

На правах рукописи



НИКЕРЯСОВ АЛЕКСАНДР ВЛАДИМИРОВИЧ

**РЕФИНАНСИРОВАНИЕ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ
НА ПРИОБРЕТЕНИЕ
КОММЕРЧЕСКОЙ НЕДВИЖИМОСТИ
В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ**

Специальность 08.00.10 - Финансы, денежное обращение
и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

25 ОКТ 2012

Самара 2012



005053867

Работа выполнена в ФГБОУ ВПО «Самарский государственный экономический университет»

Научный руководитель - доктор экономических наук, доцент
Андреев Станислав Анатольевич

Официальные оппоненты: Вагапова Дания Завдатовна,
доктор экономических наук, профессор,
Акционерный коммерческий банк
«Образование», г. Самара,
советник генерального директора

Зарук Наталья Федоровна,
доктор экономических наук, профессор,
ФГОУ ВПО «Пензенская государственная
сельскохозяйственная академия»,
заведующая кафедрой «Финансы», профессор

Ведущая организация - ФГБОУ ВПО «Ульяновский государственный университет»

Защита состоится 30 октября 2012 г. в 10 ч на заседании диссертационного совета Д 212.214.01 при ФГБОУ ВПО «Самарский государственный экономический университет» по адресу: ул. Советской Армии, д. 141, ауд. 325, г. Самара, 443090

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке
ФГБОУ ВПО «Самарский государственный экономический университет»

Автореферат разослан 28 сентября 2012 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета



Вишневер В.Я.

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Одним из наиболее перспективных инструментов роста основного капитала предприятий является коммерческая ипотека - покупка коммерческой недвижимости посредством ипотечных механизмов. Инвестирование в коммерческую недвижимость очень важно, поскольку обеспечивает диверсификацию ипотечного бизнеса как на уровне отдельного банка, так и на уровне региона.

В настоящее время рынок коммерческой ипотеки в России функционирует и растет. Поэтому актуальна разработка перспективных форм инвестирования на основе ипотечных механизмов в коммерческую недвижимость. Вопросы, связанные с инвестициями в коммерческую недвижимость, затрагивают проблемы формирования долгосрочной ресурсной базы банков для выдачи ипотечных кредитов. Рефинансирование ипотечных кредитов на финансовых рынках подвержено влиянию процессов глобализации. Необходимость рефинансирования ипотечных кредитов в условиях нестабильной экономики России обуславливает особую актуальность решения проблем инвестирования на рынке недвижимости, активизации практики использования ипотеки коммерческой недвижимости в инвестиционной деятельности.

Степень научной разработанности проблемы. Данная проблема затрагивает широкий круг аспектов развития финансово-кредитных отношений.

Вопросы, касающиеся развития системы рефинансирования ипотечных кредитов, освещены в работах российских ученых и практиков: В.А. Аверченко, С.А. Андреева, И.Л. Бубнова, З.Л. Гарипова, Н.Ф. Зарук, Н.Б. Косаревой, И.В. Павловой, И.А. Разумовой, Н.Э. Соколинской.

Современное состояние и закономерности развития секьюритизации как метода рефинансирования ипотечных кредитов исследованы в монографиях и публикациях таких отечественных ученых, как А.В. Буздалин, Я.М. Миркин, С.Р. Моисеев, Б.Б. Рубцов, Д.З. Вагапова, А.Ю. Сучков, М.А. Федотова, А.Б. Фельдман.

Существуют разработки, касающиеся отдельных сторон коммерческой недвижимости: предоставления ипотечных кредитов, управления доходностью коммерческой недвижимости для обеспечения погашения кредитов, проблем купли-продажи закладных. Однако исследования теоретических и практических аспектов рефинансирования ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости представляются недостаточными. Нераскрытыми остались вопросы: развития нормативной базы, регулирующей рефинансирование ипотечных кредитов в России; формирования комплекса моделей рефинансирования, адекватного российским экономическим условиям; оценки их эффективности; методов регулирования рисков. Недостаточная разработка теоретических и методологических вопросов, касающихся

ся ипотечных кредитов и их рефинансирования, препятствует формированию практических рекомендаций, направленных на совершенствование системы рефинансирования ипотечных кредитов.

Область исследований. Выбранная тема исследования соответствует научным направлениям ВАК по специальности 08.00.10 "Финансы, денежное обращение и кредит": п. 9.3 "Развитие инфраструктуры кредитных отношений современных кредитных инструментов, форм и методов кредитования", п. 10.21 «Банковские ресурсы и их формирование. Политика банка в области привлечения средств. Проблемы эффективного использования банковских ресурсов», п.10.22 "Новые банковские продукты: виды, технология создания, способы внедрения", п.11.9 «Исследование влияния денежно-кредитного регулирования на инновационные и инвестиционные процессы в экономике».

Цель исследования - развитие теоретических основ и разработка методических положений, практических рекомендаций по рефинансированию ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости в условиях финансовой глобализации.

Поставленная цель логически предопределила решение следующих задач.

1. Рассмотреть теоретические вопросы финансирования приобретения объектов коммерческой недвижимости. Дать определение понятия «ипотечный кредит на приобретение коммерческой недвижимости», проанализировать структуру ипотечного рынка, обслуживающего сделки купли-продажи объектов коммерческой недвижимости.

2. Установить содержание понятия «рефинансирование ипотечных кредитов», определить механизм рефинансирования ипотечных кредитов на приобретение объектов коммерческой недвижимости, рассмотреть его особенности в условиях финансовой глобализации. Провести классификацию методов рефинансирования ипотечных кредитов.

3. Составить классификацию методов регулирования рисков, возникающих в процессе рефинансирования ипотечных кредитов на приобретение объектов коммерческой недвижимости.

4. Предложить мероприятия по совершенствованию рефинансирования ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости на основе паевого инвестиционного фонда.

5. Составить сравнительный прогноз потока денежных средств заемщиков с использованием долгосрочной аренды, финансового лизинга и ипотечного кредита на приобретение коммерческой недвижимости.

