



Комитет по инвестиционным банковским продуктам

---

# **Секьюритизация проектных кредитов застройщикам**

МОСКВА 2019

## Оглавление

1. Новая модель финансирования жилищного строительства .....	3
2. Основные параметры секьюритизируемого актива .....	7
3. Базовая структура сделки секьюритизации .....	9

В начале 2019 года российский рынок секьюритизации оказался на перепутье. С одной стороны вступили в действие новые правила Банка России о расчете рисков по сделкам секьюритизации<sup>1</sup>, что заметно уменьшило давление на капитал originатора и инвесторов в ценные бумаги. С другой стороны экономические стимулы для проведения новых сделок исчерпаны. Профицит ликвидности в банковской системе колеблется в пределах 2,5 – 3,5 трлн рублей. Достаточность капитала находится на необычно высоком уровне. Традиционная активность крупнейших банков по выпуску классических ипотечных облигаций замещена сделками Фабрики ИЦБ (однотраншевые облигации). Другие классы активов стартуют медленно. Несколько успешных сделок с кредитами МСП не делают погоды на рынке.

Встает вопрос о поиске новых видов кредитов, которые могли бы стать драйверами если не роста, то хотя бы поддержания рыночных объемов. В каком секторе можно ожидать кредитного бума? Обратим внимание на новую модель финансирования жилищного строительства, которая постепенно внедряется с середины прошлого года и должна стать безальтернативной с 1 июля 2019 года. В соответствии с планами Правительства в течение пяти лет объем банковских кредитов застройщикам должен вырасти почти в десять раз, достигнув 6,4 трлн рублей к 2024 году.

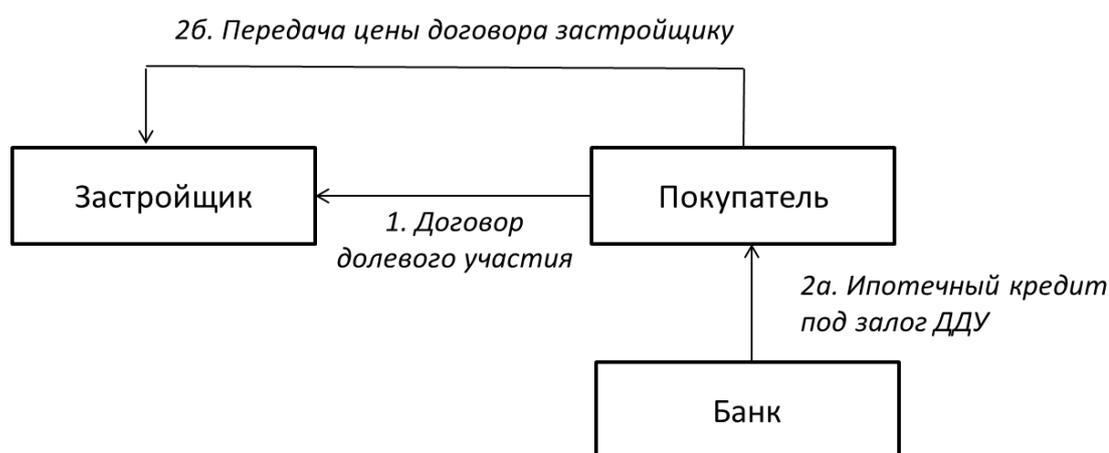
---

<sup>1</sup> Положение Банка России от 04.07.2018 N 647-П «Об определении банками величины кредитного риска по сделкам, результатом которых является привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение».

## 1. Новая модель финансирования жилищного строительства

В 2017 году Госдума приняла изменения в Закон о долевом строительстве<sup>2</sup>, в которых были установлены новые требования к застройщикам и принципы их деятельности. Изменения стали реакцией власти на проблему обманутых дольщиков, т.е. граждан, которые заключили с застройщиками договору участия в долевом строительстве, но не получили обещанных квартир. На тот момент застройщики оставались фактически единственным видом компаний, которые законодательно имели доступ к средствам граждан, но в отличие, например, от банков и от других финансовых организаций, практически не попадали под существующие механизмы контроля за их деятельностью. В среднем каждый год в систему жилищного строительства поступало 1,7 трлн руб. граждан-дольщиков, которые расходовались застройщиками без должного контроля.

