



ЭКОНОМИКА

УДК 332.834.1

DOI: 10.18324/2224-1833-2021-2-9-15

Корпоративные облигации девелоперов как дополнительный источник фондирования в условиях проектного финансирования долевого жилищного строительства

А.С. Афанасьев^а, Л.В. Клейменова^б

Братский государственный университет, Макаренко, 40, Братск, Россия

^аafanasev-brstu@mail.ru, ^бklv36927@mail.ru

Статья поступила 24.05.2021, принята 30.05.2021

Трансформация модели финансирования долевого жилищного строительства в России, связанная с переходом на принципы проектного финансирования, решая «проблему обманутых дольщиков», одновременно лишает девелоперов дешевого источника финансирования строительства многоквартирных домов, вынуждая их искать наиболее выгодные варианты привлечения инвестиций. В качестве такого источника фондирования, дополняющего механизмы проектного финансирования жилищного строительства, автором предлагается использовать корпоративные облигации девелоперов. В статье исследуется текущая ситуация на рынке массового жилищного строительства и ипотечного кредитования, анализируется инвестиционный потенциал российского долгового рынка, раскрываются преимущества облигационных займов перед проектным финансированием. Делаются выводы об экономической целесообразности выпуска корпоративных облигаций девелоперами и потенциальном спросе на них со стороны инвесторов.

Ключевые слова: облигации, проектное финансирование, девелоперы, жилищное строительство

Corporate bonds of developers as an additional source of funding in the context of project financing of shared-equity housing construction

A.S. Afanasiev^a, L.V. Kleymenova^b

Bratsk State University; 40, Makarenko St., Bratsk, Russia

^aafanasev-brstu@mail.ru, ^bklv36927@mail.ru

Received 24.05.2021, accepted 30.05.2021

Transformation of the financing model of shared-equity housing construction in Russia related to the transition to the principles of project financing, solving the "problem of deceived shareholders", at the same time deprives the developers of a cheap source of financing the construction of apartment buildings, forcing them to look for the most profitable options for attracting investments. As a source of funding that complements the mechanisms of project financing of housing construction, the use of corporate bonds of developers is suggested. The article examines the current situation in the market of mass housing construction and mortgage lending, analyzes the investment potential of the Russian debt market, reveals the advantages of bond loans to project financing. The conclusions are made about the economic feasibility of issuing corporate bonds by developers and potential demand for them from investors.

Keywords: bonds, project financing, developers, housing construction.

Минувший 2020 год без сомнения войдет в историю. Это год, когда в лексикон человечества прочно вошли такие новые понятия как «корона-

вирус», «самоизоляция» и «социальная дистанция», а работа на «удаленке» стала привычным явлением. Однако для России это был год не толь-

ко трагических потрясений в судьбах людей, ежедневного героического подвига врачей, год локдауна, введения временного моратория на банкротства и других государственных антикризисных инноваций в социально-экономической жизни страны, но и год свершений в различных отраслях и сферах национальной экономики.

Не исключением стал и инвестиционно-строительный комплекс Российской Федерации. В частности, именно 2020 год стал рекордным по объемам привлеченных средств граждан в строительство многоквартирных домов за всю новейшую историю России [1]. Несмотря на пандемию коронавируса, было выдано 1,7 млн. ипотечных кредитов и приобретено 42 млн. кв. м. жилплощади в новостройках на сумму 4,3 трлн. руб., что на 50% больше, чем в 2019 году [2, С.1].

Драйверами роста спроса на жилье в новостройках, наряду с появлением механизма решения проблемы «обманутых дольщиков» в виде новых принципов финансирования строительства многоквартирных домов (далее – МКД) через счета эскроу, стали государственные программы, среди которых можно выделить следующие [3, с. 16]:

- программа льготной ипотеки на новостройки под 6,5%;

- программа материнского капитала, расширенная по инициативе Президента России на семью с первенцем с 1 января 2020 года;

- программа выплаты 450 тыс. руб. семьям с третьим и последующим детьми на погашение ипотечного кредита.

