

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ КАК ИНСТРУМЕНТ ПОВЫШЕНИЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ РЫНКА АРЕНДНОГО ЖИЛЬЯ

Швед Н.Е.

ФГБОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный университет сервиса и экономики», Санкт-Петербург, Россия (192000, Санкт-Петербург, Кавалергардская, дом 7, лит. А), e-mail: drozdov_gd@mail.ru.

В статье рассматривается использование различных механизмов секьюритизации в качестве инструмента повышения инвестиционной привлекательности рынка арендного жилья. Обосновывается важность института жилой аренды для всех участников рынка и для государства, дается обзор государственных жилищных программ, в том числе предлагаемых государством мер по развитию института арендного жилья. Подробно анализируется механизм секьюритизации, предложенный АИЖК в рамках продукта «Арендное жилье» в 2012 году, а также другие возможности по использованию сделок секьюритизации для развития рынка арендного жилья. Выявлено, что использование механизма секьюритизации позволит сектору жилой недвижимости привлечь долгосрочное финансирование институциональных инвесторов. Обосновано применение схемы ЗПИФН в качестве механизма секьюритизации, что полностью соответствует действующему российскому законодательству. Предметом секьюритизации в такой схеме являются арендные платежи по жилой недвижимости.

Ключевые слова: жилая недвижимость, арендное жилье, секьюритизация, паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, ипотечная система.

SECURITIZATION AS A TOOL OF INCREASING RESIDENTIAL LEASE PROPERTY MARKET INVESTMENT ATTRACTIVENESS

Shved N.E.

St. Petersburg State University of Service and Economy, St. Petersburg, Russia (192000, St. Petersburg, Kavaler-gardskaya, house 7), e-mail: drozdov_gd@mail.ru

The article is devoted to applying of several securitization schemes as a tool of increasing residential lease property market investment attractiveness. The residential lease property market is highly important for all market players and for the government. Within this article several major state residential programs are analyzed, especially the ones stressed on residential rental market. The detailed analysis is devoted to the securitization scheme, developed by AIZhK (state mortgage agency) within “Rental Housing” product (2012), as well as other opportunities of applying securitization mechanism for residential lease market development. It has been carried out that the securitization mechanism will allow real estate market to raise long-term funding from institutional investors. The closed-end real estate mutual funds (ZPIFN) scheme is suggested as the securitization mechanism, which completely corresponds to the existing Russian law. The subject of securitization within the deal will be the rental income from residential property.

Keywords: residential real estate, residential lease property, securitization, mutual investment funds, non-state pension funds, mortgage system.

На рынке арендного жилья городских агломераций в России существует острый дефицит качественного предложения. Основная причина – неприемлемо (для строительных компаний и инвесторов) низкая доходность вложений, так и инвестиционные проекты. Девелоперские компании успешно справляются со своими задачами путем оптовой и розничной продажи квартир, поскольку эта стратегия является более выгодной относительно сдачи построенного жилья в аренду. В среднем доходность сдачи в аренду жилой недвижимости в Московской агломерации составляет 4–7 % в год в зависимости от класса дома, типа квартиры и местоположения. Также сдача в аренду жилья не является привлекательной стратегией и для инвесторов, которым доступны более высокие рентные доходности по инвестицион-

ным вложениям аналогичного класса (доходность по наиболее качественной коммерческой недвижимости в Москве составляет 8–11 %) и даже по безрисковым вложениям – банковским депозитам (6–9 %).

В российских условиях низкой обеспеченности городского населения жильем, растущих потребностей населения и диверсификации структуры потребления, нестабильности альтернативных рынков капитала, а также принципиального недоверия большинства населения финансовым институтам, приведенные факторы обеспечивают устойчивое превышение спроса на жилую недвижимость над ее предложением и, как следствие, высокий равновесный уровень цен на рынке жилья.

В этой связи институт аренды жилой недвижимости мог бы стать оптимальным инструментом решения жилищного вопроса в масштабах всей страны. Очевидно, что в эффективном развитии жилой аренды взаимно заинтересованы все участники рынка недвижимости: граждане (покупатели, арендаторы), девелоперы, инвесторы, государство, рынок недвижимости как институт высокой общественной и государственной значимости.