### *Прежняя модель финансирования застройщиков*



В результате законодательных изменений с 01.07.2018 вступили в силу новые правила деятельности застройщиков. Закон определил, что застройщик – это обособленный вид деятельности: не допускается одновременно привлекать средства граждан на строительство многоквартирных домов и осуществлять иную деятельность. В законе был также закреплен принцип «одна компания – одно разрешение на строительство». До этого одной из основных причин финансовых проблем являлось использование застройщиками так называемого котлового метода

<sup>2</sup> Федеральный закон от 30 декабря 2004 № 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации»

сбора средств дольщиков. Средства поступали материнской компании, которая использовала их по своему усмотрению для финансирования различных проектов, реализуемых на основании различных разрешений. Таким образом, застройщик по своему усмотрению расходовал средства дольщиков, привлеченных под конкретный объект.

В результате застройщикам было предложено работать по трем новым моделям финансирования.

В рамках первой модели функционируют проекты со «старыми» разрешениями на строительство, полученными до 01.07.2018. При работе по ней застройщик открывает отдельный счет под каждое разрешение на строительство, на котором размещаются средства, полученные от дольщиков по договорам участия в долевом строительстве. Банк обязан осуществлять контроль недопустимости запрещенных операций, перечень которых определен в законе. Застройщик также обязан уплачивать в Компенсационный фонд по защите прав дольщиков 1,2% от цены каждого договора долевого участия.

Вторая модель адресована застройщикам с «новыми» разрешениями, полученными после 01.07.2018 г. В этом случае банк осуществляет полное банковское сопровождение деятельности застройщика. Закон предъявляет к застройщикам много дополнительных требований: по капиталу, по опыту работы, по собственному участию в проекте (не менее 10% от стоимости проекта). При работе по данной модели застройщик также обязан уплачивать в Компенсационный фонд по защите прав дольщиков 1,2% от цены каждого договора долевого участия. По новым разрешениям застройщик должен открыть один счет в уполномоченном банке и осуществлять все операции по такому счету. В законе перечислено 20 допустимых видов операций, которые вправе проводить заемщик. Банк обязан осуществлять контроль всех операций застройщика, запрашивая первичные документы и договоры. В случае неясности он вправе приостановить исполнение операции до трех дней для получения необходимых документов и информации.

Изначально первые две модели предполагалось использовать в течение трехлетнего переходного периода. По его завершении должен был осуществиться полный переход всех застройщиков к третьей, целевой модели – проектному финансированию и использованию эскроу-счетов. Однако осенью 2018 г. Правительство России получило поручение ускорить переход на проектное финансирование. Переходный период был сокращен до одного года. С 01.07.2019 все новые проекты и значительная часть уже реализуемых должны осуществляться на принципах проектного финансирования. Исключение сохранено для уже реализуемых проектов,

степень готовности которых к указанной дате превысит 30%, а доля заключенных договоров участия – 10% от общего числа<sup>3</sup>.