Вместе с тем, возможное завершение льготной ипотеки на новостройки с 1 июля 2021 г., за которое выступает ЦБ РФ, либо ее адресное продление в отдельных регионах, за что борется Минстрой России, может привести к заметному торможению спроса на жилье в новостройках. Это связано с тем, что данная государственная программа в условиях ограниченного предложение жилья на первичном рынке стала одной из причин роста цены за квадратный метр жилой площади в новостройках в 2020 году в целом по России на 12%, а в некоторых регионах на 19-30% [4]. Полная или частичная отмена данной антикризисной меры при сохранении высоких цен на первичном рынке жилья неизбежно вынудит часть потенциальных покупателей отложить покупку жилья в новостройках до лучших времен либо переключить свое внимание и инвестиционный интерес на вторичный рынок жилья. Последнее, в частности, связано с тем, что проектное финансирование практически нивелирует экономию в цене квадратного метра жилья при покупке квартиры на «этапе котлована», как это было ранее при старой модели финансирования строительства МКД.

Все это потенциально может замедлить наполнение счетов эскроу, не позволяя девелоперам рассчитывать на быстрое снижение ставок по полученным кредитам, предусмотренное механизмом проектного финансирования. В перспективе данная ситуация может привести к некоторому удорожанию новых привлечений банковских кредитов, поскольку рост и продолжительное сохранение долговой нагрузки на высоком уровне в рамках проектного финансирования, заметно повышает кредитные риски девелоперов-заемщиков. Банковский сектор же традиционно компенсирует данные риски ростом кредитных ставок, а также различными комиссиями и скрытыми платежами. Вероятность данного сценария становится еще выше, если вспомнить, что строительная отрасль по данным ЦБ РФ является одной из наименее кредитоспособных отраслей народного хозяйства. В этих условиях, при нехватке собственных ресурсов для строительства МКД, девелоперы вынуждены искать источники фондирования, дополняющие механизмы проектного финансирования, а также на системной основе изыскивать резервы повышения эффективности управления строительными проектами.

Исследованию данных вопросов посвящены работы отечественных и зарубежных авторов, содержащие различные предложения и подходы к их решению. Например, в качестве альтернативных инструментов финансирования жилищных проектов предлагается использовать эмиссию жилищных сертификатов и односторонневых ипотечных облигаций [5], а примером эффективного решения проблемы управления затратами строительного проекта может служить соответствующий организационно-экономический механизм, предложенный в [6].

Анализ данных и других источников по теме исследования позволяет утверждать, что борьба за доступные финансовые ресурсы по приемлемой цене с возможностью оперативного привлечения в необходимом объеме неизбежно обратит внимание девелоперов на долговой финансовый рынок. Это связано с тем, что российский долговой рынок обладает колоссальным инвестиционным потенциалом. В частности, по итогам 2020 года объем размещенных облигаций в России достиг рекордного уровня в 31 трлн руб. или 29% ВВП [7]. При этом, по нашему мнению, объем российского долгового рынка в ближайшие годы будет только расти, по ряду следующих основных причин.

Во-первых, текущая и средне перспективная макроэкономическая ситуация в России побуждает население менять модель сбережений, осваивая все более сложные финансовые продукты, либо вовсе переходить на модель потребления при отсутствии возможности сбережения. К этому вы-

нуждают высокий уровень наблюдаемой и ожидаемой инфляции в условиях мягкой денежно-кредитной политики Банка России, что превра-

щает банковские вклады в маловыгодный инструмент сбережения капитала (см. рисунок 1).

