарегистрировано около 783 тысяч ДДС. Широкое распространение ДДС обусловлено рядом факторов [7, 11]: покупка квартиры на начальных этапах строительства в среднем на 25-35% ниже стоимости готового объекта; использование инструментов снижения рисков, в том числе государственной регистрации ДДС, механизмов страхования; в некоторых случаях договоры предусматривают рассрочку платежей (от 20 до 50 процентов на стадии заключения договора, остальные платежи ежеквартально производятся в течение

всего периода строительства, или 80% на начальном этапе, остальные 20% до передачи объекта в собственность).

Однако, несмотря на спрос на этот механизм, проблема обманутых дольщиков оставалась острой в течение длительного времени. Чтобы изменить эту ситуацию и улучшить стабильность системы в целом, постепенно были внесены изменения в Федеральный закон от 30.12.2004 г. № 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации»(ФЗ), в результате чего с 1 июля 2019 года разработчики обязали формировать счета эскроу и, таким образом, переходить от проблемных схем ДДС к новому механизму финансирования проектов.

Цель нововведений – минимизация рисков покупателей строящихся квартир, предоставление определенных гарантий сохранности средств, уплаченных лицами, приобретающими жилье на стадии строительства, повышение требований к застройщикам и контроль операций с участием средств дольщиков. Обновленная версия ФЗ содержит пункт, согласно которому девелоперская компания может привлекать деньги от дольщиков, только если соблюдены следующие ключевые условия [10]: взносы до государственной регистрации ДДС, которая предусматривает передачу жилья или нежилые помещения в порядке, установленном ФЗ; открытие счета эскроу в уполномоченном банке (УБ).

Формированию и функционированию счетов эскроу в тексте ФЗ отводится значительное место. Счета эскроу – это специально созданные банковские счета, которые не позволяют застройщику получать деньги до создания объекта недвижимости и регистрации прав собственности. Застройщик открывает банковский счет, а инвестор вносит деньги, которые хранятся в кредитной организации, до тех пор, пока дом не будет введен в эксплуатацию и не будет зарегистрировано право собственности. Застройщик должен оплатить



строительство за счет собственных средств или кредитов. Он получит деньги только тогда, когда проект будет завершен, это называется проектным финансированием.

То есть, банки осуществляют «проектное финансирование», которое можно определить как финансирование долгосрочных инвестиционно-инновационных проектов, когда в качестве залога выступают активы данного проекта, а источником возврата средств являются денежные потоки, генерируемые самим проектом, что позволяет решить задачи формирования, распределения и использования фондов денежных средств с целью создания уникального продукта за ограниченное время при минимально возможных затратах. С вводом системы эскроу-счетов девелоперы жилой недвижимости разделились во мнениях в отношении качества работы новой схемы: часть считает, что времени на подготовку и переход было дано достаточно, в то время как другие уверены, что перемены были слишком стремительными, а окончательные правила до сих пор не установлены, существуют разночтения в новой редакции ФЗ и необходимость расширения реального списка банков, работающих по проектному финансированию (табл.2).

Таблица 2

**Проекты с использованием счетов эскроу в разрезе кредитных организаций  
(составлено по данным [9])**

Банк	Жилая площадь, тыс. кв. м	Дома, шт.
ПАО Сбербанк	15 344	1 626
ПАО ВТБ Банк	3 328	249
АО Банк ДОМ.РФ	2 930	247
ПАО Банк ФК Открытие	873	78
АО Банк ГПБ	688	51
АО Альфа-банк	585	56
ПАО Промсвязьбанк	554	52
АО Россельхозбанк	376	43
ПАО Банк Санкт-Петербург	304	22
АО Райффазенбанк	274	21
Прочие	1 100	120
Всего	26 356	2 565

Несмотря на позитивные изменения, связанные с введением счетов эскроу для расчетов в жилищном строительстве, следует отметить, что дополнительные расходы застройщиков, связанные с обслуживанием кредитов из-за невозможности расходовать средства, полученные непосредственно от дольщиков, на финансирование реализации строительных проектов, могут либо привести к снижению прибыли застройщиков, либо переместиться на плечи дольщиков путем включения объектов недвижимости в цену. Вероятность реализации представленных альтернативных сценариев зависит от двух ключевых групп факторов [6]: рыночных факторов; регулирующих факторов.