Объектом исследования является рефинансирование ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости в России.

Предметом исследования выступают экономические отношения, связанные с формированием и функционированием механизма рефинансирования ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости.

Методологическую и теоретическую основу исследования составили труды российских и зарубежных авторов, законодательные и нормативные акты, регулирующие коммерческую ипотеку и операции с ценными бумагами, разработки ведущих отечественных и зарубежных ученых в области ипотечного кредитования и форм его рефинансирования, публикации, отражающие международный и отечественный опыт применения моделей рефинансирования.

Методология исследования базируется на использовании общепризнанных научных методов и приемов: системного подхода к объекту и предмету исследования, диалектической логики, анализа и синтеза, индукции и дедукции, сравнения и обобщения, группировки, метода научной абстракции, моделирования, системного анализа, что обеспечивает целостность, всесторонность и достоверность диссертационной работы.

Информационную базу исследования составили нормативно-правовые акты Российской Федерации, Банка России, публикации международных и российских финансовых организаций, данные финансовых отчетов отдельных коммерческих банков, статистическая информация Федеральной службы государственной статистики, статистические и аналитические материалы Банка России.

Научная новизна исследования состоит в разработке научно обоснованного комплекса теоретических положений и практических рекомендаций по реализации системы рефинансирования ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости. Основные научные результаты, определяющие новизну проведенного исследования и выносимые на защиту, состоят в следующем.

1. Дано определение понятия ипотечного кредита на приобретение коммерческой недвижимости как совокупности финансово-кредитных отношений, связанных с привлечением кредиторами свободных долгосрочных финансовых ресурсов инвесторов и с передачей этих средств на условиях возвратности, срочности и платности заемщикам, испытывающим недостаток финансовых ресурсов для приобретения и коммерческой эксплуатации объектов недвижимости под залог приобретаемых объектов или другого недвижимого имущества, находящегося в собственности заемщика.

2. Проанализировано содержание понятия «рефинансирование ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости в условиях финансовой глобализации», обозначающего возобновление кредитных ресурсов банков путем преобразования ипотечных кредитов в ценные бумаги, обеспеченные денежными поступлениями от заемщиков,

получаемыми за счет: дохода от предпринимательской деятельности, связанной с эксплуатацией приобретаемых объектов недвижимости; реинвестирования выручки от продажи кредитов в новые ипотечные кредиты; обеспечения сбалансированности параметров ипотечных кредитов и кредитных ресурсов с целью увеличения объемов и прибыльности кредитных вложений; перераспределения риска между первичным кредитором, вторичным оператором и инвесторами.

3. Предложен комплекс регулирующих (прямых и косвенных) и специальных методов регулирования кредитного риска, риска досрочного погашения, риска несбалансированной ликвидности, возникающих в процессе рефинансирования ипотечных кредитов на приобретение объектов коммерческой недвижимости с использованием предупредительных и антикризисных мер.

4. Разработан механизм взаиморасчетов между первичным кредитором, вторичным оператором и паевым инвестиционным фондом в системе рефинансирования ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости. Данный механизм обеспечивает выдачу кредитов и выпуск залоговых первичным кредитором, размещение облигаций вторичным оператором и приобретение их паевым инвестиционным фондом.

5. Составлен долгосрочный прогноз денежных потоков заемщика при использовании долгосрочной аренды, финансового лизинга и ипотечного кредита на приобретение и эксплуатацию объектов коммерческой недвижимости, что позволило сделать обоснованный вывод о предпочтительности ипотечного кредита по сравнению с альтернативными вариантами финансирования.

Теоретическая и практическая значимость исследования. Теоретическая значимость исследования состоит в том, что разработанные в нем положения актуальны для развития теории ипотечного кредитования на приобретение коммерческой недвижимости.

Методические положения и выводы исследования могут быть использованы кредитными институтами, паевыми инвестиционными фондами недвижимости, органами законодательной и исполнительной власти, осуществляющими функции регулирования ипотечного кредитования, при составлении, рассмотрении и утверждении программ развития ипотечного кредитования.

Теоретические положения могут найти применение в учебном процессе вузов при преподавании дисциплин "Финансы, денежное обращение и кредит", "Ипотечное кредитование", а также при реализации проектов развития ипотечного кредитования в регионах России.

Апробация результатов исследования. Основные теоретические и практические положения исследования докладывались и обсуждались на научно-практических конференциях и семинарах: на 10-й Международ-

ной научно-практической конференции, посвященной 80-летию Самарского государственного экономического университета (Самара, 2011 г.), III Международной научно-практической конференции (Пенза, 2011 г.), на ежегодных конференциях профессорско-преподавательского состава Самарского государственного экономического университета (Самара, 2011 и 2012 гг.).

Предложенные меры по совершенствованию рефинансирования ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости нашли применение в коммерческих банках г. Самары и в учебном процессе.

Публикации. Основные положения диссертации отражены в 6 публикациях общим объемом 2,9 печ. л. (авторский вклад составил 2,9 печ. л.), в том числе 3 статьи из перечня ВАК (объем - 1,6 печ. л.; вклад автора - 1,6 печ. л.).

Структура диссертации. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка и приложений.

ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Дано определение понятия ипотечного кредита на приобретение коммерческой недвижимости как совокупности финансово-кредитных отношений, связанных с привлечением кредиторами свободных долгосрочных финансовых ресурсов инвесторов и с передачей этих средств на условиях возвратности, срочности и платности заемщикам, испытывающим недостаток финансовых ресурсов для приобретения и коммерческой эксплуатации объектов недвижимости под залог приобретаемых объектов или другого недвижимого имущества, находящегося в собственности заемщика.

Источники финансирования приобретения объектов коммерческой недвижимости могут быть собственными (прибыль, амортизационные отчисления) и заемными (ипотечный кредит, лизинг). Теоретическое обоснование выбора между собственными и заемными источниками для приобретения основных фондов (в частности, объектов недвижимости) дано в традиционном подходе и в теории Ф. Модильяни и М. Миллера.