Арендное жилье также является отличным инструментом реализации социальной политики. Для рассматриваемого типа недвижимости характерен высокий уровень ротации арендаторов (ввиду изменения гражданского состояния семей, уровня их доходов и/или места работы), что делает возможным охват более широкого круга лиц, остро нуждающихся в улучшении жилищных условий. Развитие доходных домов однозначно позволило бы решить задачу предоставления государством социального жилья на качественно новом уровне. Если бы государство принимало активное участие в девелопменте (по крайней мере, финансировании) арендной жилой недвижимости, то у него бы появился эффективный инструмент проведения гибкой политики в жилищной сфере. При развитом и широком рынке арендного жилья сбережения населения, предназначенные для покупки жилья в собственность, составляющие сотни миллионов рублей, которых, однако, все равно не хватает, были бы распределены более эффективно в пользу внутреннего потребления товаров и услуг. Также массовое строительство арендной жилой недвижимости поспособствовало бы снижению доли спекулятивных сделок на рынке купли-продажи жилья.

Одним из предлагаемых в государственных жилищных программах механизмов стимулирования рынка арендного жилья является создание условий для ипотечного кредитования при сделках покупки арендных домов или реструктуризации уже полученных на более ранних стадиях строительных кредитов в ипотечные, выданные на более долгий срок по более низкой ставке. Применение этого инструмента предполагается при непосредственном участии ОАО «АИЖК».

Еще на заре проведения государственной политики в жилищной сфере основным механизмом повышения доступности жилья для населения была названа ипотека, в пользу которой было запущено федеральное агентство по ипотечному жилищному кредитованию – ОАО «АИЖК» (1997 г.), полностью принадлежащее Правительству РФ в лице Федерального агентства по управлению государственным имуществом. Фактически АИЖК явилось аналогом американских Fannie Mae и Freddie Mac, увековечивших свои имена в летописи международной экономики в начале мирового финансового кризиса 2008, являющихся, тем не менее, важнейшим элементом американского рынка недвижимости и ценных бумаг. Суть действия проста – АИЖК проводит секьюритизацию ипотечных кредитов: АИЖК приобретает права требования по долгосрочным ипотечным кредитам, выданным российскими коммерческими банками физическим лицам. Средства для таких операций АИЖК привлекает путем размещения собственных облигаций на фондовом рынке. Провозглашенная цель этой модели – поддержание ликвидности коммерческих банков, занятых в ипотечном кредитовании населения.

В сентябре 2012 года АИЖК разработала «Концепцию законодательных предложений в целях создания условий для развития арендного жилищного фонда». Фактически документ был разработан Институтом экономики города по заказу и при участии АИЖК. Этот документ содержит предложение и анализ возможных законодательных изменений, которые бы поспособствовали развитию рынка арендного жилья, в том числе меры налогового регулирования и создания особых форм государственно-частного партнерства при создании арендного жилищного фонда. Документ является результатом кропотливой работы – описаны многие нюансы от внесения изменений в действующие федеральные законы и разработки новых федеральных законов, до описания требований к типовым договорам найма. В настоящее время на разных уровнях ведется разработка некоторых нормативно-правовых актов, упомянутых в концепции.

В конце 2012 года АИЖК разработало и опубликовало основные параметры ипотечного продукта «Арендное жилье». Продукт представляет собой финансовый инструмент, направленный на содействие юридическим лицам в приобретении арендного жилья в кредит по аналогии с заемщиками – физическими лицами. Согласно паспорту продукта, его назначение – «для применения в долгосрочном целевом финансировании проектов, предусматривающих формирование и эксплуатацию арендного жилищного фонда, предназначенного для передачи внаем (аренду)». Продукт предполагает следующую несложную схему: коммерческие банки финансируют строительство или сделки купли-продажи организациями многоквартирных домов, предназначенных для сдачи в аренду. Погашение таких кредитов будет осуществляться заемщиками из доходов от сдачи жилья в аренду. АИЖК будет проводить

андеррайтинг таких кредитов в соответствии с параметрами, описанными в паспорте продукта «Арендное жилье», и в случае удовлетворения фактического кредита всем целевым требованиям АИЖК будет выкупать у банка такой кредит.