Рыночные условия, то есть уровень конкуренции, конкурентоспособность строительной продукции, платежеспособность населения, степень развития инструментов ипотечного кредитования и т. д., определяют эластичность спроса на объекты жилой недвижимости в зависимости от изменения их цены, тем самым определяя способность разработчиков повышать цены, обеспечивая при этом приемлемый уровень ликвидности продукта.

Использование методов регулирования, в первую очередь со стороны государства и саморегулируемых организаций, также может повлиять на механизмы перераспределения затрат между участниками инвестиционной и строительной деятельности. Несмотря на неоднозначность рассматриваемых изменений, некоторые существенные последствия принятых решений уже могут быть определены [1, 5]:

- после реформы дольщик фактически превращается из полноправного участника отношений в инструмент снижения ставки целевого кредита для строительства;
- сравнение ценовых показателей по объектам, проданным по ранее существовавшему механизму и с учетом внесенных изменений, показывает, что в

значительной степени дополнительные расходы, связанные со стоимостью финансирования проектов, ложатся на дольщиков;

- результатом реформы стало снижение мотивации застройщиков стимулировать активные продажи на ранних этапах строительства, что, в свою очередь, приводит к росту средневзвешенных цен на строительные объекты.

Таким образом, среди проблем финансирования девелоперских проектов строительства жилой недвижимости нужно отметить сложную и длительную процедуру оформления всех необходимых разрешений на строительство, невозможность точно предсказать затраты проекта и точные сроки его реализации из-за частых колебаний цен, отсутствия достаточных финансовых ресурсов. Нужны новые инструменты проектного финансирования, например, мезонинного финансирования (промежуточный уровень финансирования между кредитом и собственным капиталом). В отличие от европейского рынка, такой инструмент в России практически не представлен. Весомую стимулирующую роль способны сыграть институты совместного инвестирования (ИСИ), которые являются инвестиционными фондами, с аккумулярованием средств инвесторов для осуществления дальнейших капиталовложений в покупку ценных бумаг, приобретение корпоративных прав и объектов недвижимости. Использование каналов финансирования институтов совместного инвестирования через венчурно-облигационные инструменты, позволит застройщикам получать целый ряд конкурентных преимуществ, связанных, прежде всего, со значительным упрощением процесса привлечения финансирования через паевой инвестиционный фонд [2, 4].

## **Заключение**

Таким образом, финансовое обеспечение девелоперских проектов состоит из собственных, привлеченных и заемных средств. Кроме того, в силу специфики

девелоперского проекта на различных этапах его реализации привлекаются различные источники финансирования, причем чем больше степень готовности проекта, тем больше доля внешних ресурсов в структуре финансирования. Это связано с особенностью девелоперского проекта и его рисковым характером на начальных стадиях реализации. К наиболее перспективным схемам финансирования реализации инвестиционных проектов девелоперских компаний необходимо отнести проектное финансирование. По сравнению с традиционным банковским кредитованием проектное финансирование имеет следующие особенности. В схемах проектного финансирования в роли финансовых участников реализации инвестиционного проекта часто выступают, кроме коммерческих банков также инвестиционные банки, инвестиционные фонды, лизинговые компании, другие кредитные институты. Особое внимание уделяется вопросам выявления, оценки и снижения рисков при реализации инвестиционных проектов. Проектное финансирование позволяет более достоверно оценить платежеспособность и надежность заемщика, рассмотреть весь инвестиционный проект с точки зрения жизнеспособности, эффективности, обеспеченности, рисков и возможности реализации, а также спрогнозировать результат реализации проекта.

Основные изменения, выявленные в результате анализа и представленные в этой статье, в механизмах финансирования реализации совместного жилищного строительства в их совокупности, образуют принципиально новую систему российской практики взаимоотношений между участниками инвестиционной и строительной деятельности в рамках реализации девелоперских проектов. С одной стороны, происходит уточнение и разработка правовых положений в части формализации и уточнения требований для основных участников совместного строительства, направленных, в первую очередь, на устранение недостатков ранее существовавшего механизма и повышение его эффективности. С другой стороны, логика этих изменений и уточнений в целом соответствует эволюционному

развитию системы регулирования инвестиционной и строительной деятельности, не затрагивая базовых параметров, определяющих текущий на момент принятия таких изменений баланс в отношениях между всеми заинтересованными сторонами с долевым участием. Выделены недостатки применяемого сейчас в России финансирования с использованием эскроу-счетов. Предложены перспективные механизмы инвестирования девелоперских проектов с учетом успешного зарубежного опыта.

