

В.С. Липатников, А.А. Удалова

ВЛИЯНИЕ НОВОЙ МОДЕЛИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ЖИЛИЩНОГО СТРОИТЕЛЬСТВА НА ОСНОВЕ ЭСКРОУ-СЧЕТОВ НА ХАРАКТЕРИСТИКИ СДЕЛОК НА РЫНКЕ ПЕРВИЧНОЙ ЖИЛОЙ НЕДВИЖИМОСТИ

В статье поставлена цель определить, как введение модели финансирования посредством использования эскроу-счетов повлияет на издержки строительных компаний и покупателей жилой недвижимости. В рамках исследования было проведено интервью с представителем банка, занимающегося кредитованием строительной отрасли, которое позволило установить типичную структуру затрат по строительным проектам и ценовые характеристики жилья. Оценка изменения издержек осуществлялась путем анализа изменения себестоимости строительства, рентабельности продаж и роста цен на жилую недвижимость. Применялся метод анализа чувствительности.

Исследование показало, что себестоимость строительства и цены на жилую недвижимость вырастут в среднем не более чем на 10%, рентабельность строительных компаний снизится также не более чем на 10%. Заметного снижения дисконта к стоимости готового жилья при покупке на ранней стадии строительства не прогнозируется.

Можно утверждать, что целью введения новой модели финансирования было не повышение доступности жилья, а снижение с минимальными издержками для государства социальных рисков, связанных с неспособностью застройщиков выполнить свои обязательства. Основным выгодоприобретателем от введения новой схемы финансирования являются банки.

Ключевые слова: рынок недвижимости; строительная отрасль; финансирование строительства; долевое финансирование; эскроу-счета

Для цитирования: *Липатников В.С., Удалова А.А.* Влияние новой модели финансирования жилищного строительства на основе эскроу-счетов на характеристики сделок на рынке первичной жилой недвижимости // Регион: экономика и социология. – 2020. – № 3 (107). – С. 242–269. DOI: 10.15372/REG20200310.

ВВЕДЕНИЕ

В России в настоящее время осуществляется переход к новой модели финансирования строительства жилья, основанной на использовании эскроу-счетов (также часто применяется термин «проектное финансирование»). Эта модель финансирования предполагает глубокую трансформацию механизма отношений между участниками системы жилищного строительства (покупателями недвижимости, застройщиками и банками) путем использования специальных счетов, называемых эскроу, на которых аккумулируются выплаты покупателей недвижимости до ввода жилья в эксплуатацию.

Поскольку эти законодательные изменения были осуществлены совсем недавно, ни представители научного сообщества, ни строительная отрасль не смогли пока определить эффект от происходящей трансформации. Имеющиеся научные публикации носят общий характер [5; 7; 10], а информация, поступающая от игроков строительного рынка, противоречива. Появившиеся в средствах массовой информации оценки изменения себестоимости строительства и стоимости нового жилья представляют собой экспертное мнение, не подкрепленное расчетами.

С учетом значимости жилищного строительства как для экономики нашей страны, так и для благосостояния и достойного качества жизни населения нам представляется исключительно важным провести анализ экономических последствий перехода к новой модели финансирования. Под экономическими последствиями мы понимаем изменение величины издержек ключевых игроков рынка новой жилой недвижимости – застройщиков и потенциальных покупателей.

Проведем наш анализ на примере рынка Санкт-Петербурга как одного из крупнейших рынков жилищного строительства после Москвы (он устойчиво входит в первую тройку региональных рынков

нового жилья¹). Отметим, что именно по рынку Санкт-Петербурга у нас есть доступ к закрытым корпоративным данным – к информации по финансовым показателям реальных строительных проектов (поскольку соответствующей открытой статистики не накоплено, закрытые данные являются единственным источником эмпирической информации, что типично для строительной отрасли [8]). Такой узкий региональный охват, безусловно, накладывает ограничения на полученные нами результаты. Тем не менее, учитывая уже упомянутую роль Санкт-Петербурга для строительной отрасли России, мы полагаем, что эти результаты будут представлять интерес для профессионалов рынка, исследователей и органов государственного управления.

