

9. Konceptija social'noj politiki v Rossii (iz doklada Instituta social'no-jekonomicheskikh problem narodonaselenija RAN) // Obshhestvennye nauki i sovremennost'. – 1994. – № 6. S. 23–31.
10. Gerschenkron A. Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays. – Cambridge, Mass: The Belknap Press of Harvard University Press, 1962. 456 p.
11. Vasil'eva E.G. Osnovnye principy formirovaniya modeli regional'noj social'noj politiki // Vestnik Volgogradskogo gosudarstvennogo universiteta. Serija 7. 2008. № 2 (8). S. 109-114.
12. Ignatova T.V. Problemy upravlenija regional'noj social'no-trudovoj i demograficheskoj bezopasnost'ju v postkrizisnyj period // Nauka i obrazovanie: hozjajstvo i jekonomika; predprinimatel'stvo; pravo i upravlenie. 2014. № 8 (51). – S. 42–47.
13. Obzor social'noj politiki v Rossii. Nachalo 2000-h. /Pod red. T.M. Malevoj. – M.: NISP, 2007. – 432 s.
14. Karpovich Ju.V., Lepihina T.L. Social'naja politika Rossii v uslovijah finansovo-jekonomicheskogo krizisa // Vestnik Permskogo nacional'nogo issledovatel'skogo politehnicheskogo universiteta. Social'no-jekonomicheskie nauki. 2009. № 3. – S. 253–260.

УДК 332.6

ИПОТЕЧНЫЕ СЕРТИФИКАТЫ КАК АЛЬТЕРНАТИВНЫЙ ИСТОЧНИК ФИНАНСИРОВАНИЯ СДЕЛОК С НЕДВИЖИМОСТЬЮ

- Бородина Юлия Ивановна** кандидат экономических наук, доцент кафедры налогообложения и бухгалтерского учета,
Южно-Российский институт управления – филиал Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (344002, Россия, г. Ростов-на-Дону, ул. Пушкинская, 70).
E-mail: nedostoeva@mail.ru
- Литвинова Светлана Алексеевна** кандидат экономических наук, старший преподаватель кафедры налогообложения и бухгалтерского учета,
Южно-Российский институт управления – филиал Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (344002, Россия, г. Ростов-на-Дону, ул. Пушкинская, 70).
E-mail: sv-lit@mail.ru

Аннотация

В статье рассматривается возможность применения ипотечных сертификатов участия как альтернативного источника финансирования сделок с недвижимостью, который в перспективе станет мощным импульсом для развития внутреннего финансового рынка в России.

Ключевые слова: *ипотечное кредитование, ипотечный сертификат участия (ИСУ), рынок недвижимости.*

Ипотечное кредитование – действенный механизм, который позволяет мобилизовать свободные денежные средства на рынке долгосрочных займов и направлять их в сектор потребления. Система ипотечного кредитования, оказывающая влияние на рынок недвижимости трансформирует частные сбережения в инвестиционные ресурсы и активизирует конечный потребительский спрос, способствует сглаживанию конъюнктурных колебаний и стабилизации рынка, обеспечивает надежность и ликвидность инвестирования в реальный сектор экономики, содействует устойчивому развитию экономики.

Объекты недвижимости представляют собой не только важнейший товар, обеспечивающий удовлетворение основных физиологических потребностей людей (потребность в безопасности, отдыхе, воспроизводстве и т.п.), но и одновременно инвестиционный товар или капитал, способный создавать добавленную стоимость в виде дохода. Недвижимость составляет важную часть национального богатства страны. Функционирование рынка недвижимости создает условия для формирования массового рынка собственников как основы национальной экономики.

Трансформация сбережений населения в ссуды и инвестиции является объектом профессиональной деятельности целого класса специальных финансовых институтов – банков, ипотечных агентств, финансовых, инвестиционных, страховых компаний, пенсионных фондов и т.д.