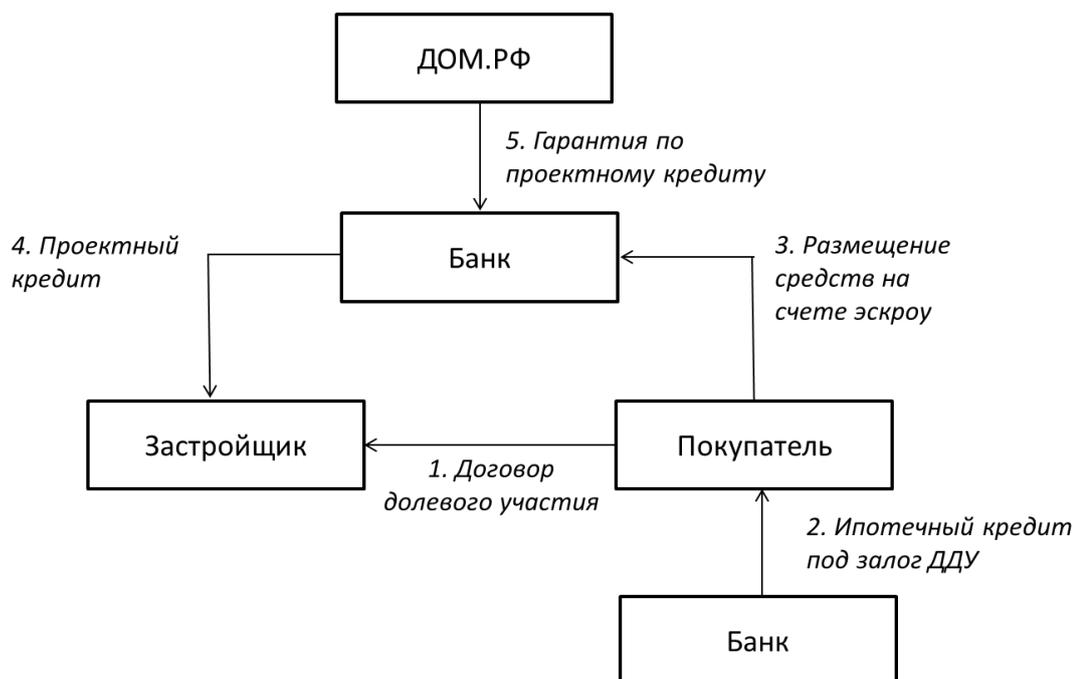
Рассмотрим более подробно новую модель финансирования застройщиков, которая и должна обеспечить бурный рост объемов банковских кредит – «сырья» для последующей секьюритизации. В рамках данной модели взаимодействие застройщика, банка и дольщиков выглядит следующим образом. Застройщик готовит документацию проекта и обращается с ней в уполномоченный банк за проектным кредитом. Если банк готов кредитовать проект жилищного строительства (комплексного освоения территории, комплексного развития территории), то он привлекает средства граждан на счета эскроу, пока дом не будет сдан в эксплуатацию. Средства на покупку будущей квартиры гражданин размещает в банке на счете эскроу без начисления процентов. Для банка эти средства служат бесплатным фондированием кредита, представляемого застройщику. Поэтому специальная процентная ставка по проектному кредиту будет составлять до 5% годовых (в части покрытой средствами на счетах эскроу). После сдачи дома в эксплуатацию гражданину передается квартира, а застройщик получает средства со счета эскроу в ее оплату. При этом банк по предварительной договоренности с застройщиком вправе безакцептно списывать денежные средства со счетов эскроу в погашение проектного кредита. Для приобретения квартиры на этапе строительства гражданин может привлекать ипотечный кредит. Банк, который кредитует застройщика и открывает счета эскроу, как предполагается, будет также основным ипотечным кредитором граждан. В новой модели проектное кредитование застройщиков станет также драйвером ипотечного кредитования граждан.

### ***Проектное финансирование застройщиков***

---

<sup>3</sup> Постановление Правительства РФ от 22.04.2019 № 480 «О критериях, определяющих степень готовности многоквартирного дома и (или) иного объекта недвижимости и количеству заключенных договоров участия в долевом строительстве, при условии соответствия которым застройщику предоставляется право на привлечение денежных средств участников долевого строительства без использования счетов, предусмотренных статьей 15.4 Федерального закона "Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации", по договорам участия в долевом строительстве, представленным на государственную регистрацию после 1 июля 2019 г.»

(вместе с «Методикой определения соответствия многоквартирного дома и (или) иного объекта недвижимости либо нескольких многоквартирных домов и (или) иных объектов недвижимости в пределах одного разрешения на строительство критериям, определяющим степень готовности многоквартирного дома и (или) иного объекта недвижимости и количеству заключенных договоров участия в долевом строительстве, при условии соответствия которым застройщику предоставляется право на привлечение денежных средств участников долевого строительства без использования счетов, предусмотренных статьей 15.4 Федерального закона «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации», по договорам участия в долевом строительстве, представленным на государственную регистрацию после 1 июля 2019 г.»)



Фактически кредит застройщику состоит из двух частей. Первая часть – под специальную ставку – фондируется за счет средств, аккумулированных банком на счетах эскроу. Вторая часть – кредит под рыночную ставку – призвана покрыть потребность заемщика в средствах в ситуации, когда денег на счетах эскроу оказывается меньше фактической потребности стройки. Именно эта, вторая часть кредитной линии может рассматриваться в качестве потенциального актива для секьюритизации, который будет уступаться специализированному финансовому обществу или ипотечному агенту (если облигации будут выпускать в форме ипотечных ценных бумаг). Для застройщика ставка по проекту складывается из двух слагаемых, взвешенных пропорционально размеру двух частей кредита – специальной ставки (около 5% годовых) и рыночной процентной ставки (12-15% годовых в зависимости от качества проекта).