Традиционный подход предполагает, что предприятие, использующее заемные (кредитные) средства для приобретения объектов недвижимости, рынком оценивается выше, чем фирма без заемных средств долгосрочного финансирования.

В моделях Ф. Модильяни и М. Миллера рассмотрено влияние структуры источников финансирования приобретения объектов недвижимости на цену фирмы при предположении отсутствия налогов.

В последнее время наибольшее признание получили компромиссные модели источников финансирования капитала. Общий вывод по компромиссной модели состоит в том, что 100%-ный заемный капитал (кредитные средства) и 100%-ное собственное финансирование - это неоптимальные стратегии инвестиций в недвижимость. Недостаток компромиссной модели заключается в предположении о том, что инвесторы, кредиторы и заемщики имеют одинаковую информацию о перспективах фирмы-заемщика, т.е. решения принимаются в условиях симметричности информации. В реальности руководство фирмы-заемщика более информировано об инвестиционных возможностях фирмы-кредитора. Такая ситуация носит название асимметричности информации и учитывается в сигнальных моделях. Предпочтительное место в источниках финансирования приобретения объектов коммерческой недвижимости занимает нераспределенная прибыль. Резервный заемный потенциал фирмы может использоваться дополнительно для привлечения кредитных средств в случае крайней необходимости.

В анализе Е.Д. Домара и Р.Ф. Харрода мультиплицирующее положительное воздействие сбережений на эффект инвестиций в сферу недвижимости проявляется через стимулирование инвестиционных мотивов организаций посредством формирования первоначального взноса по кредиту, концентрации спроса за счет сбережений, перераспределения сбережений через финансово-кредитную систему в сектор недвижимости.

Критический анализ мнений специалистов относительно источников финансирования приобретения коммерческой недвижимости позволяет сделать вывод о том, что перспективным инструментом увеличения основного капитала является коммерческое ипотечное кредитование. Для России инвестирование бизнеса в коммерческую недвижимость¹ в социально-экономическом плане не менее важно, чем инвестирование граждан в жилье. Это позволяет создавать новые рабочие места, обеспечивать рост налоговых поступлений, решать жилищную проблему через коммерческую ипотеку для строительных предприятий.

Наиболее известное определение ипотечного кредита на приобретение коммерческой недвижимости состоит в том, что коммерческая ипотека - это приобретение коммерческой недвижимости под залог приобретаемого объекта. По мнению диссертанта, данное определение не отражает такие элементы экономического содержания ипотечного кредита, как привлечение кредиторами долгосрочных финансовых ресурсов инвесторов и передача этих средств заемщикам для приобретения недвижимости на условиях возвратности, срочности и платности.

¹ Ценные бумаги, обеспеченные коммерческой недвижимостью: юридические и структурные аспекты / И. Белл [и др.] // Ипотека в России. - URL: www.rusipoteka.ru, 2011.

Основными участниками рынка ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости являются заемщики, первичные кредиторы, вторичные операторы, инвесторы.

Особенности финансирования коммерческой ипотеки на приобретение коммерческой недвижимости состоят в следующем: а) заемщик осуществляет предпринимательскую деятельность с приобретаемым активом, а источником платежей является доход от эксплуатации объекта недвижимости; б) бизнес-ипотека возникает в силу договора, на основании которого можно заложить коммерческую недвижимость: сначала банк дает деньги на покупку, затем покупатель оформляет права собственности, а потом - залог; в) многие объекты не принимаются банком в качестве залога.

На первичном рынке кредиты предоставляются под залог недвижимости. Согласно схеме «предварительное рефинансирование», при заключении договора купли-продажи продавец получает часть собственных средств от покупателя и гарантию банка, затем происходит регистрация собственности на нового покупателя, осуществляется регистрация договора залога, после чего выдаются кредитные средства.

По другой схеме покупатель выплачивает по предварительному договору собственнику (продавцу) часть собственных средств, а продавец получает от банка обязательство выплатить недостающие средства в случае регистрации залога. После этого следуют регистрация залога на банк и оформление всех документов по передаче прав собственности на нового собственника (покупателя), заключение договора купли-продажи. Затем продавец получает всю сумму финансирования, а регистрация осуществляется на нового собственника.

Схема «выкуп юридического лица» осуществляется следующим образом: создается юридическое лицо, на которое оформляется объект недвижимости, впоследствии заемщик выкупает акции этой компании, выплачивая кредит.

На вторичном рынке специальные организации осуществляют скупку уже выданных кредитов и выпуск на основе сформированных пулов ипотечных ценных бумаг, благодаря чему происходит формирование кредитором ресурсной базы или рефинансирование ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости.

Для заемщиков в бизнес-ипотеке проблемы создают: 1) недостаток предложения на рынке коммерческой недвижимости; 2) высокие процентные ставки; 3) короткий срок кредитования; 4) наличие обременений коммерческой недвижимости. Финансовые риски кредиторов высоки из-за непрозрачности бизнеса заемщика, сложности индивидуальной оценки залога, несовершенства процедуры оформления недвижимости в собственность.

2. Проанализировано содержание понятия «рефинансирование ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости в условиях финансовой глобализации», обозначающего возобновление кредитных ресурсов банков путем преобразования ипотечных кредитов в ценные бумаги, обеспеченные денежными поступлениями от заемщиков, получаемыми за счет: дохода от предпринимательской деятельности, связанной с эксплуатацией приобретаемых объектов недвижимости; реинвестирования выручки от продажи кредитов в новые ипотечные кредиты; обеспечения сбалансированности параметров ипотечных кредитов и кредитных ресурсов с целью увеличения объемов и прибыльности кредитных вложений; перераспределения риска между первичным кредитором, вторичным оператором и инвесторами.

Под рефинансированием понимается предоставление коммерческим банкам временных заимствований при наличии потребности в дополнительных ресурсах, что не отражает особенностей рефинансирования ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости.