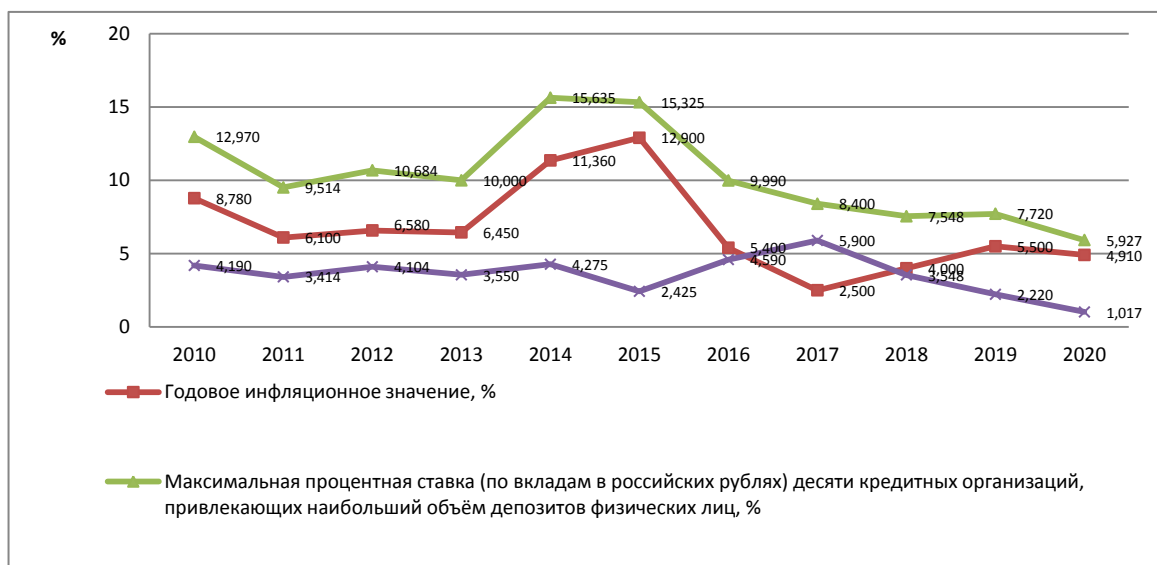


Рис. 1. Динамика максимальной процентной ставки по вкладам в рублях десяти кредитных организаций, привлекающих наибольший объем физических лиц, годовой инфляции и спреда между ними (построено по данным Росстата [8] и ЦБ РФ [9])

Так, в 2020 году по официальным данным инфляция в годовом выражении составила 4,91%, а максимальная годовая ставка по вкладам в рублях в топ-10 кредитных организаций по объемам привлечения вкладов физических лиц – 5,927 %, что привело к сужению спреда между этими показателями до 1,017% (наименьшее годовое значение за всю новейшую историю России). Причем в апреле 2021 г. значение рассматриваемой ставки по вкладам снизилось до 4,634 %, а инфляционные ожидания населения вышли на максимум с февраля 2017 г, достигнув 11,9% . В свою очередь, значение показателя наблюдаемой инфляции (субъективная оценка роста цен за последние 12 месяцев), по мнению респондентов со сбережениями, возросло до 10,5%, а респондентов без сбережений – до 12,5 % [10].

Во-вторых, за последние несколько лет в России существенно возросло число неквалифицированных розничных инвесторов. Это связано, в частности, с активным продвижением банками брокерских услуг населению, появлением качественных маркетплейсов по инвестициям, а также удобных мобильных приложений, позволяющих проводить операции с различными финансовыми инструментами на финансовых рынках. Положительным эффектом стала и возросшая цифровизация национальной экономики, ускорившаяся в результате пандемии коронавируса. В частности, количество физических лиц среди клиентов Московской биржи увеличилось на 32,51% с декабря

2019 по май 2020 года – с 3,86 млн до 5,1 млн. (за это время количество юридических лиц выросло всего на 3,18%). Причем в марте 2020 года (месяц введения локдауна в России) общий объем торгов на Московской бирже вырос на 48,8% и составил 98,8 трлн рублей, что является рекордным показателем за всю историю московских биржевых торгов [11]. При этом по данным ЦБ РФ только за 2020 год произошел более чем двукратный рост числа клиентов на брокерском обслуживании – их число достигло 9,9 млн чел., или 12% экономически активного населения страны, а оценочная стоимость остатков ценных бумаг на счетах физических лиц в российских депозитариях по итогам 2020 года выросла на 45% до 5,3 трлн руб. [12, С.5].

В-третьих, в последние годы существенно укрепилось доверие к российскому долговому рынку со стороны розничных и институциональных инвесторов. Этому способствуют усилия мега регулятора по развитию инфраструктуры финансового рынка, а также участие государства в качестве надежного и активного субъекта долгового рынка, проявляющего к нему особый интерес. Примером последнего может стать реализация АО «ДОМ.РФ» государственной инициативы по запуску в 2021 году механизм инфраструктурных облигаций в девяти пилотных регионах РФ (в частности, в Тульской, Тюменской, Ленинградской, Сахалинской и Ростовской областях), в которых с его помощью планируется возвести около 8 млн кв. м жилья с запланированным объемом выпуска

облигаций в текущем году на уровне в 30 млрд руб. [13]. Ожидается, что инфраструктурные облигации будут востребованы при комплексном подходе развития территорий, где заёмщиком выступает преимущественно застройщик, а их запуск позволит отчасти компенсировать риски сокращения бюджета и финансирования национальных программ в результате пандемии коронавируса при сохранении требуемых объемов строительства.