Доля рыночной части кредита определяется темпом продаж, которую обеспечивает проект. Как показывает анализ рынка, средняя доля квартир, продаваемых на этапе строительства, составляет в зависимости от категории проекта от 50 до 70%. Следовательно, примерный объем рыночной части проектных кредитов равен 30-50% общего объема финансирования застройщиков, или 1,5-2,5 трлн рублей. Представляется, что это внушительный и заслуживающий пристального внимания сегмент кредитного рынка.

## 2. Основные параметры секьюритизируемого актива

Рассмотрим более подробно условия рыночной части проектного кредита, для того чтобы оценить его пригодность для секьюритизации и возможную структуру сделки. Кредитная линия предоставляется на цели финансирование затрат по строительству объекта жилой недвижимости. Срок кредита не превышает 5 лет, а при комплексной застройке – 7 лет. Период выборки составляет от 1,5 до 4 лет. Сумма всего кредита составляет до 85% бюджета проекта, остальные средства должен предоставить застройщик. Соответственно, рыночная часть кредита составит 30-45% от стоимости проекта. Процентная ставка по рыночной части кредита при нынешней рыночной конъюнктуре составит от 12 до 15% годовых. Обеспечением выступает ипотека земельного участка, а также имущественные права на строящиеся площади или при завершении строительства – ипотека построенных квартир.

Обязательным условием кредитной линии является списание средств со счетов эскроу в погашение кредита после ввода в эксплуатацию и оформления права собственности. Это означает, что за счет этих средств будет погашен кредит по льготной ставке и застройщик с этого момента будет обслуживать лишь рыночную задолженность, уступленную СФО.

Важной предпосылкой секьюритизации является хотя бы относительная стандартизация базового актива. Значительный шаг в этом направлении уже сделан с принятием Банком России требований к кредитному качеству строительных проектов. Эта работа велась с целью уточнения размера резервов, которые должны формировать кредитные организации по таким проектным кредитам. В соответствии с принятым регулированием размер резервов может быть рассчитан с использованием общего или специального порядка.

Общий порядок расчета не учитывает особенностей проектного финансирования как инструмента, используемого при финансировании застройщиков в рамках Закона о долевом строительстве. При формировании резерва по ссуде кредитные организации самостоятельно, на основании своего профессионального суждения, определяют размер расчетного резерва, т.е. резерва, отражающего величину потерь кредитной организации по ссуде, которые должны быть признаны при соблюдении порядка оценки факторов кредитного риска по ссуде без учета обеспечения. Резерв на возможные потери создается по каждому крупному кредиту с учетом классификации

ссуды в одну из пяти категорий качества, в основе которой лежит (1) финансовое положение заемщика и (2) качество обслуживания ссуды.

В случае проектного финансирования заемщиком является проектная компания, не имеющая истории и созданная для реализации отдельного проекта. На строительной фазе проектная компания не получает выручки по результатам своей деятельности, ведь средства покупателей аккумулируются в банке на счетах эскроу. Поэтому к ней не всегда применима традиционная методика оценки финансового положения заемщика. Проектная компания не имеет источников для погашения полученных кредитов, их обслуживание (выплата процентов и основного долга), как правило, не осуществляется. Поэтому отдельная оценка финансового положения проектной компании и качества обслуживания ссуды на фазе строительства (до 3 лет) практически не осуществимы.

В результате с января 2019 года Положение № 590-П дополнено специальной методикой оценки качества жилищного проектного финансирования<sup>4</sup>. Критерии для отнесения проектного финансирования к одной из четырех категорий берутся из Положения № 483-П и разработанного на его основе стандарта качества застройщиков-застройщиков. В результате установлены следующие основные критерии качества строительного проекта:

- наличие у инициатора (спонсора, группы компаний, в которую входит застройщик), а также участников проекта опыта реализации аналогичных строительных проектов;

- хорошая локация объекта, наличие инфраструктуры, транспортная доступность;

- приемлемая конкуренция, отсутствие негативных тенденций на рынке;

- вложение инициатором (спонсором) собственных средств в проект;

- наличие полного пакета исходно-разрешительной документации;

- наличие механизмов контроля бюджета и графика строительства, а также их отклонений в ходе реализации проекта;

- срок кредитования не более 5 лет, соответственно срок строительства должен составлять 2–3 года;

- залог активов проекта (права на земельный участок, на котором осуществляется строительство, доли/акции застройщика и его материнской компании, залог имущественных прав на площади проекта, поручительство бенефициара);

---

<sup>4</sup> Указание Банка России от 26.12.2018 № 5043-У «О внесении изменений в Положение Банка России от 28 июня 2017 года N 590-П "О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, ссудной и приравненной к ней задолженности».