В условиях финансовой глобализации рефинансирование ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости позволяет возобновлять кредитные ресурсы путем выпуска ценных бумаг, обеспеченных поступлениями от заемщиков за счет дохода от эксплуатации объектов недвижимости, направления выручки от продажи кредитов в новые ипотечные кредиты, сбалансирования параметров ипотечных кредитов и кредитных ресурсов с целью увеличения объемов и прибыльности кредитных вложений, перераспределения риска между участниками.

В системе ипотечного кредитования на приобретение коммерческой недвижимости наибольшее распространение в мировой практике получили следующие модели рефинансирования.

Модель прямого рефинансирования через банковские долгосрочные долговые обязательства, обеспеченные залогом недвижимости, в большей степени соответствует одноуровневой европейской модели ипотечного рынка. Ипотечный банк, выдавший кредит, самостоятельно рефинансирует долгосрочные обязательства за счет выпуска ценных бумаг.

При косвенном рефинансировании желающим приобрести объект недвижимости выдаются облигации, которые эти лица продают на открытом рынке, получая таким образом необходимые средства. Платежи заемщиков по ипотечному кредиту используются банком напрямую для финансирования держателей облигаций. Доход первичного кредитора складывается из разницы процентов, получаемых по кредиту, и процентов, уплачиваемых держателям облигаций.

Модель продажи коммерческой недвижимости (уступки прав требований) по ипотечным кредитам первичным кредитором оператору вто-

ричного рынка реализуется в двухуровневой модели организации ипотечного рынка. Оператор вторичного рынка занимается аккумуляцией ресурсов для ипотечного кредитования путем облигационных заимствований, обеспеченных платежами по ипотечным ссудам. Секьюритизации подлежат однотипные ипотечные ссуды, обладающие стандартными характеристиками.

Схема рефинансирования через Общий фонд банковского управления (ОФБУ) включает в себя следующие этапы:

- 1) кредитор выдает ипотечный кредит и оформляет закладную;
- 2) учредители ОФБУ вносят денежные средства, а управляющая компания направляет средства на покупку закладных у кредитных организаций с письменным уведомлением залогодателя о смене кредитора;
- 3) управляющая компания формирует портфель закладных с целью рефинансирования через эмиссию ипотечных ценных бумаг.

Анализ потенциальных инструментов рефинансирования ипотечных кредитов показывает, что они далеки от совершенства. Процедура эмиссии облигаций достаточно сложна. Ипотечный агент является громоздким и затратным субъектом, воплощающим три юридических лица: учредителя, организацию, имеющую полномочия единоличного исполнительного органа, и организацию, ведущую бухгалтерский учет. Институт доверительного управления ипотечным покрытием, потенциально способный стать активным участником рефинансирования ипотеки, нуждается в корректировках, поскольку не поспевает за потребностями ипотечного рынка. Чтобы этот институт заработал, на взгляд автора, необходимо принять ряд поправок к Закону «Об ипотечных ценных бумагах» от 11.11.2003 г. № 152 - ФЗ и переработать блок нормативно-правовых актов, регулирующих деятельность паевых инвестиционных фондов (далее - ПИФ), распространив их действие на доверительное управление ипотечным покрытием.

Альтернативным вариантом системы рефинансирования, на взгляд автора, может быть секьюритизация ипотеки, основанная на закрытых ПИФах. Содержанием предлагаемой модели является реализация первичным кредитором вторичному оператору закладных, удостоверяющих права требования по ипотечным кредитам на приобретение коммерческой недвижимости, выпуск вторичным оператором на основе закладных ипотечных ценных бумаг и размещение среди инвесторов (ПИФов).

3. Предложен комплекс регулирующих (прямых и косвенных) и специальных методов регулирования кредитного риска, риска досрочного погашения, риска несбалансированной ликвидности, возникающих в процессе рефинансирования ипотечных кредитов на приобретение объектов коммерческой недвижимости с использованием предупредительных и антикризисных мер.

Предлагаемая автором классификация рисков, возникающих в процессе рефинансирования ипотечных кредитов на приобретение объектов

коммерческой недвижимости, включает в себя кредитный риск, риск досрочного погашения и риск несбалансированной ликвидности в разрезе предупредительных и антикризисных мер их регулирования. Меры, направленные на минимизацию рисков и обеспечение финансовой устойчивости системы ипотечного кредитования (кредитора, вторичного оператора и инвесторов), представлены в табл. 1.

Таблица 1

Классификация рисков рефинансирования ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости и мер их регулирования

ВИД РИСКА	МЕРЫ	РЕГУЛИРУЮЩИЕ МЕТОДЫ		СПЕЦИАЛЬНЫЕ МЕТОДЫ
		Прямые	косвенные	
1. Кредитный	Предупредительные	Система ипотечного страхования Система кредитных бюро	Оценка залога Соотношение кредита и стоимости залога Стандартизация кредитов	Кредитные инструменты: срок кредита; первоначальный взнос; процентная ставка. Финансовый инструмент - закладные
	Антикризисные	Реструктуризация кредитов за счет средств ипотечных агентств Стабилизационные кредиты банкам Поручительства	Коллекторские агентства Обращение взыскания на предмет залога	Условия кредитов
2. Риск досрочного погашения	Предупредительные	Ипотечный ПИФ Гарантии по ипотечным ценным бумагам	Мониторинг риска Рейтинговая оценка ипотечных ценных бумаг Закон о досрочном погашении кредитов	Запреты, штрафы за досрочное погашение Надбавка за риск Структурирование ценных бумаг
	Антикризисные	Пополнение уставного капитала ПИФа	Ужесточение стандартов	
3. Риск несбалансированной ликвидности	Предупредительные	Рефинансирование через ПИФ Рефинансирование путем сделок репо Предоставление гарантий ПИФа	Экономические нормативы Налоговые льготы владельцам ценных бумаг Налоговые льготы заемщикам	Секьюритизация Залог закладной Контроль за ипотечными ценными бумагами
	Антикризисные	Стабилизационные кредиты	Снижение норм обязательного резервирования Рефинансирование Банком России	

4. Разработан механизм взаиморасчетов между первичным кредитором, вторичным оператором и паевым инвестиционным фондом в системе рефинансирования ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости. Данный механизм обеспечивает выдачу кредитов и выпуск закладных первичным кредитором, размещение облигаций вторичным оператором и приобретение их паевым инвестиционным фондом.