Оценка будет проведена на примере типового строительного проекта (для получения усредненных данных относительно тенденции развития рынка недвижимости) и по 13 проектам жилищного строительства, завершенным до введения счетов эскроу. Использование типового проекта также накладывает дополнительные ограничения на результаты нашего исследования, поскольку мы отказываемся от учета конкретных особенностей различных жилищных проектов. Тем не менее, принимая во внимание широкое разнообразие жилищных проектов, такое усреднение мы полагаем необходимым. Кроме того, анализ 13 разнотипных проектов позволяет в некоторой степени учесть различия между жилищными проектами. В целях сохранения конфиденциальности предоставляется информация только о количественных параметрах проектов без указания их названий и без упоминания компаний и банков, которые участвовали в их реализации.

Прикладная научная задача исследования заключается в оценке величины изменений ключевых параметров сделок на рынке новой жилой недвижимости, вызванных переходом к новой модели финансирования жилищного строительства. Такими параметрами являются себестоимость строительства и структура себестоимости, рентабельность продаж, цены на недвижимость и дисконт.

¹ См.: *Жилищное строительство*: Октябрь 2019. Аналитическая записка. Банк России. – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/84168/analytic_note_20191004_ddkp.pdf.

Теоретическая задача исследования состоит в выявлении организационно-экономической природы проведенной реформы финансирования строительства нового жилья.

ИЗМЕНЕНИЯ МОДЕЛИ ФИНАНСИРОВАНИЯ СТРОИТЕЛЬСТВА ЖИЛОЙ НЕДВИЖИМОСТИ

Традиционной моделью привлечения денежных средств для жилищного строительства в России в постсоветский период является долевое финансирование (на основе договоров долевого участия – ДДУ). При использовании долевого финансирования застройщики предлагают населению самостоятельно профинансировать строительство их жилья еще на раннем этапе [1, с. 8; 3, с. 199–201]. Долевое финансирование регулируется федеральным законом № 214 ².

С финансовой точки зрения ДДУ привлекателен для дольщика тем, что при его заключении на ранних этапах строительства недвижимость продается с существенным дисконтом от рыночной стоимости готового жилья (из-за наличия рисков и достаточно длительного срока между оплатой жилья и его фактической сдачей) [9, с. 3176–3181].

В то же время долевое финансирование связано для дольщика с рядом рисков. Застройщик может обанкротиться и не выполнить те или иные обязательства перед дольщиком. Кроме того, сроки, оговоренные в ДДУ, зачастую не соблюдаются застройщиком [4, с. 65–66; 11, с. 909]. Частота наступления этих рисков стала причиной того, что государством было принято решение отказаться от прежней схемы долевого финансирования и перейти к новой модели привлечения денежных средств в отрасль жилищного строительства на основе эскроу-счетов, заимствованных из мировой практики [2]. Эта модель

² См.: *Федеральный закон от 30.12.2004 № 214-ФЗ (ред. от 25.12.2018) «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации»*. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_79468/4e7ba773c450e82897ffdfec7ee29fd774e846d/.

предполагает включение в цепочку «застройщик – дольщик» нового промежуточного звена, а именно банка. Произойдет переход от системы двусторонних отношений «банк – покупатель квартиры», «банк – застройщик» и «застройщик – покупатель квартиры» (типичной для долевого финансирования) к трехсторонним отношениям «застройщик – банк – покупатель квартиры», в которых банк становится посредником между застройщиком и покупателем и обеспечивает гарантию интересов покупателя (такая система трехсторонних, а не двусторонних отношений типична для инновационных форм финансирования хозяйственной деятельности [6]).

В рамках перехода к новой модели вводятся³ эскроу-счета – специально созданные счета дольщиков, на которых будут аккумулироваться их выплаты до завершения строительства дома. Теперь застройщик не будет иметь доступ к денежным средствам дольщиков до того, как введет в эксплуатацию жилье (например, готовую квартиру) как минимум по одному ДДУ. В случае срыва сроков строительства или банкротства застройщика вложенные деньги вернут дольщику, а объект могут передать более надежному девелоперу.