Для осуществления большинства сделок в сфере недвижимости требуется финансирование. Известно, что в России небольшая часть населения способна приобретать недвижимость без привлечения заемных средств.

Финансирование недвижимости представляет собой применение финансовых ресурсов с целью приобретения и развития объектов недвижимости.

Спрос на ипотечные кредиты формируется за счет двух групп: тех, кто покупает недвижимость для улучшения своих жилищных условий, и тех, кто приобретает недвижимость в инвестиционных целях.

В экономически развитых странах недвижимость составляет около 50 % стоимости материальных активов. К основному свойству недвижимости как актива относится большая стоимость и продолжительный срок амортизации, т.е. расходы на приобретение объектов недвижимости намного выше рентных затрат за использование данного имущества. В силу этого ипотечный рынок как рынок заемных средств для финансирования сделок с недвижимостью относится к одному из самых крупных сегментов рынка капитала и по объемам сравним с рынком государственного долга и акций.

В отличие от России в западных странах система ипотечного кредитования формировалась на основе сложившихся рыночных отношений и исторических традиций ипотечного кредитования. В этой связи особый интерес приобретает мировой (а также дореволюционный в России) опыт привлечения ипотечных средств кредитования к решению актуальных задач развития страны в социально-экономическом отношении.

Из таблицы видно, что объемы выдачи ипотечных кредитов по России с каждым годом увеличиваются в среднем на 60–70%.

Таблица

Объем выданных ипотечных жилищных кредитов, накопленным итогом с начала года, по данным Банка России, млн руб.[1]

Регион\Период	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	1-е полугодие 2014 г.
РФ	152 500	376 331	716 944	1 031 992	1 353 926	769 647
Дальневосточный ФО	6 960	18 844	36 563	54 416	64 565	35 203
Крымский ФО	-	-	-	-	-	-
Приволжский ФО	28 844	70 905	135 745	198 032	263 722	150 994
Северо-Западный ФО	16 882	35 222	75 054	113 701	150 541	94 003
Северо-Кавказский ФО	-	6 881	12 427	21 618	27 712	14 562
Сибирский ФО	23 700	58 482	96 083	143 259	187 219	104 684
Уральский ФО	20 324	58 384	100 673	132 875	166 108	78 755
Центральный ФО	43 346	108 725	214 948	304 039	403 961	238 313
Южный ФО	12 443	22 618	45 451	64 052	90 098	53 133

Строительные организации различного уровня, как правило, не имеют больших резервов капитала, и это ставит их в зависимость от внешних источников финансирования, в том числе от различных финансовых институтов, осуществляющих свою деятельность на рынке жилья. Сказанное свидетельствует о необходимости поиска альтернативных источников и механизмов финансирования жилищных инвестиций, что позволит осуществлять развитие жилищного строительства, а также системы рефинансирования ипотечных кредитов. В качестве такого источника могут быть рассмотрены системы коллективных инвестиций.

Коллективные инвестиции представляют собой вложение денежных средств несколькими инвесторами в инструменты финансового рынка посредством участия в деятельности разнообразных финансовых институтов: акционерных и паевых инвестиционных фондов, общих фондов банковского управления (ОФБУ), негосударственных пенсионных фондов, ипотечных сертификатов участия (ИСУ) и др. [2].

Процесс коллективного инвестирования – это совокупность определенных экономических отношений, обеспечивающих мобилизацию, перераспределение и эффективное вложение средств вкладчиков и акционеров при посредничестве специализированных инвестиционно-финансовых институтов в финансовые активы и иные объекты инвестирования с целью получения дополнительной прибыли и решения других проблем экономического порядка.

При вложении мобилизуемых коллективных ресурсов в жилищное строительство в качестве основного или дополнительного дохода от использования этих средств инвестор может получать определенные жилые площади.

Рассмотрим такой вид коллективных инвестиций, как ипотечные сертификаты участия. Ипотечные сертификаты участия становятся перспективным финансовым инструментом и альтернативой для вложений в недвижимость.