Автором дана оценка рынка коммерческой недвижимости, выдачи и рефинансирования ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости в России в целом и в Самарской области за 2008-2011 гг.

На протяжении всего 2011 г. и первой половины 2012 г. рынок торговой недвижимости в крупнейших городах России демонстрировал положительную динамику. В структуре сделок краткосрочная аренда небольших по площади помещений (до 100 м²) преобладает над куплей-продажей. Тенденция роста ставок и цен стимулирует покупку помещений с целью их сдачи в аренду.

В работе проведен анализ экономических показателей организаций Самарской области, осуществляющих операции с недвижимым имуществом. На основе анализа рынка недвижимости Самары за 2010-2011 гг. определены ценовые категории торговых, офисных и производственно-складских помещений на продажу. Среднемесячный объем вакантных площадей составляет 500 тыс. м², заявок на покупку площадей - 12,875 тыс. м². Стоимость закупок помещений площадью до 100 м² по заявкам составляет 643,75 млн. руб. в месяц, 7 725 млн. руб. в год.

Ставка ипотечных кредитов коммерческой недвижимости колеблется от 12 до 16%, причем в иностранной валюте. Наиболее распространенный срок ипотеки коммерческой недвижимости - 5 лет, а максимальный срок достигает 10-12 лет. Первоначальный взнос составляет порядка 25-40% от стоимости недвижимости. При этом баланс заемщика должен быть положительным и минимальный срок работы на рынке - 1 год. Анализ показывает, доходность грамотной эксплуатации коммерческой недвижимости (сдача помещений в аренду под магазины, предприятия сферы услуг, офисы) вполне сопоставима с другими сферами малого бизнеса, что дает возможность использовать ипотечные кредиты. Уровень ставок арендной платы позволяет собственникам помещений покрывать платежи по ипотечным кредитам, привлекаемым для приобретения недвижимости.

Автором проведено исследование динамики объемов кредитования юридических лиц и индивидуальных предпринимателей на осуществление операций с недвижимым имуществом и на аренду в России в целом и в Самарской области за период с 2008 по 2011 г. На основе анализа можно сделать вывод о том, что в 2009 г. объем выданных кредитов снизился более чем в 2 раза. В 2010 г. рынок восстановился после финансо-

вого кризиса, а в 2011 г. наблюдалось превышение объема выданных кредитов над уровнем 2010 г. Растет также общая и просроченная задолженность юридических лиц и индивидуальных предпринимателей по выданным кредитам в абсолютном выражении. Доля задолженности по кредитам, выданным по данному виду экономической деятельности, имеет устойчивую тенденцию роста (в 2008 г. - 7,23% в рублях и 12,93 % в иностранной валюте; в 2011 г. - 11,62 % в рублях и 18,13% в иностранной валюте). Эти данные говорят об опережающем развитии кредитования операций с недвижимым имуществом и арендой по сравнению с другими видами деятельности. В 2011 г. в России объемы кредитования проектов коммерческой недвижимости выросли более чем в 1,5 раза.

В Самарской области в 2011 г. объем выданных кредитов в иностранной валюте и в рублях (24 384 млн. руб.) превысил докризисный уровень 2008 г. (22 643 млн. руб.). Растет также задолженность юридических лиц и индивидуальных предпринимателей по выданным кредитам.

Анализ практики ипотечного кредитования за период 2008-2011 гг. показывает, что приоритетными являются три направления в рамках финансирования коммерческой ипотеки: кредитование коммерческой недвижимости, рефинансирование проектов коммерческой недвижимости, кредитование уставной деятельности под залог и денежные потоки объектов. Наиболее интересным для инвестиций является сегмент строительства торговых центров.

По сравнению с докризисным периодом банки ужесточают требования к девелоперам, обращающимся за кредитами. Во-первых, пересматривается первоначальный взнос застройщика как инициатора проекта: сейчас банки инвестируют в проект не более 70% от его общего бюджета. Во-вторых, банками производится переоценка земли на момент рассмотрения кредита. До кризиса существовала практика, когда в качестве обеспечения по проекту девелопер предоставлял земельные участки. После кризиса многие земельные участки обесценились, и сегодня необходима их переоценка для сохранения целостности кредитного портфеля.

Большая часть представителей малого и среднего бизнеса не имеют свободных денежных средств для единовременной покупки коммерческой недвижимости. Следовательно, выгоднее оформить кредит на его покупку и впоследствии стать собственником. Ежемесячный платеж по ипотечному кредиту может быть значительно ниже ежемесячного платежа за аренду помещения.

Предоставление банками ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости зависит от возможности привлечения долгосрочных кредитных ресурсов на основе рефинансирования ипотечных кредитов. Однако мелкие и средние банки не имеют доступа к существующей системе рефинансирования ипотечных кредитов. Это вынужда-

ет такие банки создавать значительный запас ликвидных активов в ущерб развитию кредитования, а предлагаемые кредиты в основном являются краткосрочными.

Стандарты выдачи, сопровождения и рефинансирования ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости в настоящий момент отсутствуют. Рядом авторов предлагается для рефинансирования коммерческой ипотеки использовать механизм, применяемый при ипотечном жилищном кредитовании. Первичный кредитор продает вторичному оператору портфель ипотечных закладных, передав права в отношении портфеля ипотечных кредитов, выданных заемщикам, и договоров ипотеки на коммерческую недвижимость. Приобретение коммерческой недвижимости финансируется заемщиками за счет таких кредитов. При этом цена покупки закладных включает в себя непогашенный остаток основного долга и невыплаченный процентный доход. Первичный кредитор осуществляет обслуживание ипотечного портфеля вторичного оператора. Вторичный оператор размещает обязательства в виде облигаций, приобретаемых инвесторами.