Преимущества и недостатки использования новой схемы финансирования по сравнению с прежней приведены в табл. 1.

Ниже мы попытаемся оценить влияние представленных в табл. 1 факторов на параметры сделок на рынке новой недвижимости. Для этого проанализируем изменение следующих показателей:

- себестоимость строительства и структура себестоимости;
- рентабельность продаж;
- цены на недвижимость и дисконт.

Остальные изменения не могут быть оценены количественно с приемлемой степенью достоверности.

³ См.: *Федеральный закон от 30.12.2004 № 214-ФЗ (ред. от 25.12.2018) «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации»*; *Банки выжмут из стройки триллионы // Эксперт. – 2019. – № 5. – С. 42–45.*

Таблица 1

Сравнительный анализ преимуществ и недостатков схемы финансирования жилищного строительства с использованием эскроу-счетов

Преимущества	Недостатки
<i>Для покупателей жилья</i>	
<ul style="list-style-type: none">• Гарантия возврата денежных средств при банкротстве застройщика / невыполнении сроков, предоставляемая банком.• Государственная гарантия для внесенных на эскроу-счета средств (в пределах 10 млн руб.)	<ul style="list-style-type: none">• Рост цен на жилье и изменение дисконта на ранней стадии строительства.• Снижение предложения на рынке жилья (из-за ухода с рынка части застройщиков по причине их несоответствия новым требованиям).• Замораживание денег на эскроу-счетах без начисления процентов
<i>Для застройщиков</i>	
<ul style="list-style-type: none">• Снижение процентной ставки по кредиту в зависимости от размера средств на счетах эскроу.• Отсутствие необходимости уплаты взноса в компенсационный фонд долевого строительства.• Гарантия финансирования проекта (благодаря банковскому кредиту)	<ul style="list-style-type: none">• Нужда в собственных средствах для обслуживания кредитного плеча.• Невозможность использования средств дольщиков.• Рост себестоимости строительства (из-за привлечения банковского финансирования).• Отсутствие возможности котлового финансирования.• Снижение рентабельности продаж.• Сложность и ограниченность привлекаемого финансирования

ИНТЕРВЬЮ С ЭКСПЕРТОМ

Чтобы собрать дополнительную информацию для расчета влияния перехода от долевого строительства к проектному финансированию по системе эскроу-счетов, было проведено интервью с заместителем начальника кредитного управления департамента отрасли строительного комплекса и недвижимости одного из уполномоченных банков в России. Данные, полученные в ходе интервью, неизбежно носят усредненный характер, но при этом в целом отражают

рыночную ситуацию (благодаря хорошему знакомству с ней опрашиваемого эксперта). Данные были предоставлены при условии сохранения конфиденциальности источника, т.е. если не будет указано название банка. Приведем лишь ключевую информацию, которая была предоставлена экспертом и которая будет далее использована для расчетов.

1. Квартиры в жилых проектах разделяют на следующие группы: «эконом», «комфорт», «бизнес» и «элит». Себестоимость типового строительного проекта с учетом покупки земли составляет в Санкт-Петербурге 2 млрд руб. Средняя продаваемая площадь дома – 25 тыс. кв. м, средняя площадь квартиры – 55 кв. м. Себестоимость строительства по Санкт-Петербургу – 60 тыс. руб./кв. м, с учетом покупки земли – 80 тыс. руб./кв. м. Около 80% сделок имеют дополнительные залоговые, например земельные участки под другие проекты. Средний срок строительства – 2,5 года.