В условиях снижения возможностей сохранения и приумножения своих сбережений, а также увеличения налога на недвижимость [3] и расходов на содержание недвижимости российские частные инвесторы и управляющие компании, которые обеспечивают управление активами частных инвесторов, нуждаются в новых, в первую очередь надежных финансовых инструментах.

В международной практике отлажена система рефинансирования выдаваемой банками ипотеки, которая позволяет заемщикам брать недорогие ипотечные кредиты, а инвесторам получать стабильный долгосрочный доход от этих активов. Подобные механизмы развиваются и в нашей стране усилиями Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК).

В 2012 году на финансовом рынке впервые были выпущены ипотечные сертификаты участия (ИСУ). ИСУ – это именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие, право требовать от выдавшего ее лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием, право на получение денежных средств, полученных во исполнение обязательств, обеспеченных ипотечными кредитами или иными активами.

Жилищная ипотека – самый надежный актив, она является обеспечением для долевого ценных бумаг. Вложение в ИСУ гарантирует оптимальное соотношение рисков и доходности для инвестора. ИСУ – финансовый инструмент, который может стать очень привлекательным для инвесторов по нескольким причинам: во-первых, это низкорисковая ценная бумага; во-вторых, ожидаемая доходность, которая превосходит инфляцию; в-третьих, ИСУ – долгоживущий инструмент, гарантирующий сохранность денег от инфляции на много лет вперед; в-четвертых, ИСУ можно продать или купить еще.

1. Прозрачность ИСУ. В 2013 году были внесены изменения в законодательство, упростившие выпуск ИСУ и сделавшие эту ценную бумагу более надежной и прозрачной. ИСУ наиболее приближен по структуре к паевым инвестиционным фондам, однако этот

финансовый инструмент обладает рядом характеристик, выгодно отличающих его от всех существующих. Срок действия договора доверительного управления ипотечным покрытием, в частности ИСУ, достигает 40 лет, и это значительно лучше подходит для длинных ипотечных кредитов. Дополнительной особенностью ИСУ является то, что выплаты инвестор получает периодически, не реже 1 раза в 3 месяца. Периодичность выплат зафиксирована в Федеральном законе от 11.11.2003 № 152-ФЗ (ред. от 21.12.2013) «Об ипотечных ценных бумагах» [4]. Поэтому вложенные средства в ИСУ возвращаются инвестору вместе с доходом начиная уже с первого платежа по бумаге. При этом риски по пулу закладных распределены между владельцами ИСУ равномерно.

2. Непосредственное получение доходов. ИСУ не являются долговой бумагой и подразумевают, что инвестор получает доходы непосредственно от ипотечных активов, а именно получает весь поток платежей по ипотечным кредитам, находящимся в ипотечном покрытии, за вычетом расходов на инфраструктуру, сопровождающую данные бумаги. При этом инвестору не приходится брать на себя нагрузку по сопровождению ипотечных активов (сбор платежей по закладным, работа с заемщиками, учет просрочек и т.д.). Кроме того, инвестор может напрямую влиять на качество инфраструктурных услуг по ИСУ, а также на этапе формирования бумаги имеет возможность участвовать в формировании требований (своих ожиданий) к пулу активов, которые будут обеспечивать доходность.

АИЖК выступает организатором сделок по выпуску ИСУ, оказывает услуги по сопровождению сделок и портфелей, а также предлагает управляющим компаниям формировать заказы на ИСУ. Также АИЖК предусматривает страхование финансовых рисков инвесторов по ипотечному пулу и услуги по полному сопровождению (сервису) закладных, что в совокупности обеспечивает стабильное поступление денежных средств в пользу инвесторов. Таким образом, страховая выплата позволяет дополнительно «подстраховать» инвесторов – владельцев ипотечных ценных бумаг от возможных потерь в случае дефолта закладной в ипотечном покрытии и продажи залога.