проект демонстрирует запас прочности на снижение цены реализации, достаточный для полного погашения кредита и процентов.

При структурировании кредита стороны могут предусмотреть выплату процентов на строительной фазе. Для этого инициатору проекта придется увеличить свою долю участия в капитале проектной компании, что обычно не целесообразно. Поэтому наиболее типичным случаем является капитализации процентов пока идет стройка.

Значимой предпосылкой для запуска нового сегмента рынка секьюритизации является наличие на нем эффективного института развития. Ключевую роль в новой модели финансирования застройщиков играет институт развития в жилищной сфере – ДОМ.РФ, который является оператором Единой информационной системы жилищного строительства, аккумулирует всю информацию от застройщиков и банков, разрабатывает гарантийный продукт для проектных кредитов, руководит работой Компенсационного фонда, организует достройку проблемных объектов. Таким образом, при условии тесного сотрудничества банков-оригинаторов, ДОМ.РФ и регуляторов рынка новый класс активов имеет перспективы выхода на рынок. Для запуска секьюритизации проектных кредитования ДОМ.РФ потенциально мог бы сыграть ту же роль, что и АИЖК для первых выпусков ипотечных облигаций в 2007 – 2009 гг.

### **3. Базовая структура сделки секьюритизации**

Базовая структура сделки определяется прежде всего особенностями секьюритизируемых активов. Предположим, что в течение строительной фазы проценты по проектным кредитам не выплачиваются. В этом случае сумма основного долга будет плавно увеличиваться в течение строительной фазы. Темпы роста будут определяться долей рыночной части в общей стоимости проекта и скоростью выборки средств застройщика. После завершения строительства и сдачи дома в эксплуатацию начинается погашение кредита и выплата процентов по нему. Размер кредита на эту дату будет определяться долей проданных на этапе строительства квартир (заключенных договоров участия в долевом строительстве). Если предположить, что застройщику удалось распродать квартиры на этапе строительства, то вся сумма кредита будет погашена единовременно. В противном случае график погашения кредита будет определяться скоростью продажи квартир в построенном доме.

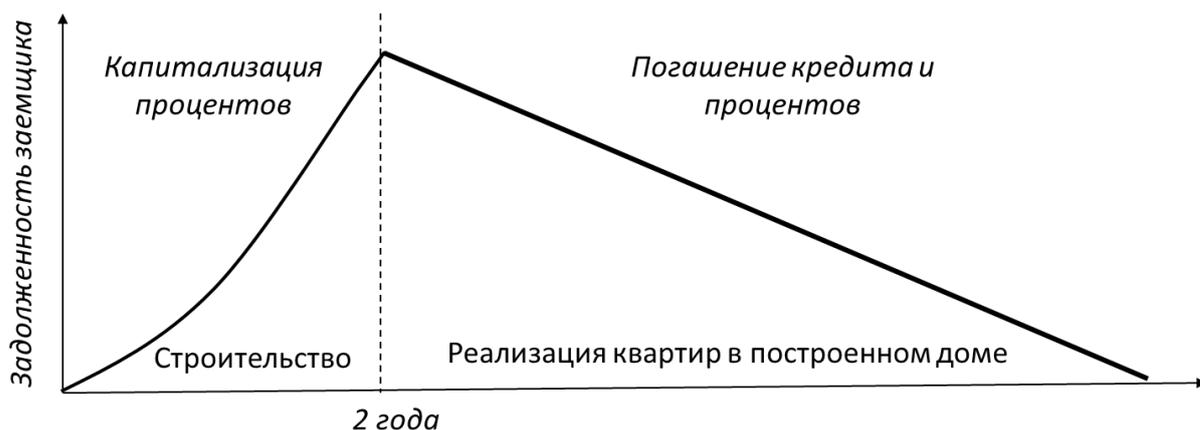


График выдачи и погашения единичного кредита оказывается необычным для финансового моделирования. Важной предпосылкой является формирование оригинатором определенного объема однородных кредитов сходной структуры. Денежный поток такого портфеля может быть упакован с револьверную структуру. Важно, чтобы при закрытии сделки портфель включал в себя кредиты, находящиеся на различных этапах жизни. Представляется, что денежный поток приобретет достаточную устойчивость уже при портфеле, включающем от 30 заемщиков. Хотя данное предположение еще должно быть проверено на финансовых моделях.