2. Дисконт на ранней стадии строительства обычно составляет 15–20%. Эксперт не ожидает значительного изменения дисконта в условиях нововведений в ФЗ № 214, так как застройщику будут необходимы ранние сделки для получения меньшей процентной ставки по кредиту. Эта информация, на наш взгляд, очень важная. Если рассматривать дисконт как ставку процента, включающую в себя плату за пользование денежными средствами и премию за риск, то отсутствие снижения дисконта означает, что риски заемщика, несмотря на переход к эскроу-счетам, не снижаются. С другой стороны, необходимость привлекать средства дольщиков на ранних стадиях строительства может вынуждать строительные компании сохранять прежнюю величину дисконта, несмотря на снижение рисков. На рынке сложилась определенная величина этого дисконта, существуют ожидания дольщиков относительно нее, и компании могут не рискнуть значительно уменьшать ее, по крайней мере в краткосрочной перспективе.

3. Кредит на строительство для типового проекта по старым правилам составляет примерно 30% от себестоимости по ставке примерно 11% во всех банках, по новым правилам – до 85% бюджета проекта.

Минимум в размере 15% собственных средств требуется в банке, который представляет эксперт, и в большинстве банков-конкурентов. Средства, равные сумме средств на счетах эскроу, в России облагаются минимальной ставкой в 4–6%. Ставка все время пересчитывается в зависимости от поступлений на счета эскроу и стремится к нулю. Оставшаяся сумма кредитования облагается высокой ставкой в 10–12%, так как не обеспечена реальными средствами покупателей.

4. Средневзвешенная процентная ставка (в зависимости от объема денежных средств, размещенных на счетах эскроу, открытых в целях расчетов по заключаемым застройщиками договорам участия в долевом строительстве) рассчитывается на каждый день по формуле

Если $CЗ > Э$, то $ПС = (Э \cdot СС + (CЗ - Э) \cdot БС) / CЗ$;

Если $Э > CЗ$, то $ПС = \max. [(CЗ \cdot СС - (Э - CЗ) \cdot Д) / CЗ; 2/5 \cdot У]$,

где $Э$ – сумма денежных средств, размещенных на всех счетах эскроу; $CЗ$ – остаток ссудной задолженности по кредитному договору; $У$ – ключевая ставка ЦБ РФ; $Д$ – депозитная ставка; $БС$ – процентная ставка, применяемая к части ссудной задолженности свыше суммы денежных средств на счетах эскроу; $ПС$ – средневзвешенная дневная процентная ставка.

5. Банк, представитель которого дал информацию, получает комиссию за выдачу кредита в размере 0,8–1,5% от суммы кредитного лимита. Также есть комиссия за сопровождение инвестиционного кредита в размере 0,1–0,15% от среднедневного остатка ссудной задолженности.

6. Примерная структура затрат застройщика с учетом начисленного НДС приведена в табл. 2. Если учитывать проценты, по старым правилам они составляли примерно 8–10% от себестоимости, т.е. были достаточно существенной статьей расходов. Ожидается, что при новых правилах их доля станет еще больше.

7. Остатки на счетах эскроу, по предположению эксперта, в каждом месяце равны нуждам в денежных средствах на строительство. Это означает, что темпы продаж и темпы строительства идут вровень.

Таблица 2

Структура затрат на строительство жилой недвижимости

Тип затрат	Статьи затрат	Доля, %
1. Предпроизводственные затраты	1.1. Расчеты по договору аренды земельного участка	0,0
	1.2. Прочие предпроектные затраты	0,2
	1.3. Расчеты по покупке земельного участка	15,7
	1.4. Расчеты с государственными и муниципальными органами	4,4
2. Производственные затраты	2.1. Проектирование	5,1
	2.2. Подготовительные работы (включая снос)	6,5
	2.3. Нулевой цикл	16,7
	2.4. Надземная часть	22,3
	2.5. Внутренние сети и работы	11,5
	2.6. Внутренние и наружные слаботочные сети	0,9
	2.7. Наружные сети	6,1
	2.8. Благоустройство	0,8
	2.9. Затраты по содержанию и сдаче объекта (включая страхование строительно-монтажных работ)	0,4
	2.10. Вознаграждение генподрядчика	0,8
	2.11. Резерв до РЦЦС (накладные проектные расходы)	2,7
3. Внепроизводственные затраты	3.1. Затраты на маркетинг и рекламу	3,1
	3.2. Агентские расходы	1,3
	3.3. Взносы в компенсационный фонд ДДУ	1,3

То есть застройщик берет в кредит сумму на месяц, и в этом месяце на счета эскроу начисляется соответствующая сумма от покупателей.