Описанные в паспорте продукта «Арендное жилье» параметры включают:

- *требования к заемщику.* Основные – к форме организации компании (может быть специализированная проектная компания, товарищество или акционерное общество), к страновой принадлежности акционеров (полностью российская организация, причем допускается как частное, так и федеральное/региональное/муниципальное участие в капитале), а также базовые требования к финансовой устойчивости (отсутствие признаков банкротства, задолженностей по налогам и сборам, и проч.);
- *цель кредита.* Однозначно указано, что кредит может быть выдан под исключительно частичную оплату приобретения жилых помещений, в том числе на все квартиры в жилом доме или несколько квартир (не менее 50 % от суммы всех площадей жилого дома) в отдельно стоящем многоквартирном доме, а также на жилые дома с земельными участками в количестве не менее пяти, в целях последующей сдачи их в аренду;
- *предмет ипотеки.* Все жилые помещения, приобретаемые с использованием кредита, являются залоговым обеспечением по нему. На момент, когда АИЖК выкупает кредит, заемщик должен оформить право собственности на все помещения, являющиеся предметом сделки. Предъявляются также требования к техническому состоянию самих помещений: на момент рефинансирования кредита в АИЖК все помещения должны быть полностью готовы для проживания, иметь внутреннюю отделку и оборудование. На момент рефинансирования кредита в АИЖК заемщик должен документарно подтвердить сдачу в аренду не менее 50 % всех площадей (то есть предоставить в АИЖК заключенные договоры аренды), либо подтвердить в предоставленном финансовом плане заинтересованность крупных юридических лиц в аренде всего объема помещений (предоставить письма о заинтересованности). При этом не реже, чем раз в полгода, заемщик обязан информировать АИЖК о состоянии объекта (как техническом, так и операционном – сдаче в аренду);
- *сумма кредита.* Кредит может быть выдан на сумму в диапазоне 5–500 млн руб., при этом фактическая величина рассчитывается с учетом коэффициентов К/З (кредит/залог) и П/Д (платеж/доход). Отношение суммы выданного кредита к стоимости помещений, передаваемых в залог, должно находиться в диапазоне 30–90 %. Платеж по кредиту должен быть больше или равен сумме полученного за тот же период дохода от сдачи в аренду;
- *срок кредита.* Ограничение по длительности кредита – не более 20 лет;
- *процентная ставка по кредиту.* После государственной регистрации залога всех жилых помещений стоимость кредита определяется в зависимости от срока кредита и соотношения

$K/3$. Так, наименьшая возможная ставка процента составляет 8,8 % годовых в случае, если $K/3 < 50$ %, а срок кредита не более 10 лет. Наиболее дорогим будет заимствование на срок 15–20 лет при коэффициенте $80\% \leq K/3 < 90\%$ и составит 11,7 % годовых. При этом предусмотрен ряд надбавок к процентным ставкам: от 0,2 до 2 п.п. в зависимости от типа объекта недвижимости и наличия субсидий, получаемых заемщиками от государства. Так, максимальная надбавка – 2 п.п. – будет применяться, если объектом недвижимости по сделке являются не все квартиры в многоквартирном жилом доме, а их часть или жилой дом с земельным участком. В таком случае наиболее высокая стоимость кредита достигнет 13,7 % годовых.

В Программе указано, что на цели рефинансирования продукта «Арендное жилье» будет потрачено: в 2013 году – 0,15 млрд руб., в 2015 году – 10 млрд руб., и в 2020 году – 15 млрд руб.

Анализ формализованных в паспорте продукта «Арендное жилье» финансово-экономических параметров позволяет говорить о том, что программа «Арендное жилье» не может являться инструментом в масштабе всей страны как минимум, потому что не будет иметь массового применения в крупных российских мегаполисах по причине несоответствия стоимости ипотечных кредитов (8,8–13,7 %) доходности от аренды, которую зарабатывают собственники такой недвижимости на рынках крупных мегаполисов (так, в Москве и Санкт-Петербурге она составляет 4–8 %).