Процентный доход по облигациям выплачивается за счет процентных поступлений, полученных вторичным оператором. Обязательства вторичного оператора перед инвесторами обеспечиваются залогом закладных. Облигации погашаются в конкретный момент времени, установленный в договоре.

Специализированный депозитарий производит мониторинг, контроль и хранение ипотечного покрытия облигаций. Управляющая компания осуществляет функции исполнительного органа и управления денежными средствами вторичного оператора. Платежный агент несет обязанности перед инвесторами по выплатам по облигациям в пределах сумм, перечисляемых вторичным оператором. Расчетный агент предоставляет вторичному оператору услуги, связанные с расчетами. Периодом сбора денежных поступлений является каждый календарный месяц. При этом имеются следующие риски.

1. Отсутствие в законе установленного порядка распределения поступлений может негативно повлиять на возможность держателей облигаций возместить инвестированные средства.

2. Платежи заемщиков поступают не на счет вторичного оператора, а выплачиваются первичным кредиторам или региональным операторам, затем передаются сервисному агенту. Сервисный агент передает их вторичному оператору. Имеется риск неправомерного присвоения денежных средств сервисным агентом и региональным оператором. В случае несостоятельности сервисного агента возникают непредвиденные дополнительные расходы вторичного оператора.

3. Риски по облигациям связаны с ограниченной ответственностью вторичного оператора, с их погашением и выплатой процентов, с ограничением на продажу, со вторичным рынком и неполным учетом рисков в рейтингах этих ценных бумаг.

4. При сделках с закладными возникают риски, связанные с налогообложением. Назначение закладной состоит в ускорении оборота заложенной недвижимости с целью расширения возможностей залогодержателя в скорейшем удовлетворении своих требований. Передача прав по закладной залогодержателем осуществляется на основании цессии (уступки прав требований). Выкуп закладных заемщиками, продажа закладных вторичным операторам, перепродажа закладных не облагаются НДС. Однако есть вероятность, что эти сделки будут рассматриваться как купля-продажа дебиторской задолженности. Первичный кредитор и вторичный оператор будут выплачивать НДС на разницу между доходом, полученным от дебитора, или доходом, полученным от последующей передачи закладных, и расходами, понесенными при приобретении закладных.

Данные статистики свидетельствуют о заметном сокращении рефинансирования ипотечных кредитов посредством уступки прав требований и выпуска ценных бумаг. Так, более 70 % кредитов на приобретение коммерческой недвижимости в 2011 г. рефинансированы без дальнейшего выпуска ипотечных ценных бумаг. Значительная сумма кредитов была сохранена на балансе первичных кредиторов.

Российская коммерческая ипотека в настоящий момент нуждается в инструментах рефинансирования ипотечных программ, сроки которого должны быть сопоставимы со сроками жилищных ипотечных кредитов. Такими инструментами, на взгляд автора, могут стать ценные бумаги и институт доверительного управления. Использовать права требования по кредитам можно путем их трансформации в инвестиционные паи, которые выпускаются на вторичный рынок для рефинансирования ипотечных кредитов.

Рефинансирование ипотеки путем доверительного управления требованиями по ипотечным кредитам может осуществляться на основе ПИФов, относящихся к категории ипотечных фондов и регулируемых Законом «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ. Доли инвесторов в ПИФах удостоверяются инвестиционными паями.

В состав активов ипотечных ПИФов могут входить:

- денежные средства на счетах и во вкладах в кредитных организациях;
- государственные ценные бумаги РФ и субъектов РФ;
- ипотечные ценные бумаги;
- денежные требования по обеспеченным ипотекой обязательствам

из кредитных договоров и договоров займа и права залогодержателя по соответствующим договорам об ипотеке;

- денежные требования по обязательствам из кредитных договоров для уплаты цены по договорам участия в долевом строительстве (не более 30% стоимости активов ПИФа) и права залогодержателя по соответствующим договорам об ипотеке;

- залладные, удостоверяющие права залогодержателя по договорам об ипотеке;

- объекты недвижимого имущества (в случае обращения на них взыскания) и имущественные права по обязательствам из договоров участия в долевом строительстве (в случае обращения на них взыскания). В отношении ПИФов ограничение на объекты недвижимого имущества отсутствует: порядок и сроки выплаты промежуточных доходов не являются обязательными условиями правил доверительного управления ПИФом. Для владельцев инвестиционных паев это влечет за собой и возможность получения больших доходов, и более высокие риски, связанные с включением в состав ПИФов таких активов.

В Законе «Об инвестиционных фондах» предусмотрен максимальный размер вознаграждения управляющей компании, который составляет 10% от среднегодовой стоимости чистых активов ПИФов. Срок действия договора доверительного управления в ПИФах не может быть менее 1 года и не должен превышать 15 лет. В ПИФы не могут передаваться ипотечные кредиты сроком 20 и 25 лет, которые востребованы на рынке. В предлагаемую модель механизма рефинансирования ипотечных кредитов включены следующие основные элементы: заемщик, банк (первичный кредитор), вторичный оператор (эмитент), ипотечный ПИФ, инвесторы (см. рисунок).