8. Рост цен, по мнению эксперта ожидается не ниже роста стоимости строительства в процентном отношении.

МЕТОДОЛОГИЯ АНАЛИЗА ВЛИЯНИЯ НОВОЙ МОДЕЛИ ФИНАНСИРОВАНИЯ НА ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПАРАМЕТРЫ ЖИЛОЙ НЕДВИЖИМОСТИ

Для оценки влияния новой модели финансирования на рентабельность строительных компаний будет применяться метод анализа чувствительности (изменяемым параметром будут проценты по кредиту). Нижняя граница диапазона процентного роста цен на недвижимость определяется ростом себестоимости. Верхнюю границу диапазона можно определить, зная, насколько застройщику необходимо повысить цены, чтобы сохранить рентабельность продаж, которая достигалась до ввода системы эскроу-счетов. Данная методология соответствует методологии PwC, примененной в анализе влияния перехода на систему эскроу-счетов в России. Соответственно, верхняя граница будет определяться на основе результатов расчетов себестоимости и рентабельности до и после ввода эскроу⁴.

Оценить изменение дисконта с точки зрения спроса на недвижимость в рамках данного исследования не представляется возможным, так как изменения спроса непредсказуемы из-за отсутствия статистического исторического опыта применения эскроу-счетов в строительной отрасли России.

Основными допущениями методологии являются характеристики типового жилого проекта в Санкт-Петербурге⁵, выявленные посредством интервью:

- продаваемая площадь дома – 25 тыс. кв. м;
- себестоимость строительства в условиях старой версии закона с учетом покупки земли – 2 млрд руб.;

⁴ См.: *Индикативный анализ влияния перехода на механизм эскроу-счетов для типового жилого проекта и проекта комплексной жилой застройки*. – URL: <https://www.pwc.ru/en/real-estate-services/assets/escrow-edited-2.pdf>.

⁵ Объем статьи не позволяет дать обзор различий между типовыми жилыми проектами в Санкт-Петербурге и в других регионах нашей страны. Эту информацию можно найти в профильных обзорах, например в аналитической записке Банка России (URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/84168/analytic_note_20191004_ddkp.pdf).

- средний срок строительства – 2,5 года (30 месяцев);
- себестоимость строительства в месяц, равная себестоимости строительства, деленной на средний срок строительства: $2 \text{ млрд руб.} / 30 \text{ мес} = 66,6 \text{ млн руб.}$;
- среднее количество квартир в доме, равное частному продаваемой площади дома и средней площади квартиры: $25 \text{ тыс. кв. м} / 55 \text{ кв. м} = 455 \text{ ед.}$;
- собственные средства застройщика – 15%, банковское проектное финансирование – 85%.

Другие допущения расчета:

- так как новый закон предусматривает, что кредиты в банке должны заменить застройщикам деньги дольщиков, правомерно предположить, что остатки на счетах эскроу в каждом месяце равны остаткам задолженности по кредиту. Допущение одобрено отраслевым экспертом в интервью;
- предполагается, что стоимость строительных материалов, курс рубля и прочие факторы, влияющие на себестоимость строительства независимо от изменений в ФЗ № 214, после окончательного вступления в силу нововведений в ФЗ № 214 изменятся незначительно⁶. Это допущение позволит оценить чистый эффект влияния нововведений на строительную отрасль;
- средний дисконт на покупку квартиры на ранней стадии строительства в условиях долевого строительства составлял 19%⁷;
- данные о реальных строительных проектах, рассматриваемые в исследовании, соответствуют данным об общей площади в квадратных метрах, продаваемой площади в квадратных метрах, сумме затрат в тысячах рублей, ставке по кредиту в про-

⁶ Статья готовилась в 2019 г., и тогда было невозможно прогнозировать резкое падение курса рубля, случившееся весной 2020 г. В результатах исследования это падение курса не учтено, таким образом, в работе приводится чистый эффект перехода к новой модели финансирования, остальные факторы во внимание не принимаются.