3. Сокращение издержек ИСУ. ИСУ не являются эмиссионной ценной бумагой, что заметно снижает операционные издержки и сокращает время подготовки выпуска до двух месяцев. Инвестор получает весь денежный поток непосредственно от ипотечных кредитов, находящихся в ипотечном покрытии по ИСУ, за исключением расходов на оплату вознаграждения инфраструктурным компаниям, обслуживающим эти бумаги (управляющей компании, спец. депозитарию, сервису закладных), которые составляют в среднем 1,5 – 1,6% от остатка задолженности по всем закладным. Например, если в обеспечение по ИСУ включен пул закладных со средней ставкой по кредитам 13% годовых, то инвестор получит 13% годовых минус 1,5 – 1,6% на инфраструктуру. При этом риски по пулу закладных распределяются между инвесторами равномерно.

Рассмотрим содержание процесса организации ИСУ (рис. 1).

1. Организатор выпуска и будущий владелец ИСУ выбирают оригинатора – владельца пула ипотечных кредитов, которые будут включены в состав ипотечного покрытия.
2. Проводится аудит пула закладных для определения качества и стоимости пула.
3. Подготовка и регистрация правил доверительного управления.
4. Формируется ипотечное покрытие на собранный объем прав требований по ипотечным кредитным договорам, которые могут быть оформлены закладными (выдается указанное в правилах доверительного управления количество ИСУ).

В рамках этой сделки управляющая компания ИСУ совместно с иными инфраструктурными компаниями в течение всего срока жизни бумаги контролирует имущество, составляющее ипотечное покрытие, выплачивает владельцам ИСУ доход, ежемесячно рассчитывает стоимость ипотечного покрытия и одного ипотечного сертификата участия.



Рис. 1. Процесс организации ИСУ

Управляющий с участием инфраструктурных компаний по ИСУ также контролирует пул кредитов, составляющих ипотечное покрытие, в соответствии с требованиями регулятора. Новые закладные попадают в состав ипотечного покрытия только по итогам общего собрания владельцев ИСУ. Такая строгая система позволяет инвесторам постоянно контролировать качество актива. Главные механизмы снижения остальных рисков ИСУ – это умелая селекция кредитов для изначального пула закладных, а также эффективная и надежная сервисная инфраструктура.

Следует указать, что особенностью таких сделок является доходность, потому что основной денежный поток от закладных направляется держателям сертификатов. В случае, когда доходность по облигациям фиксирована, доход по ИСУ является расчетным (бумага класса Pass Through). Присутствует риск, что доход по бумагам будет ниже запланированного, но вероятность утраты всей суммы инвестиций в ИСУ близка к нулю. Уровень дефолтов в ипотеке очень низок, и, кроме того, в структуру бумаги можно включить страхование рисков инвесторов.

Для снижения рисков держателей ИСУ АИЖК включает в сделку услуги сервисера¹ закладных (полный/ мастер-сервис), что обеспечивает стабильное поступление денежных средств в пользу инвесторов и страхование финансовых рисков кредитора. Ипотечное страхование, то есть страхование кредитного риска, покрывает потери инвесторов в случае дефолта заемщика и продажи залога.

Следует отметить, что наличие качественного и надежного сервисера является одной из важных составляющих бумаги, т.к. от результатов его работы зависит объем собранных с заемщиков средств по ипотечным кредитам, которые в дальнейшем будут направлены инвестору.

¹ Сервисер, как правило, – это та же кредитная организация, которая являлась originатором в сделке. Сервисер осуществляет обслуживание проданных SPV активов. Обслуживание включает в себя прием платежей от заемщиков, перечисление таких платежей в пользу SPV, работу с дефолтами, в том числе судебная поддержка и т.п. За оказываемые услуги сервисер получает соответствующую плату (servicing fee).

В рамках схемы (рис. 2) есть возможность также работать с риском досрочного погашения ипотечных кредитов – через пополнение пула активов (довыпуск ИСУ), согласованное с держателями ИСУ.