Традиционно наибольшую группу субъектов инвестиционной деятельности в сфере недвижимости представляют институциональные инвесторы: пенсионные фонды, страховые и инвестиционные компании, жилищные кооперативы, паевые инвестиционные фонды под управлением лицензированных управляющих компаний, фонды индивидуального жилищного строительства. Основным драйвером роста институциональных инвестиций на рынке секьюритизации будет являться привлечение долгосрочных средств негосударственных пенсионных фондов. Посткризисное восстановление отечественной экономики создало предпосылки для первого в ее истории использования средств пенсионных накоплений в качестве источника долгосрочных инвестиций, направленных на развитие ипотечного рынка.

Одним из наиболее перспективных и несправедливо недооцененных сегментов секьюритизации неипотечных активов является секьюритизация коммерческой недвижимости. Секьюритизация арендных поступлений от объектов коммерческой недвижимости является наиболее перспективным видом сделок секьюритизации неклассических активов на российском финансовом рынке. Структурирование таких сделок возможно даже в рамках действующего регулирования ипотечных облигаций. Действующая нормативно-правовая база допускает возможность эмиссии облигаций с покрытием в виде ипотечного кредита под объект

коммерческой недвижимости, однако существует ряд особенностей. Суть сделки сводится к кредитованию банком владельца объекта коммерческой недвижимости, строительство которого завершено, под залог этого объекта. Оригинатором в таком случае выступает собственник объекта недвижимости. По российскому праву сделка секьюритизации арендных потоков будет выглядеть следующим образом:

1. Для целей сделки оригинатором создается компания специального назначения (ипотечный агент).
2. Банк предоставляет собственнику кредитные средства под залог недвижимого имущества и прав требования по арендным договорам. Это происходит до регистрации эмиссии в ФСФР.
3. Облигации, обеспеченные ипотечным кредитом, размещаются на облигационном рынке. Осуществляется силами ипотечного агента.
4. Вырученные денежные средства поступают ипотечному агенту, который затем переводит их в банк для оплаты ипотечного кредита.
5. Арендаторы коммерческой недвижимости переводят арендные платежи на счет сервисного агента, который перечисляет их ипотечному агенту.
6. Ипотечный агент из денежного потока, генерируемого поступлениями от аренды, производит выплаты купонов и погашение ипотечных облигаций.

Преимуществом указанной сделки является ее полное соответствие действующему российскому законодательству, однако по своей сути она является ипотечной сделкой с небольшой надстройкой в виде арендной структуры. При этом такая сделка имеет ряд очевидных недостатков, затрудняющих появления массовой практики. Во-первых, необходимым условием проведения такой сделки является завышенные требования к качеству самого объекта недвижимости – он должен представлять собой первоклассный и крупный актив. Такое требование по умолчанию ограничивает доступ целого класса объектов коммерческой недвижимости к подобным сделкам квази-ипотечной секьюритизации. С учетом российских реалий подразумевается, что собственник берет все риски арендных платежей на себя. В данном случае нет очевидного инструмента гарантии такой платежной дисциплины, соответственно, довольно высокий риск недополучения арендного дохода ничем не перекрывается. Во-вторых, такая сделка может быть совершена только с готовыми объектами недвижимости. Юридически объект становится недвижимым имуществом только после получения на него свидетельства о праве собственности. Практика говорит о том, что даже после ввода объекта недвижимости в эксплуатацию (момент фактического завершения строительства) до получения права собственности в среднем проходит от полугода до года. Невозможность

привлечения фондирования на более раннем этапе означает для собственника необходимость привлечения промежуточного финансирования, что связано с повышенными затратами.

Гораздо более эффективным способом привлечения длинных денег институциональных инвесторов в сферу недвижимости является механизм паевых инвестиционных фондов (ПИФ). Закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости (ЗПИФН) являются разновидностью ПИФов, объектом инвестиций которых является недвижимость. Российский механизм ЗПИФН является, по сути, аналогом американских фондов REIT (Real Estate Investment Trust), широко распространенной формы коллективных инвестиций в объекты недвижимости различного назначения.