⁷ См.: *Индикативный анализ влияния перехода на механизм эскроу-счетов для типового жилого проекта и проекта комплексной жилой застройки.*

центах и о поступлениях от продаж в тысячах рублей 13 реальных строительных проектов Санкт-Петербурга, реализованных в условиях долевого строительства.

РАСЧЕТ ИЗМЕНЕНИЯ СЕБЕСТОИМОСТИ И СТРУКТУРЫ СЕБЕСТОИМОСТИ

Принимая во внимание основные допущения методологии и структуру затрат, выявленную посредством интервью, рассчитаем структуру себестоимости типового строительного жилого проекта в абсолютных величинах без учета уплаты процентов по кредиту. В таблице 3 приведены затраты застройщика в условиях отсутствия системы с эскроу-счетами и при НДС в размере 18%.

Теперь необходимо рассчитать структуру расходов с учетом повышения НДС до 20% (табл. 4). Затраты, на которые НДС не начисляется, выделены в табл. 4 курсивом.

Учитывая увеличение НДС с 18 до 20%, видим относительно незначительное увеличение себестоимости – на 1,9%:

$$\frac{(2037\ 427\ 127\ \text{руб.} \quad 2\ 000\ 000\ 000\ \text{руб.})}{2\ 000\ 000\ 000\ \text{руб.}} \quad 1,9\%$$

Далее надо рассчитать изменения структуры и абсолютных значений себестоимости с учетом следующих изменений, внесенных в строительную отрасль посредством нововведений в ФЗ № 214: 1) отсутствие взноса в компенсационный фонд ДДУ; 2) увеличенный размер процентных выплат, так как в условиях новых правил банковское проектное финансирование покрывает до 85% нужд проекта.

Учитывая допущение модели о том, что средства на счетах эскроу в каждом месяце равны остаткам задолженности, рассчитаем годовую процентную ставку по формуле

$$ПС = ПС1 \quad \mathcal{E} + ПС2 \quad СЗ, \quad \mathcal{E} = 1, \quad СЗ = 0,$$

где ПС – процентная ставка; \mathcal{E} – доля суммы денежных средств, размещенных на всех счетах эскроу в кредите; ПС1 – процентная ставка на данную долю; СЗ – доля остатка ссудной задолженности по кредитному договору в кредите; ПС2 – процентная ставка на данную долю.

Таблица 3

**Затраты на реализацию типового проекта жилой недвижимости
при традиционных договорах долевого участия и прежней ставке НДС**

Тип затрат	Статьи затрат	Сумма, руб.
1. Предпроизводственные затраты	1.1. Расчеты по договору аренды земельного участка	50 264
	1.2. Прочие предпроектные затраты	4 639 090
	1.3. Расчеты по покупке земельного участка	313 576 658
	1.4. Расчеты с государственными и муниципальными органами	87 617 007
2. Производственные затраты	2.1. Проектирование	102 796 526
	2.2. Подготовительные работы (включая снос)	130 792 320
	2.3. Нулевой цикл	333 767 884
	2.4. Надземная часть	446 411 965
	2.5. Внутренние сети и работы	229 959 526
	2.6. Внутренние и наружные слаботочные сети	18 452 458
	2.7. Наружные сети	122 812 506
	2.8. Благоустройство	16 288 598
	2.9. Затраты по содержанию и сдаче объекта (включая страхование строительно-монтажных работ)	8 542 032
	2.10. Вознаграждение генподрядчика	15 944 092
	2.11. Резерв до РЦЦС (накладные проектные расходы)	54 930 570
3. Внепроизводственные затраты	3.1. Затраты на маркетинг и рекламу	61 344 414
	3.2. Агентские расходы	26 991 542
	3.3. Взносы в компенсационный фонд ДДУ	25 082 547
Итого		2 000 000 000