Рис. 2. Схема выпуска ИСУ с поддержкой АИЖК

Таким образом, можно предположить, что участие АИЖК способно повысить гарантии для инвесторов, поскольку качество ипотечных активов, прозрачность сделки и общее прохождение процедур будет контролировать государственное системообразующее для ипотечного рынка учреждение. Благодаря участию в сделке АИЖК оригинаторы (банки) могут быстро продать пул активов, получить средства и высвободить резервы под возможные потери. Инвесторы получают новый инструмент для вложений, фактически имеющий дополнительные государственные гарантии.

Развитие ИСУ, без сомнения, станет мощным импульсом для развития внутреннего финансового рынка. Несмотря на всю простоту и привлекательность этого инструмента, он несет в себе и определенные риски, которые необходимо контролировать. Прежде всего к ним можно отнести риски дефолта или несвоевременности платежей по ипотечным кредитам. Безусловно, недвижимость сложно отнести к ликвидным активам, поэтому владельцам сертификата придется подождать определенное время, прежде чем они получат возмещение.

Кроме того, владельцы ИСУ несут и риск рыночной ликвидности. Управляющая компания, занимающаяся доверительным управлением ипотечного покрытия, не обязана выкупать сертификаты у инвестора. В этом случае важную роль играет организация вторичного обращения сертификата на фондовом рынке. В настоящее время объем торгов на бирже невелик. Пока нет требования публичного раскрытия информации о составе ипотеч-

ного покрытия. В условиях, когда инвесторов немного, этот вопрос может оперативно решаться при их взаимодействии с управляющей компанией. Однако впоследствии наверняка потребуются внесение изменений в законодательство.

Таким образом, можно сделать вывод, что благодаря гибкости инструмента и проработанной схеме реализации ИСУ с участием АИЖК на рынке появился интересный с точки зрения соотношения «доходность/риск» финансовый инструмент.

Развитие ипотечного кредитования в России имеет экономическую и социальную значимость. Основная роль государственных институтов в формировании перспективной системы жилищного кредитования заключается в обеспечении надежной законодательной и нормативной базы, способной создать социальные гарантии гражданам и защитить права кредиторов и инвесторов. О юридически отлаженной системе ипотеки можно будет говорить тогда, когда будет достигнут оптимальный баланс прав, делающий механизм кредитования эффективным и рентабельным для банков и доступным и безопасным для населения.

В России формируется новая модель кредитного процесса – взвешенная и консервативная кредитная политика банка.

Принципиальным моментом в процессе активизации использования кредитных схем для финансирования жилищного строительства является развитие и совершенствование региональной системы институтов коллективного инвестирования. Опыт функционирования российской системы инвестирования жилищного строительства показывает, что многие ее недостатки связаны с недостаточным развитием и качественным совершенствованием системы институтов коллективного инвестирования и механизмов их экономического взаимодействия в этом процессе.

Литература

1. Агентство по ипотечному жилищному кредитованию. – [Электронный ресурс] – режим доступа: <http://www.ahml.ru>. Дата обращения – 08.11.2014 г.
2. Афоничкин А.И., Константинович Д.А. Механизмы финансирования жилищных инвестиций // Вестник Волжского университета им. В.Н. Татищева. 2009. № 17. С. 101-107.
3. Бородина Ю.И., Литвинова С.А. Налог на недвижимость: новый механизм исчисления // Наука и образование: хозяйство и экономика; предпринимательство; право и управление. 2014 № 12 (55). С. 26–30.
4. Федеральный закон от 11.11.2003 № 152-ФЗ (ред. от 21.12.2013) «Об ипотечных ценных бумагах» // СПС Консультант плюс. – [Электронный ресурс] – режим доступа: <http://www.consultant.ru/>

