



Татьяна КРЫМОВСКАЯ,  
магистр экономических наук, аспирант БГЭУ

# ЖИЛИЩНОЕ СТРОИТЕЛЬСТВО И ОБЛИГАЦИОННЫЕ ЗАЙМЫ

**ЗАИМСТВОВАНИЯ** в форме выпуска облигаций осуществляются преимущественно для финансирования пяти основных типов программ: производственных, непроизводительных, потребительских, оборотных и бюджетных (рис.).

Целью производительных займов является реализация прибыльных местных инвестиционных проектов, прямо увеличивающих бюджетные доходы, к примеру путем развития предприятий региональной инфраструктуры.

Непроизводительные займы используются, как правило, на финансирование мероприятий, улучшающих муниципальную инфраструктуру и среду обитания, – строительство дорог, мостов, очистных сооружений и т.п. – и не дают прямого экономического эффекта. Возможность применения займов для финансирования подобных проектов определяется наличием обычных доходов (налогов, трансфертов, текущих доходов от собственности и пр.), достаточных для обслуживания и погашения займа.

Средства потребительских займов направляются на текущие расходы и погашаются за счет текущих доходов. Оборотные займы связаны с неравномерностью поступления доходов и используются для покрытия кассовых разрывов внутри бюджетного года.

**Ф**инансирование жилищного строительства за счет выдачи банковских кредитов не только помогает обзавестись жильем значительной части населения, но и усложняет работу системообразующих банков страны. Поэтому государство ищет и другие пути привлечения средств в эту сферу. Как показывает уже накопленный опыт, широко используемый в мировой практике, к числу потенциально эффективных инструментов кредитования жилищного строительства можно отнести облигационные займы.

Бюджетные займы на покрытие расходов, не связанных с долгосрочным развитием и улучшением инфраструктуры, считаются недопустимыми, так как подобные расходы должны покрываться только из текущих доходов (налогов, трансфертов, эксплуатации собственности). Поэтому этот вид займов может быть оправдан лишь исключительными обстоятельствами.

**ПЕРВЫЕ** шаги в развитии облигационных займов в нашей стране были сделаны в 1996 году. При этом наиболее распространенной формой стали облигационные жилищные

займы. Их развитие нашло свое проявление в эмиссиях жилищных облигаций (таблица).

Начиная с 2000 г., на бирже стали проводиться аукционы по размещению целевых облигационных жилищных займов [1, с. 19]. Уполномоченные банки, осуществляющие размещение облигаций местных займов, были приняты в секцию фондового рынка, прошли процедуру допуска к торгам муниципальными ценными бумагами.

Однако использование жилищных облигационных займов ограничилось 1996–2003 годами и позже не возобновлялось. Характерной

*Статья рассматривает проблемы жилищного кредитования в Республике Беларусь. Акцентируется внимание на альтернативных методах кредитования жилищного строительства. Автор сосредоточивает внимание на жилищных облигационных займах, которые в условиях кризиса могут снять нагрузку с банков, осуществляющих жилищное кредитование. Раскрываются новые акценты в обращении жилищных облигаций. Представлена оптимизационная модель для определения облигационного займа.*

*In paper the problems of housing sector lending are concerned in the Republic of Belarus. The attention is focused on alternative methods of housing construction lending. The author concentrates on housing borrowings on a base of bonds issuing which in the conditions of financial crisis can unload the banks that are carrying out housing lending. New accents of bond housing circulation are revealing. The optimization model for definition of housing loan by means of issuing of bonds is presented.*

Статья поступила в редакцию 26.02.2010 г.



Рис. Классификация заимствований в форме выпуска облигаций

Источник: собственная разработка автора.

особенностью того периода стала эмиссия жилищных облигаций, сопровождавшаяся осторожной и взвешенной позицией эмитентов жилищных облигационных займов, в качестве которых выступали исключительно облісполкомы, в вопросах гарантий погашения займа, его доходности.

Отход от облигационного метода финансирования жилищного строительства и ориентация на банковское кредитование наряду с другими причинами способствовал появлению дефицита ликвидности банков, трудностей с формированием «длинных денег» и прочих проблем [5, с.13].

**УКАЗ** Президента Республики Беларусь от 2.07.2009 г. № 367 [3], вступление в силу Инструкции Минфина РБ о порядке выпуска, обращения и погашения жилищных облигаций создают более широкие возможности и предпосылки для их использования на новой основе. Названными до-

кументами регламентированы многие оставшиеся ранее неясными стороны дела. В частности, введены понятия «общая площадь жилого помещения» и «объект долевого строительства». Определена номинация облигаций. Теперь они могут выпускаться не только в белорусских рублях, но и в иностранной валюте. Внесение юридическими и физическими лицами денежных средств эмитенту жилищных облигаций осуществляется в валюте их номинала с учетом требований законодательства.