До вступления в законную силу новой редакции Федерального закона от 30 декабря 2004 года N 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации», обусловленной принятием 1 июля 2018 г. Государственной Думой РФ Федерального закона №175-ФЗ, инвестиционным потенциалом долгового рынка пользовались в основном крупные системные девелоперы, в частности, ПАО «ГК ПИК», АО «ГК Эталон», ПАО «Ингард», Холдинг «Setl Group», входящие по итогам 2020 г. в топ-10 крупнейших застройщиков жилья в России [14]. Переход к новым принципам финансирования строительства МКД ускорил выход на долгового рынка менее крупных девелоперов («Легенда», «Талан», АПРИ «Флай Плэннинг», «Самолет», «Пионер», «Брусника», «Джи-Групп», РСГ, Жилкапинвест, «Гарант Инвест», СК «Легион» и другие), занявших свою нишу на рынке высокодоходных облигаций (далее – ВДО). В результате, в 2020 году совокупный объем размещенных на российском долговом рынке облигаций девелоперских компаний превысил 242 млрд. руб. [15]. Облигации строительного сектора превратились в самый крупный сегмент рынка ВДО с долей в 25 % [16], хотя еще в 2018 году (до утверждения новой редакции 214-ФЗ о переходе на счета эскроу) это доля составляла всего 11 %. Как следствие, рынок ВДО стал наиболее быстрорастущим сегментом российского долгового рынка [17].

Вместе с тем, при выборе источников фондирования одним из ключевых факторов для девелоперов остается стоимость привлечения средств. Так по официальной информации Банка России проектное финансирование в 2021 году обходится девелоперам в среднем от 2,28 до 4,25% [18]. В то время издержки, связанные с размещением долговых обязательств, по оценке аналитиков, варьируются в среднем в пределах 8-10% годовых [19]. Для сравнения стоимость банковского кредита для девелоперов, как правило, сегодня варьируется от +1,5 до +3% к ключевой ставке Банка России, а фиксированная ставка обычно колеблется в пределах 7-14% [20].

Таким образом, на первый взгляд выпуск облигаций для девелоперов экономически целесообразен только при снижении стоимости данного источника фондирования. Однако устойчивый интерес девелоперов, занимающихся массовым жилищным строительством, к долговому рынку говорит об обратном и причины здесь следующие.

Во-первых, стоимость привлечения проектного финансирования может быть существенно выше официальных 4,25%, например, для девелоперов, относящихся к малому и среднему предпринимательству (далее – МСП), работающих на региональных рынках (особенно на начальном этапе привлечения средств на эскроу счета, а также с учетом комиссий и скрытых платежей, иногда даже удваивающих [21] публичную цену привлечения ресурсов).

Во-вторых, по мере формирования положительной публичной кредитной истории и укрепления имиджа девелоперской компании как добросовестного и ответственного заемщика повышаются ее кредитные рейтинги, что позволяет заметно снизить стоимость последующих привлечений заемных средств как на долговом рынке, так и в условиях проектного финансирования и корпоративного банковского кредитования. В частности, большинство новых эмитентов среди компаний-девелоперов предлагают процентные ставки от 8,5% при рейтингах А (+/-) и от 10% при рейтингах ВВВ или ВВВ+ (стабильный), в то время как выплаты по облигациям для застройщиков с высоким рейтингом могут достигать от 6 до 8 % годовых от номинала [22].

В-третьих, размещение облигаций девелоперами потенциально может положительно повлиять на рост капитализации компании в случае ее выхода на IPO (первичное публичное размещение), обеспечив тем самым дополнительный приток собственных средств на ведение и развитие хозяйственной деятельности организации.