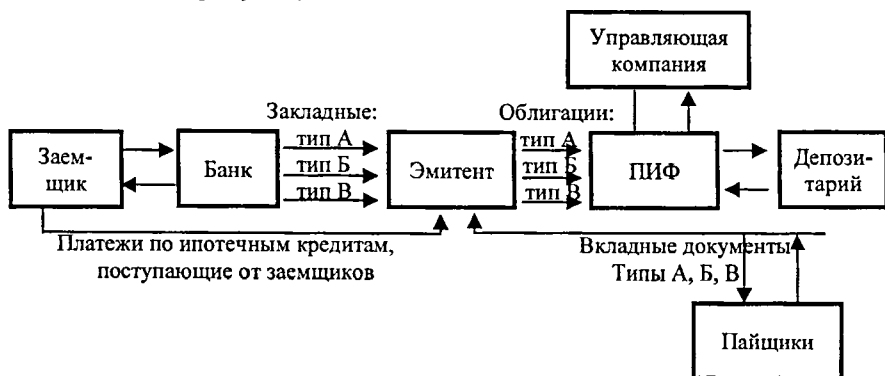


Рис. Модель механизма рефинансирования ипотечных кредитов с участием ПИФа

Ипотечный кредит для предпринимателя выдается на покупку коммерческой недвижимости, которая может использоваться как с целью

развития собственного бизнеса, так и для сдачи площадей в аренду. Заемщик производит платежи из дохода от эксплуатации объекта недвижимости. На выданный ипотечный кредит банк выпускает закладные и продает их эмитенту. Эмитент предварительно полностью оплачивает каждую закладную в соответствии с договором на покупку.

Согласно договору купли-продажи банк передает эмитенту следующие активы: закладные и сопутствующие права (права по ипотечным кредитам и страховым полисам). Закладные должны удовлетворять следующим критериям отбора: каждая закладная служит обеспечением по ипотечному кредиту и подтверждает право залога в отношении предмета ипотеки; непогашенный остаток основного долга на дату передачи закладной не превышает 70% от стоимости предмета ипотеки; предмет ипотеки является нежилым помещением; эмитент консолидирует пулы закладных и выпускает на их основе облигации; ПИФ приобретает облигации за счет взносов пайщиков.

Закон «Об инвестиционных фондах» дает возможность создания открытых и закрытых ПИФов. Средства ПИФов образуются за счет продажи паев инвесторам. Открытые ПИФы зависят от конъюнктуры фондового рынка и в российских условиях не могут обеспечивать устойчивый рост стоимости пая.

Закрытые ПИФы имеют свою специфику:

- а) ограничивают количество сторонних пайщиков, а не паев;
- б) являются специальным инструментом для работы на рынке недвижимости, так как в состав активов фонда могут входить недвижимость и права на недвижимое имущество.

Преимуществами закрытых ПИФов являются:

- 1) экономическая выгода для инвестора;
- 2) более простая и экономичная процедура создания;
- 3) возможность секьюритизации ипотеки объектов коммерческой недвижимости, в том числе объектов незавершенного строительства.

Однако использование ПИФов для рефинансирования коммерческой ипотеки имеет также недостатки:

- 1) отсутствие собственного источника активов;
- 2) отсутствие рынка готовых пулов закладных, достаточного для секьюритизации;
- 3) ориентация каждого ПИФа на определенный ипотечный продукт, поскольку разные продукты трудно совместимы по содержанию и сервисному обслуживанию;
- 4) ограничение свободы негосударственных пенсионных фондов и страховых компаний самостоятельно инвестировать в ипотечные ПИФы.

Специализированный депозитарий проверяет закладные на соответствие критериям для включения в ипотечное покрытие. ПИФ оплачивает

эмитенту приобретенные облигации по цене покупки, которая соответствует сумме непогашенного остатка основного долга по ипотечному кредиту и начисленным, но не выплаченным процентам.

За счет паевых взносов инвесторов ПИФом приобретаются облигации. Преимущества такой схемы состоят в следующем:

а) за счет приобретения облигаций ПИФы обеспечивают диверсификацию своего портфеля и его ликвидность;

б) осуществляется рефинансирование кредитов региональных банков, обеспеченных залогом прав по договору купли-продажи коммерческой недвижимости;

в) возможно приобретение закладных ПИФом за счет паевых взносов пайщиков, что обеспечивает альтернативный источник рефинансирования при сокращении спроса на облигации.

5. Составлен долгосрочный прогноз денежных потоков заемщика при использовании долгосрочной аренды, финансового лизинга и ипотечного кредита на приобретение и эксплуатацию объектов коммерческой недвижимости, что позволило сделать обоснованный вывод о предпочтительности ипотечного кредита по сравнению с альтернативными вариантами финансирования.

Составлен долгосрочный прогноз денежных потоков, характеризующих выдачу и рефинансирование ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости в Самарской области на перспективу 2012 - 2026 гг. в трех вариантах:

1) с выдачей и рефинансированием ипотечного кредита;

2) с использованием долгосрочной аренды;

3) на основе финансового лизинга.

В табл. 2 приведены исходные данные о средней стоимости приобретения объектов коммерческой недвижимости, о сумме кредита, сроках кредитования и процентной ставке в Самарской области для составления прогноза денежных потоков на 2012-2026 гг.

Критерием выбора источника финансирования капитальных вложений является величина суммарных приведенных затрат предприятия-заемщика за период полной амортизации приобретаемого объекта с учетом налоговых выгод.

Анализ показывает, что чистый дисконтированный денежный поток платежей минимален в случае ипотечного кредита (3901 тыс. руб.) в сравнении с долгосрочной арендой (5046 тыс. руб.) и финансовым лизингом (4164 тыс. руб.). Это говорит о предпочтительности приобретения объектов коммерческой недвижимости на основе ипотечного кредита в сравнении с долгосрочной арендой недвижимости и финансовым лизингом.

Таблица 2

Исходные данные по выдаче ипотечных кредитов на приобретение коммерческой недвижимости в Самарской области в 2012 г.

№ п/п	Показатели	Сумма
1	Средняя стоимость приобретения объектов недвижимости, руб.	5 000 000
2	Текущий коэффициент "кредит/залог", %	70
3	Сумма кредита, руб.	3 500 000
4	Срок кредитования, лет	15
5	Процентная ставка по кредиту, % годовых	12

Рассмотрены механизм расчетов и денежные потоки между первичным кредитором, заемщиком, эмитентом и ПИФом на 2012-2026 гг. Поток денежных средств эмитента отражает поступления от продажи облигаций инвесторам, процентные поступления и поступления основного долга по закладным от первичного кредитора. Перечисления включают в себя платежи в пользу первичного кредитора в размере цены покупки закладных, выплаты процентов держателям облигаций, выплаты держателям облигаций в счет погашения их номинальной стоимости.