Borodina Yulia Ivanovna, candidate of economic Sciences, associate Professor of Cathedra of Taxation and accounting, South-Russian Institute of Management – branch of Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (70, Pushkinskaya St., Rostov-on-Don, 344002, Russian Federation). E-mail: nedostoeva@mail.ru

Litvinova Svetlana Alekseevna, candidate of economic Sciences, senior lecturer of Cathedra of Taxation and accounting, South-Russian Institute of Management – branch of Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (70, Pushkinskaya St., Rostov-on-Don, 344002, Russian Federation). E-mail: sv-lit@mail.ru

MORTGAGE LENDING AS AN ALTERNATIVE SOURCE OF FINANCING REAL ESTATE TRANSACTIONS

Abstract

The article discusses the application of mortgage participation certificates as an alternative source of financing real estate transactions, which in the future will be a powerful impetus for the development of the domestic financial market in Russia.

Keywords: mortgage loans, mortgage participation certificates (MPC), the real estate market.

References

1. Agentstvo po ipotechnomu zhilishhnomu kreditovaniju. – [Jelektronnyj resurs] – rezhim dostupa: <http://www.ahml.ru>. Data obrashhenija – 08.11.2014 g.
2. Afonichkin A.I., Konstantinovich D.A. Mehanizmy finansirovaniya zhilishhnyh investicij // Vestnik Volzhskogo universiteta im. V.N. Tatishheva. 2009. № 17. S. 101-107.
3. Borodina Ju.I., Litvinova S.A. Nalog na nedvizhimost': novyj mehanizm ischislenija // Nauka i obrazovanie: hozjajstvo i jekonomika; predprinimatel'stvo; pravo i upravlenie. 2014 № 12 (55). S. 26–30.
4. Federal'nyj zakon ot 11.11.2003 № 152-FZ (red. ot 21.12.2013) «Ob ipotechnyh cennyh bumagah» // SPS Konsul'tant pljus. – [Jelektronnyj resurs] – rezhim dostupa: <http://www.consultant.ru/>

УДК 330.322.54

**ИНВЕСТИЦИИ В ИННОВАЦИОННЫЕ ПРОЕКТЫ:
НОВЫЕ МЕТОДЫ И ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ¹**

Музыка Елена Игоревна кандидат экономических наук, доцент кафедры экономической теории и прикладной экономики, Новосибирский государственный технический университет (630073, Россия, г. Новосибирск, пр-т К. Маркса, 20).
E-mail: mei927@mail.ru

Аннотация

В статье рассматриваются новые методы оценки эффективности инновационных проектов. Анализируются возможности использования концепции реальных опционов для целей анализа инвестиционных и инновационных проектов. Дается содержательное описание концепции реальных опционов. Анализируются области применения данной концепции. Исследуются и уточняются возможности применения метода реальных опционов в оценке инновационных проектов с венчурным инвестированием в промышленности.

Ключевые слова: инвестиции, инновационный проект, венчурное инвестирование, метод реальных опционов, оценка, неопределенность, венчурный фонд.

В современной теории инвестиционного анализа традиционные подходы к оценке эффективности инновационных проектов зачастую отличаются ограниченностью, поскольку в большинстве своем предназначены для компаний, функционирующих в стабильных сферах бизнеса.

В России в последние годы происходит достаточно бурный процесс создания новых высокотехнологичных компаний, и рынок отличается высокой степенью неопределенности.

В этой ситуации актуальной задачей является совершенствование методических подходов к оценке эффективности инновационных проектов венчурными фондами с применением новых методов оценки, использующихся в мировой практике. К числу таких методов относится метод реальных опционов.

Концепция реальных опционов возникла в результате переноса созданного инструментария управления рисками с помощью опционных контрактов из финансового сектора в реальный сектор экономики [1, с. 178].

Ф. Блэк и М. Шоулз предложили модель оценки стоимости европейского опциона колл:

¹ Работа выполнена в рамках научного проекта № 15-06-06914, поддержанного Российским фондом фундаментальных исследований (РФФИ)