Кроме того, особый интерес девелоперов к долговому рынку можно объяснить следующими преимуществами фондирования через облигационные займы в сравнении с проектным финансированием:

- диверсификация источников финансирования, благодаря наличию возможности привлечения финансовых ресурсов от широкого круга потенциальных инвесторов, что в сравнении с проектным финансированием существенно снижает зависимость девелоперов от банка-кредитора или синдиката кредиторов, позволяя сформировать схему заимствования на собственных условиях (по суммам, срокам платежа, вариантам возврата заемного капитала и т.д.);

- отсутствие требования по целевому использованию привлеченных ресурсов, а также возможность привлечения финансирования без залогового обеспечения, что увеличивает гибкость в объемах привлечения и использования заемных ресурсов, позволяя направлять их, например, на рефинансирование текущего долгового портфеля, финансирование стартовых затрат проектов, приобретение новых площадок, развитие и цифровизацию деятельности девелопера;

- возможность привлечения заемного финансирования на более длительный срок в равнении со сроками проектного финансирования, а также возможность эффективного управления долгом, включая возможность досрочно погашать займ через механизм офферты;

- отсутствие необходимости в течение «жизни» большинства видов облигаций выплачивать «тело» долга, поскольку по ним, в отличие от проектного финансирования и корпоративного банковского кредитования, достаточно лишь выплачивать с определенной периодичностью заранее определенный процент инвесторам за использование привлеченных средств (гасить купон), а основной долг при желании может быть покрыт выпуском облигаций рефинансирования;

Следует также отметить, что девелоперы, относящиеся к субъектам МСП, при выпуске облигаций потенциально имеют возможность получить государственную поддержку в рамках национального проекта «Малое и среднее предпринимательство и поддержка индивидуальной предпринимательской инициативы», в частности [23]:

- субсидирование купонных выплат (до 70% от суммы купонных выплат, но не более 70% от ключевой ставки Банка России)

- субсидирование затрат при размещении (до 2% от объема размещения, но не более 1,5 млн. рублей);

- гарантийную поддержку Корпорации МСП (на основной долг по облигациям и купонные выплаты).

Проведенное исследование показало, что корпоративные облигации девелоперов, обращающиеся сегодня на российском долговом рынке, как правило, обладают одним из лучших соотношений между риском и доходностью в сегменте ВДО. При этом, несмотря на умеренные кредитные риски долговых обязательств большинства девелоперов, они вынуждены выплачивать повышенный купон как премию за отраслевой риск, поскольку компании строительного сектора традиционно рассматриваются банковским и инвестиционным сообществом как заемщики с низким кредитным качеством. Исключением являются

лишь облигации крупных системных девелоперов, которые в силу высокой кредитоспособности их эмитентов обращаются в других сегментах долгового рынка. Сложившееся отношение к строительной отрасли связано с тем, что уровень просроченной кредитной задолженности входящих в нее организаций серьезно превышает среднероссийский уровень. Например, в начале 2019 года уровень просроченной задолженности по корпоративным кредитам составил в среднем около 7%, а уровень просроченной задолженности организаций строительной отрасли колебался в диапазоне от 16 до 19 % [24].

Вместе с тем, кредитное качество девелоперов отличается от эмитента к эмитенту, и в целом может быть заметно выше, чем у других корпоративных облигаций, обращающихся на рынке ВДО. Например, по данным [25, С. 6-7] банковские кредиты застройщикам жилья (рассчитанные по списку ДОМ.РФ) имеют более высокое качество по сравнению со строительной отраслью в целом. В частности, на 01.04.2019 доля просроченной задолженности в этих требованиях составила 7,4%, а доля «плохих» ссуд (IV-V категорий качества) – 10,8% (что даже ниже, чем по кредитам юридическим лицам в целом без учета кредитных организаций – 12,5%). Для сравнения уровень просроченной задолженности по кредитам предприятиям строительной отрасли на эту же отчетную дату составлял 21,7%, а по кредитам организациям в сфере недвижимости – 6,1%.

По нашему мнению, снижению кредитных рисков по долговым обязательствам девелоперов, занимающихся строительством МКД, будет продолжаться и дальше. Это связано с тем, что в условиях проектного финансирования девелоперы неизбежно будут стремиться соответствовать жестким требованиям банков, делая свою деятельность все более прозрачной и понятной, а также повышая финансовую дисциплину и эффективность капиталовложений.

Резюмируя все вышеизложенное, можно констатировать, что корпоративные облигации большинства девелоперов уже сейчас по своим кредитным характеристикам приближаются к ценным бумагам второго эшелона, а их высокая доходность вызывает неподдельный интерес не только розничных, но и институциональных инвесторов. При этом преимущества, которые дает выпуск корпоративных облигаций девелоперам, превращает их в привлекательный инструмент фондирования, дополняющий возможности проектного финансирования жилищного долевого строительства.