Ежегодный поток денежных средств эмитента в течение 2012-2026 гг. представлен в табл. 3.

Таблица 3

Прогноз движения денежных средств эмитента облигаций для рефинансирования ипотечных кредитов в Самарской области, тыс. руб.

Показатели	2012 г.	...	2026 г.
<i>Поступления, всего</i>	6 118 200		6 118 200
В том числе:			
от продажи облигаций инвесторам	5 407 500		5 407 500
процентные поступления по закладным от первичного кредитора	324 450		324 450
поступления основного долга по закладным от первичного кредитора	386 250		386 250
<i>Выплаты, всего</i>	6 118 200		6 118 200
В том числе:			
в пользу первичного кредитора в размере цены покупки закладных	5 407 500		5 407 500
выплаты процентов держателям облигаций	300 000		300 000
выплаты держателям облигаций в счет погашения номинальной стоимости облигаций	361 250		361 250
в резерв	49 450		49 450

Источником средств эмитента для выплаты держателям облигаций являются процентные поступления и поступления в счет основного дол-

га по портфелю ипотечных кредитов, получаемые от заемщиков. Средства в размере цены залладных и процентов выплачиваются первичным кредитором эмитенту ежеквартально в пределах полученных процентных поступлений и основного долга по портфелю ипотечных кредитов. непогашенная номинальная стоимость залладных выплачивается за счет поступлений в счет основного долга по портфелю ипотечных кредитов.

Поток денежных средств ПИФа включает в себя средства для формирования ресурсов от продажи инвестиционных паев пайщикам фонда, поступления в виде процентов и основного долга по облигациям от эмитента, а также выплаты, связанные с выкупом облигаций у эмитента, с компенсациями владельцам инвестиционных паев, с вознаграждением управляющей компании и депозитарию.

ПИФ ведет учет задолженности заемщиков по основному долгу и процентным поступлениям. Денежные потоки включают в себя средства на погашение основного долга и процентов по ипотечным кредитам. Ежегодный денежный поток ПИФа в течение 2012-2026 гг. представлен в табл. 4.

Таблица 4

Прогноз движения денежных средств ПИФа по приобретению облигаций для рефинансирования ипотечных кредитов в Самарской области, тыс. руб.

Показатели	2012 г.	...	2026 г.
<i>Поступления всего</i>	6 068 750		6 068 750
В том числе:			
формирование ресурсов ПИФа от продажи инвестиционных паев пайщикам	5 407 500		5 407 500
проценты и основной долг по облигациям от эмитента	661 250		661 250
<i>Выплаты, всего</i>	6 068 750		6 068 750
В том числе:			
выкуп облигаций ПИФом у эмитентов	5 407 500		5 407 500
компенсация владельцам инвестиционных паев	646 488		646 488
выплаты вознаграждения управляющей компании, депозитарию (20% от дохода)	14 762		14 762

ПИФ является квалифицированным инвестором в ипотечные облигации и залладные. За счет приобретения ипотечных облигаций у эмитента ПИФы обеспечивают диверсификацию своего портфеля и его ликвидность. В случае снижения спроса на облигации ПИФ обеспечивает выкуп залладных и размещает их на своем балансе. Договор между ПИФом и первичным кредитором будет обеспечивать куплю-продажу залладных. Такой механизм обеспечивает снижение рисков при рефинансировании ипотечных кредитов.

ПУБЛИКАЦИИ АВТОРА ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

В изданиях, определенных ВАК

1. *Никерясов, А.В.* Проблемы развития ипотеки под коммерческую недвижимость в России в современных условиях [Текст] / А.В. Никерясов // Экон. науки. - 2012. - № 2 (87). - С. 288 - 291. - 0,6 печ. л.
2. *Никерясов, А.В.* Проблемы ипотечного кредитования объектов недвижимости в посткризисный период [Текст] / А.В. Никерясов // Экон. науки. - 2011. - № 5 (78). - С. 297 - 299. - 0,5 печ. л.
3. *Никерясов, А.В.* Совершенствование механизмов рефинансирования ипотечных кредитов в условиях финансовой глобализации [Текст] / А.В. Никерясов // Экон. науки. - 2011. - № 4 (77). - С. 212 - 216. - 0,5 печ. л.

В других изданиях

4. *Никерясов, А.В.* Современные глобализационные процессы и ипотечное кредитование в России [Текст] / А.В. Никерясов // Проблемы совершенствования организации производства и управления промышленными предприятиями : межвуз. сб. науч. тр. / редкол.: Н.А. Чечин, С.А. Ерошевский (отв. ред.) [и др.] - Самара : Изд-во Самар. гос. экон. ун-та, 2011. - Вып. 1. - С.150 - 153. - 0,3 печ. л.
5. *Никерясов, А.В.* Финансовые механизмы формирования ресурсов ипотечного кредитования [Текст] / А.В. Никерясов // Повышение управленческого, экономического, социального и инновационно-технического потенциала предприятий, отраслей и народнохозяйственных комплексов : сб. ст. III Междунар. науч.-практ. конф./ МНИЦ ПГСХА. - Пенза : РИО ПГСХА, 2011. - С. 161 - 165. - 0,4 печ. л.
6. *Никерясов, А.В.* Ипотечное кредитование как инструмент управления финансами [Текст] / А.В. Никерясов // Проблемы развития предприятий: теория и практика : сб.ст. 10-й Междунар. науч.-практ. конф., посвящ. 80-летию Самар. гос. экон. ун-та. - Самара : Изд-во Самар. гос. экон. ун-та, 2011. - С. 215 - 221. - 0,6 печ. л.

Подписано в печать 25.09.2012.

Формат 60/84/16. Бум. писч. бел. Печать офсетная.

Гарнитура "Times New Roman". Объем 1,0 печ. л.

Тираж 150 экз. Заказ № 333

Отпечатано в типографии ФГБОУ ВПО «СГЭУ».

443090, Самара, ул. Советской Армии, 141.