Механизм секьюритизации может быть интегрирован в двухуровневую модель рынка арендного жилья, состоящую из рынка арендного жилья (первичный арендный рынок), и рынка ценных бумаг, обеспеченных арендными платежами (вторичный арендный рынок). Логика этого механизма в общих чертах основана на уже имеющей применительную практику в России ипотечном механизме, также являющимся двухуровневым и состоящим из рынка ипотечных кредитов и рынка ипотечных ценных бумаг.

Рынок арендного жилья (первичный арендный рынок) охватывает сферу деятельности арендатора и арендодателя, между которыми возникают арендные отношения. Участниками первичного арендного рынка выступают: со стороны арендодателей – девелоперы жилья, рантье. Со стороны арендаторов – граждане и корпоративный сектор.

Рынок ценных бумаг, обеспеченных арендными платежами (вторичный арендный рынок), включает в себя механизм секьюритизации арендных поступлений от аренды. Арендную жилую недвижимость предлагается включать в финансовый актив с последующей продажей этого актива инвесторам. На вторичном арендном рынке происходит формирование совокупного арендного портфеля арендной системы за счет трансформации прав по арендным поступлениям (на основании арендных договоров) и приносящему этот доход недвижимому имуществу в обезличенные ценные бумаги.

Преимущество использования организационно-правовой формы ЗПИФН в качестве механизма секьюритизации денежных потоков от сдачи в аренду жилой недвижимости заключается в том, что инвестиции в ЗПИФН – распространенная практика среди целевой группы институциональных инвесторов – НПФов.

В настоящее время российская пенсионная система предполагает инвестирование пенсионных резервов в банковские депозиты, акции и облигации, паи ПИФов (в том числе с активами в виде тех же акций и облигаций). Такие инвестиции являются косвенной поддержкой некоторых секторов экономики. Инвестирование пенсионных средств в сферу арендного жилья через приобретение паев ЗПИФН является прямой целенаправленной под-

держкой отдельного сектора экономики. Более того, инвестирование пенсионных средств в инфраструктурный проект государственной важности позволит избежать скачка инфляции, которым бы неминуемо сопровождалось вливание в жилищный сектор большого объема денежных средств любым другим доступным способом. Опасения роста уровня инфляции – основной аргумент финансовых властей России последнего десятилетия против осуществления масштабных инвестиций в инфраструктурные проекты. Финансирование проектов арендного жилья за счет пенсионных средств не является инъекцией новых, а лишь оптимальное перераспределение уже осуществленных инвестиций.

Список литературы

1. Асаул А. Экономика недвижимости: Учебник для вузов. 3-е изд. Стандарт третьего поколения. – СПб.: Питер, 2013. – 416 с.: ил.
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран; Пер. с англ. – 5-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1340 с.
3. Красилова, А.Н. Особенности функционирования и перспективы развития первичного рынка жилой недвижимости в городах с повышенным спросом на жилье: автореф. дис. ... канд. экон. наук / Красилова Анна Николаевна; [Институт системного анализа РАН]. – М.: 2010. – 23 с.
4. Паспорт ипотечного кредитного продукта «Арендное жилье», утвержденный решением Правления открытого акционерного общества «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» от 21.11.2012, протокол № 6/41. Официальный сайт ОАО «АИЖК», URL: http://www.ahml.ru/ru/participants/rental_housing/rental_housing_pass/
5. Рынок найма жилья в развитых странах – национальная специфика, классификация, системы государственного стимулирования. / Отчет о научно-исследовательской работе // ЗАО «Рейтинговое агентство «Эксперт РА». – 2008.
6. Стерник Г. М. Анализ рынка недвижимости для профессионалов. – М.: Экономика, 2009. – 608 с.
7. Linneman, Peter PhD. Real Estate Finance & Investments: Risks and Opportunitites. Second Edition. Linneman Associates, 2004.

Рецензенты:

Циганов В.В., д.э.н., профессор, профессор кафедры «Экономика и организация предпринимательства» Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения

высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет сервиса и экономики», г.Санкт-Петербург.

Малинин А.М., д.э.н., профессор, профессор кафедры «Экономика природопользования и сервис экосистем» Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет сервиса и экономики», г.Санкт-Петербург.