Литература

1. Велесевич С. Мутко заявил о рекордном вложении средств граждан в новостройки [Электронный ресурс] // РБК Недвижимость: Жилье. 2021. 23 апр. URL: <https://realty.rbc.ru/news/608278409a7947efdb2feada> (дата обращения: 23.04.2021).
2. Рынки жилья и ипотеки: предварительные итоги 2020 г. [Электронный ресурс] // Аналитический центр ДОМ. РФ. М.: ДОМ. РФ. 2021. янв. URL: <https://www.tadviser.ru/images/8/8e/85a67584cb39fb2afc09ef9d72b628e7.pdf> (дата обращения: 28.04.2021).
3. Обзор рынков жилья, жилищного строительства и ипотеки 2020: аналитический обзор [Электронный ресурс] // Аналитический центр ДОМ. РФ. М.: ДОМ. РФ. 2021. март. URL: <https://дом.рф/upload/iblock/e84/e847279b9139afd0ae3f407cd6fb7bf5.pdf> (дата обращения: 12.05.2021).
4. ФАС пройдет по новостройкам [Электронный ресурс] // Коммерсантъ. Недвижимость. 2021. 8 апр. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/4763052> (дата обращения: 08.04.2021).
5. Кубасова Т.И., Каверзина Л.А. Изменение приоритетов гос. поддержки финансирования программ в области жилищной политики // Изв. Байкальского гос. ун-та. 2016. Т. 26. № 6. С. 947-954. URL: elibrary_28140763_22138192.pdf (дата обращения: 06.05.2021).
6. Dorofeeva V.V., Kaverzina L.A., Nuzhina I.P. The process and project approach as the basis for harmonization of development management system of a construction company // IOP Conference Series: Materials Science and Engineering. 3. Ser. «III International Scientific and Practical Conference» Advanced Building Materials and Technologies, 2020. P. 012020. URL: <https://iopscience.iop.org/article/10.1088/1757-899X/911/1/012020/pdf> (дата обращения: 07.05.2021).
7. Гостищева А. Объем размещённых в России облигаций достиг 29 % ВВП [Электронный ресурс] // Pravda.ru. 2021. 8 апр. URL: http://www.pravda.ru/news/economics/1610057-obem_dolgovogo_gynka/ (дата обращения: 21.05.2021).
8. Инфляция Росстат: официальный ИПЦ на 2021 [Электронный ресурс] // Статистика и показатели: федеральные и региональные. 2021. URL: <https://rosinfostat.ru/inflyatsiya/> (дата обращения: 16.05.2021).
9. Динамика максимальной процентной ставки (по вкладам в рос. рублях) десяти кредитных организаций, привлекающих наибольший объём депозитов физических лиц [Электронный ресурс] // Банк России. URL: <https://cbr.ru/statistics/avgproctstav/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=1.12.2009&UniDbQuery.To=1.04.2021> (дата обращения: 01.04.2021).
10. Россияне стали ждать максимального за четыре года роста цен [Электронный ресурс] // РБК Финансы. 2021. 26 апр. URL: <https://www.rbc.ru/finances/26/04/2021/6086d3e29a79479c84be79cb> (дата обращения: 26.04.2021).
11. Марьяина А. Рынок инвесторов-физлиц вырос почти вдвое во время пандемии-исследование [Электронный ресурс] // Новостной отдел RB. RU. 2020. 27 авг. URL: <https://rb.ru/news/market-investor/> (дата обращения: 10.05.2021).
12. Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг: 2020 г.: информационно-аналитический материал. Департамент исследования и прогнозирования [Электронный ресурс] // Центральный банк РФ. 2021. № 4. URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/32068/revi_ew_secur_20.pdf (дата обращения: 04.05.2021).
13. Механизм инфраструктурных облигаций планируется запустить в девяти регионах РФ [Электронный ресурс] // Интерфакс Недвижимость. 2021. 31 марта. URL: https://realty.interfax.ru/ru/news/articles/126288?utm_source=yxnews&utm_medium=desktop (дата обращения: 01.04.2021).
14. Топ застройщиков РФ по объему ввода жилья 2020: Рейтинг ЕРЗ [Электронный ресурс] // Единый ресурс застройщиков (ЕРЗ РФ). 2021. URL: https://erzrf.ru/top-zastroyshchikov/rf?topType=1&utm_medium=email&utm_source=UniSender&utm_campaign=245685445&date=2020 (дата обращения: 12.05.2021).
15. Велесевич С. Ценные бумаги вместо кирпичей: что нужно знать про облигации девелоперов [Электронный ресурс] // РБК Недвижимость: Отрасль. 2020. 26 нояб. URL: <https://realty.rbc.ru/news/5fbf97739a7947b1d594b6eb> (дата обращения: 06.05.2021).
16. Строительные облигации: почему вам придется научиться в них разбираться [Электронный ресурс] // Журнал Yango.Pro. 2020. 04 июня. URL: <https://yango.pro/blog/stroitelnye-obligatsii-pochemu-vam-pridetsya-nauchitsya-v-nikh-razbiratsya/> (дата обращения: 16.04.2021).
17. Московская биржа запускает индекс ВДО [Электронный ресурс] // ООО «Компания БКС». 2021. 26 марта. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/moskovskaia-birzha-zapuskayet-indeks-vdo> (дата обращения: 27.04.2021).
18. Информация о проектном финансировании: заключении кредитных договоров с застройщиками, использующими счета эскроу для расчетов по договорам участия в долевом строительстве, и открытии счетов эскроу для расчетов по договорам участия в долевом строительстве [Электронный ресурс] // Банк России. URL: https://cbr.ru/analytics/finansirovaniedolevogo-stroitelstva/2021-03-01/#_ftn4 (дата обращения: 08.05.2021).
19. Эксперты: эмиссия облигаций станет для застройщиков хорошей альтернативой проектному финансированию [Электронный ресурс] // Единый ресурс застройщиков (ЕРЗ РФ). 2019. 24 окт. URL: <https://erzrf.ru/news/eksperty-emissiya-obligatsiy-stanet-dlya-zastroyshchikov-khoroshey-alternativoy-proyektnomu-finansirovaniyu?search=облига> (дата обращения: 28.04.2021).
20. Биржевые облигации в эпоху эскроу - практический опыт девелоперов: вебинар [Электронный ресурс] // Live, Московская биржа, НКР. 2020. 17 июля. URL: <https://www.youtube.com/watch?v=uUO7StIFtQo> (дата обращения: 16.04.2021).