В отличие от предыдущего порядка, приобрести жилищные облигации теперь могут юридические и физические лица, заключившие с эмитентом договор или соглашение в простой письменной форме, предусматривающие обязательства эмитента по строительству жилых помещений владельцам жилищных облигаций. Четко закреплены требования к договору, заключаемому с застройщиком. Он должен содержать условия о сроках

строительства и особенностях объекта, информацию об отделочных работах, гарантийном сроке, сроке передачи помещения эмитентом владельцу облигаций, порядке возврата денежных средств, расторжения договора в случае продажи облигаций, ответственности сторон и другие требования.

Внесены изменения и в порядок погашения облигаций. При досрочном их погашении держатель может получить только номинальную стоимость (либо жилое помещение в порядке, определенном решением о выпуске облигаций). Ранее при досрочном погашении владелец облигации мог рассчитывать на индексацию с учетом инфляции. Новый регламент ограничивает срок возврата средств шестью месяцами с момента подписания акта о расторжении договора с эмитентом (либо постановления суда, если одна из сторон отказалась от подписания акта). По предыдущему порядку возврат средств по облигациям осуществлялся в месячный срок. Определен четкий срок представления эмитентом облигаций документов, необходимых для государственной регистрации права собственности на жилое помещение. Теперь он составляет два месяца после подписания акта ввода в эксплуатацию объекта жилищного строительства, государственной регистрации создания объекта жилищного строительства и при условии выполнения владельцем жилищных облигаций обязательств по договору с эмитентом.

**РЕЗЮМИРУЯ** содержание обоих упомянутых документов, можно заключить, что они дают новый импульс развитию рынка



Таблица

Объем выпуска местных жилищных целевых займов в Республике Беларусь

Наименование займа	Период проведения	Число выпусков (траншей)	Объем эмиссии, млн. руб.
Первый Минский целевой облигационный жилищный заем	1.11.96-30.06.99 (32 месяца)	1	500
Второй Минский целевой облигационный жилищный заем	22.11.96-22.11.02 (36 месяцев)	1	3900
Первый Брестский целевой облигационный жилищный заем	22.11.96-22.11.02 (34 месяца) 6.07.99-10.07.01 (24 месяца)	2	1500
Первый Гродненский целевой облигационный жилищный заем	15.10.99-15.09.02 (23 месяца)	1	400
Первый Гомельский целевой облигационный жилищный заем	14.06.00 – 14.10.03 (40 месяцев)	1	10500
Первый Могилевский целевой облигационный жилищный заем	01.02.03 – 25.06.03 (5 месяцев) 01.06.03-28.08.03 (3 месяца) 28.08.03-30.09.03 (1месяц)	3	240,8

Источник: Собственные расчеты автора на основе данных Департамента по ценным бумагам Министерства финансов РБ

жилищных облигаций, повышают доверие к ним потенциальных покупателей. Это заметно активизировало данный сегмент рынка. Если в начале 2009 г. на рынке обращались ценные бумаги только одной строительной компании, то к концу года их количество приблизилось к десяти.

Как показал анализ, приобретение квартир по схеме жилищных займов в сравнении с долевым строительством оказалось в среднем на 13,5% дешевле. Если же сравнивать цены предложения по равноценным объектам и на одинаковых этапах строительства (каркасные дома на уровне 5-6 этажей в Советском районе г. Минска), то разница получается еще больше – 14,5% (по облигациям – 1 111 USD/кв. м, по долевого строительству – 1 299 USD/кв. м) [6, с.14].

С середины 2009 года механизм приобретения жилья путем покупки жилищных облигаций начал реализовываться строительной компанией «ДАМААН», которая осуществила эмиссию первого выпуска облигаций. Это было обусловлено заметно выросшим интересом к ма-

логабаритным квартирам. Для удовлетворения потребительского спроса и возникло решение об отходе от реализации готового жилья и выпуске жилищных облигаций [2, с. 16].

Приобретение жилья путем выкупа жилищных облигаций на практике оказывается менее сложным процессом по сравнению с заключением договора долевого строительства. Покупатель после выбора подходящей квартиры заключает соглашение с застройщиком о строительстве и сроках выкупа жилищных облигаций. Договор купли-продажи облигаций оформляется через профессионального участника рынка ценных бумаг.

Тем не менее и сегодня остается ряд нерешенных проблем, сдерживающих процесс использования жилищных облигаций. Так, принимая во внимание, что жилищное облигационное заимствование имеет социальную направленность, было бы целесообразно определять доходность облигаций не ниже уровня аналогичных государственных ценных бумаг, освободить

держателей жилищных облигаций от уплаты налога на доход. В развитых странах именно налоговые льготы являются главной стороной привлекательности жилищных заимствований.

Организация жилищных облигационных займов требует согласованной нормативной и методической базы и таких же действий всех заинтересованных государственных и негосударственных институтов. В особом внимании нуждаются механизмы принятия решений о проведении облигационных займов, отбора структур, участвующих в этом процессе, контроля за ним, налогообложения и гарантий.