### **Библиографический список**

1. Бакулин К.А. Возможность реализации девелоперского проекта жилых комплексов с учётом анализа индекса качества городской среды // Международный журнал прикладных наук и технологий «Integral». – 2020. – №3. – С.494-500.

2. Бурова О.А. Лизинг как способ финансирования инвестиционных проектов // Вестник МФЮА. – 2019. – №4. – С.47-53.

3. Грахов В.П., Мохначев С.А., Тарануха Г.Л., Пушкарев В.О. Роль развития девелопмента в России как фактор реализации жилищной программы // Экономика и финансы (Узбекистан). – 2018. – №2. – С.36-40.

4. Дмитриев Н.И. Некоторые аспекты управления рисками девелоперских проектов в Российской Федерации // АНИ: экономика и управление. – 2018. – №1 (22). С.115-117.

5. Кирсанов А.Р. Перспективы развития законодательства о долевом строительстве // Имущественные отношения в РФ. – 2018. – №2 (197). – С.64-75.

6. Козырев О.Ю. Анализ проблемы низкой эффективности жилищного строительства // Вестник НГУ. Серия: Социально-экономические науки. – 2019 – №1. – С.40-54.

7. Локтионова Ю.Н., Козаченко А.В. Инвестиционные перспективы девелопмента в России // Евразийский Союз Ученых. – 2018. – №4-6 (49). – С.65-67.

8. Межуева Т.В., Межуев А.В. О переходе к проектному финансированию жилищного строительства // Интерэкспо Гео-Сибирь. – 2019. – №2. – С.141-146.

9. Обзор рынка многоквартирного жилищного строительства Российской Федерации, ДОМ.РФ

10. Овсянникова Т.Ю., Рабцевич О.В., Югова И.В. Диспропорции на рынке жилищных инвестиций: анализ причин и оценка последствий // Жилищные стратегии. – 2018. – №4. – С.453-468.

11. Федоров М.В. Взаимоотношения участников инвестиционно-строительного проекта // Инновации и инвестиции. – 2018. – №4. – С.42-47.

## References

1. Bakulin K.A. The Possibility of implementing a development project of residential complexes with the analysis of the urban environment quality index // international journal of applied Sciences and technologies «Integral». – 2020. – №3. – p. 494-500.

2. Burova O.A. Leasing as a way to Finance investment projects // Vestnik MFUA. – 2019. – № 4. – P. 47-53.

3. Grakhov V.P., Mokhnachev S.A., Taranukha G.L., Pushkarev V.O. the role of development in Russia as a factor in the implementation of the housing program // Economy and Finance (Uzbekistan). – 2018. – № 2. – P. 36-40.

4. Dmitriev N. And. Some aspects of risk management of development projects in the Russian Federation // ANI: Economics and management. – 2018. – №1 (22). Pp. 115-117.

5. Kirsanov A.R. prospects of development of legislation on share construction // Property relations in Russia. – 2018. – №2 (197). – P. 64-75.
6. Kozyrev O.Y. analysis of the problem of low efficiency in housing construction // NSU Bulletin. Series: Socio-economic Sciences. – 2019 – № 1. – P. 40-54.
7. Loktionova Yu.N., Kozachenko A.V. Investment prospects of development in Russia // Eurasian Union of Scientists. – 2018. – №4-6 (49). – p. 65-67.
8. Mezhuyeva T.V., Mezhuyev A.V. On the transition to project financing of housing construction // Interexpo geo-Siberia. – 2019. – № 2. – P. 141-146.
9. Overview of the multi-Apartment housing construction market of the Russian Federation, DOM.
10. Ovsyannikova T.Yu., Rabtsevich O.V., Yugova I.V. Disproportions in the housing investment market: analysis of causes and assessment of consequences // Housing strategies. – 2018. – № 4. – Pp. 453-468.
11. Fedorov M.V. Relationships between participants of an investment and construction project // Innovation and investment. – 2018. – № 4. – P. 42-47.