21. Миронов В. За домами на долговой рынок: Будет ли в России облигационный бум от застройщиков [Электронный ресурс] // ФИНАМ (Finversia.ru). 2019. 12 нояб. URL: <https://www.finam.ru/about/newsitem/za-domami-na-dolgoi-rynok-budet-li-v-rossii-obligacionnyy-bum-ot-zastroi-shikov-finversia-ru-20191112-182641/> (дата обращения: 23.04.2021).
22. Выпуск облигаций становится альтернативой банковскому финансированию стройки [Электронный ресурс] // Все новостройки.ru; Метриум. 2019. 23 окт. URL: <https://vsenovostroyki.ru/articles/16082/> (дата обращения: 03.05.2021).
23. Гарантии и поручительства по биржевым облигациям [Электронный ресурс] // Корпорация МСП. URL: <https://corpmsp.ru/finansovaya-podderzhka/garantii-i-poruchitelstva-po-birzhevym-obligatsiyam.php> (дата обращения: 26.04.2021).
24. ЦБ обеспокоен уровнем просроченных кредитов застройщиков [Электронный ресурс] // Investfuture.ru. Вести экономика. 2019. 12 апр. URL: <https://investfuture.ru/news/id/cb-obespoen-u-rovnem-prosrochennyh-kreditov-zastroi-shchikov#:~:text=Он%20превышает%20в%20целом%20уровень,до%2019%25%22%2C%20-%20сообщил%20она> (дата обращения: 05.05.2021).
25. Ахметов А., Карлова Н., Морозов А., Чернядьев Д. Проблемы и риски кредитного финансирования жилищного строительства: аналитическая записка [Электронный ресурс] // Центральный банк РФ. Департамент исследований и прогнозирования. 2019. июль. URL: https://cbr.ru/content/document/file/73070/analytic_note_20190711_dip.pdf (дата обращения: 26.04.2021).