Отметим также особенность формирования процентных доходов по выпускаемым облигациям. Они формируются не только из процентных платежей, которые генерирует портфель, но также части сумм, уплачиваемых в погашение основного долга. Именно благодаря этим суммам размер купона будет иметь рыночный характер. Фактически речь идет о «возвращении» процентной формы ранее капитализированным процентам. Это требует отдельного учета капитализации в составе основного долга в течение всего срока жизни каждого кредита, входящего в портфель.

При условии, что средняя стоимость строительного проекта составляет около 5 млрд рублей, и в предположении, что на этапе строительства продается до 70% квартир, минимальный объем одной сделки секьюритизации может составить примерно 50 млрд рублей. Формирование такого портфеля не станет проблемой для крупнейших участников.

В соответствии с действующим законодательством право на открытие счетов эскроу получили 63 банка<sup>5</sup>. Из них около двух десятков фактически готовы кредитовать застройщиков. Позиции игроков на рынке кредитования

<sup>5</sup> Постановление Правительства РФ от 18.06.2018 № 697 «Об утверждении критериев (требований), которым в соответствии с Федеральным законом "Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации" должны соответствовать уполномоченные банки и банки, которые имеют право на открытие счетов эскроу для расчетов по договорам участия в долевом строительстве».

застройщиков, видимо, будут повторять ситуацию на рынке ипотечного кредитования граждан.

В суммарном объеме ипотечного кредитования за 2018 года рыночная доля Сбербанка составила 51,8%, ВТБ – 22,32%, Газпромбанка – 4,96%, Россельхозбанка – 4,25%, Банка «ДельтаКредит» – 2,48%. Не вызывает сомнений, что госбанки сохранят лидерство и на рынке кредитования застройщиков, обеспечив себе соответствующие доли. Сбербанк планирует стать центром компетенций для застройщиков по вопросам перехода на счета эскроу и уже занимает около 60% рынка кредитов, предоставленных застройщикам с использованием новой модели финансирования. При такой доле рынка размер портфеля проектных кредитов Сбербанка уже к концу года может приблизиться к 200 млрд руб. ВТБ на начало 2019 года предоставил застройщикам 300 млрд руб. и в ближайшие три года планирует увеличить портфель минимум в 2,5 раза. До конца года банк планирует открыть примерно 25 тыс. счетов эскроу<sup>6</sup>. С учетом того, что средняя цена договора участия в долевом строительстве составляла около 2,5 млн рублей общий объем проектного финансирования застройщиков превысит 60 млрд рублей. Таким образом, уже к концу текущего года, по крайней мере, три игрока будут располагать кредитными портфелями, достаточными для проведения первой сделки секьюритизации кредитов застройщикам.

Новые облигации будут нести два основных риска – риск банкротства застройщиков, обязательства которых включены в портфель, и риск снижения спроса на жилье, поскольку денежный поток определяется скоростью продажи готовой недвижимости. В соответствии с опросом, проведенным по инициативе ДОМ.РФ<sup>7</sup>, 27,2 млн из 61,5 млн российских семей нуждаются в жилье. Из них 17 млн семей с доходами не ниже прожиточного минимума планируют приобрести жилье в пятилетней перспективе. Следовательно, можно сделать вывод о гарантированном устойчивом спросе на качественные новостройки.

---

<sup>6</sup> <https://erzrf.ru/news/andrey-kostin-vtb-kreditnyy-portfel-dlya-zastroyschikov-za-tri-goda-velichim-v-25-raza>.

<sup>7</sup> См. Оценку потребностей, спроса и предложения на рынке жилья, жилищного финансирования и жилищного строительства. Опрос населения России в 2018. г <https://xn--d1aqf.xn--p1ai/upload/iblock/96e/96e2345a91abf46e7ffe249a4ef27917.pdf>.