**О**СНОВОПОЛАГАЮЩИМ параметром жилищного облигационного займа является объем эмиссии жилищных облигаций, поскольку на его основе эмитент планирует общий объем денежных средств на строительство жилья, финансовые потоки на основе эмиссии и обращения облигаций.

Поскольку объем эмиссии жилищных облигаций зависит от платежеспособного спроса участников займа, не-



обходимости накопления облигационерами (данный термин довольно прочно вошел в терминологию фондового рынка и широко используется в российской практике управления рынком ценных бумаг) необходимого метража жилья за период обращения облигаций, его расчет целесообразно производить при помощи оптимизационной модели, учитывающей интересы всех участников займа, а также то, что заем функционирует в условиях ограниченности инвестиционных ресурсов.

Разработка оптимизационной модели и расчеты по ней позволяют в формализованном виде учесть максимальное количество условий, при которых необходимо найти наилучший вариант параметров займа. Кроме того – проводить варианты расчеты с использованием разных значений параметров и исходных данных, с различными критериями и составом ограничений для моделирования различных ситуаций.

К основным переменным и параметрам уравнений, используемым в модели, можно отнести следующие:

$K$  – общий объем капитала инвестора, вложенного в заем (объем эмиссии облигаций); млн. руб.

$f_t$  – объем инвестиций в заем  $j$ -ой доходной группы в период времени  $t$  (остаток денежных средств, направляемых участниками займа на приобретение облигаций);

$r_t$  – ставка уровня инфляции в момент времени  $t$  (коэффициент);

$t$  – порядковый номер периода выпуска и обращения облигаций;

$a_t$  – процент потенциальных участников займа в  $j$ -ой доходной группе в период времени  $t$ ;

в  $t$  – объем  $j$ -ой группы в период времени  $t$ , чел.

$I_1, \dots, I_z$  – среднедушевой доход на 1 чел. в  $j$ -ой доходной группе в период времени  $t$ , млн. руб.

$i_1, \dots, i_z$  – минимальный расход  $j$ -ой доходной группы в период времени  $t$ , млн. руб.

$j_1, \dots, j_l$  – количество доходных групп, участвующих в займе;

$p_t$  – коэффициент повышения уровня жизни населения в период времени  $t$ , определяемый согласно программам социально-экономического развития региона;

$m$  – социальная норма жилья, кв. м на 1 чел.;

$c_1, c_2, \dots, c_z$  – стоимость 1 кв. м жилья для  $j$ -ой доходной группы в период времени  $t$ , млн. руб.

Искомые переменные в модели являются величина инвестиций в заем ( $f$ ) и общий объем эмиссии облигаций ( $K$ ). Критерий оптимальности модели показывает, что эмитент максимизирует объем жилья, вводимого агрегированным инвестором, т. е. объем эмиссии облигаций выражается как:

$$K \rightarrow \max$$

Объем эмиссии облигаций складывается из следующих параметров:

$$K = \sum_{t=1}^T \sum_{j=1}^z b_t^j a_t^j n_t \rightarrow \max$$

Целевая функция модели имеет следующий вид:

$$K = \sum_{t=1}^T \sum_{j=1}^z b_t^j a_t^j f_t \rightarrow \max$$

Поскольку данная модель предназначена для расчета процесса в динамике, она должна учитывать рост

благополучия общества и уровень инфляции. В этом случае целевая функция приобретает следующий вид:

$$K = \sum_{t=1}^T \sum_{j=1}^z p_t r_t b_t^j a_t^j f_t \rightarrow \max$$

Предлагаемая модель позволяет произвести расчет и оптимизацию объема эмиссии жилищных облигаций и скорректировать его в зависимости от изменения доходов населения региона, количества инвесторов, роста цен на строительство, темпов инфляции, условий эмиссии и обращения жилищных облигаций на законодательном уровне. Ввод скорректированных переменных в соответствии с изменяющимися условиями позволит эмитенту определить оптимальный объем эмиссии облигационного займа и активизировать жилищное строительство в регионе.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Аксенов А. Белорусская валютно-фондовая биржа: шаги становления. Банкау́скі веснік. – 2001 – № 1.
2. Зеленый Бор в ценных бумагах. БелГазета, № 41, 19 октября 2009 г.
3. О некоторых вопросах жилищного строительства. Указ Президента Республики Беларусь от 02.07.2009 № 367. Зарегистрирован в Национальном реестре правовых актов Республики Беларусь 6 июля 2009, № 1/10848.
4. О работе Комитета по ценным бумагам при Совете Министров Республики Беларусь за 2003 год. Белорусский фондовый рынок. – 2004 – № 2.
5. Нам кризис строить и жить помогает. БелГазета, № 41, 19 октября 2009 г.
6. Ценные бумаги в обмен на метры. Новые правила обращения жилищных облигаций повысят их привлекательность. Беларусь и рынок, № 39, 5 октября 2009 г.

Раздел подготовил Сергей КУЛАЧЕНКО.