Таблица 4

Затраты на реализацию типового проекта жилой недвижимости при новой ставке НДС

Тип затрат	Статьи затрат	Сумма, руб.
1. Предпроизводственные затраты	1.1. Расчеты по договору аренды земельного участка	51 270
	1.2. Прочие предпроектные затраты	4 731 872
	1.3. Расчеты по покупке земельного участка	319 848 191
	1.4. Расчеты с государственными и муниципальными органами	87 617 007
2. Производственные затраты	2.1. Проектирование	104 852 456
	2.2. Подготовительные работы (включая снос)	133 408 167
	2.3. Нулевой цикл	340 443 242
	2.4. Надземная часть	455 340 205
	2.5. Внутренние сети и работы	234 558 716
	2.6. Внутренние и наружные слаботочные сети	18 821 507
	2.7. Наружные сети	125 268 756
	2.8. Благоустройство	16 614 370
	2.9. Затраты по содержанию и сдаче объекта (включая страхование строительно-монтажных работ)	8 712 873
	2.10. Вознаграждение генподрядчика	15 944 092
	2.11. Резерв до РЦЦС (накладные проектные расходы)	56 029 181
3. Внепроизводственные затраты	3.1. Затраты на маркетинг и рекламу	62 571 302
	3.2. Агентские расходы	27 531 373
	3.3. Взносы в компенсационный фонд ДДУ	25 082 547
Итого		2 037 427 127

Согласно методологии расчета процентных ставок при использовании эскроу-счетов процентная ставка финансирования строительства является плавающей и пересчитывается ежедневно на основе суммы средств на эскроу-счетах и оставшейся суммы задолженности. По информации от эксперта, средства, равные сумме средств на счетах эскроу, облагаются минимальной ставкой в размере 4–6%, а оставшаяся сумма кредитования облагается высокой ставкой в размере 10–12%, так как не обеспечена реальными средствами покупателей. Следовательно, средняя ставка с учетом допущения равна:

$$IR_1 = (4\% + 6\%) / 2 = 5\%.$$

Учитывая срок строительства в 30 месяцев, надо рассчитать величину процентных выплат за весь период. Для экономии места дальнейшие расчеты не приводятся, даны лишь окончательные результаты:

- сумма кредитования – 1 710 192 893 руб.;
- процентные выплаты за весь срок кредитования – 97 314 554 руб.;
- общая себестоимость строительства $Costs_1$ с учетом процентных выплат – 2 109 169 133 руб.

Теперь следует рассчитать повышение себестоимости от начального значения, пересчитанного с учетом процентных выплат. Согласно информации из интервью, в условиях долевого строительства кредит составлял в среднем только 30% от общей суммы себестоимости и выдавался под 11%. В этом случае величина процентных выплат составит 32 972 500 руб. Тогда общая себестоимость строительства с учетом процентных выплат равна:

$$Costs_0 = 2\,000\,000\,000 \text{ руб.} + 32\,972\,500 \text{ руб.} = 2\,032\,972\,500 \text{ руб.}$$

В итоге общая себестоимость с учетом НДС и новых правил ФЗ № 214 при допущении о равномерном темпе продаж превышает начальное значение на 3,8%.

Теперь рассмотрим другой случай. Если упразднить допущение о том, что средства на счетах эскроу в каждом месяце равны остаткам задолженности, и предположить, что продажи идут наихудшими темпами, тогда процентная ставка станет максимальной, т.е.

$$IR_2 = (10\% + 12\%) / 2 = 11\%.$$

В этом случае процентные выплаты составят 214 092 018 руб. Тогда общая себестоимость строительства с учетом процентных выплат равна:

$$\text{Costs}_2 = 214\,092\,018 \text{ руб.} + 2\,012\,344\,580 \text{ руб.} = 2\,226\,436\,598 \text{ руб.}$$

В таком случае общая себестоимость с учетом НДС и новых правил ФЗ № 214 при допущении о наихудшем темпе продаж превышает начальное значение на 9,5%.

Что касается структуры себестоимости, то при повышении НДС и под влиянием нововведений в ФЗ № 214 она также изменится.

Структура себестоимости с учетом процентных выплат в условиях долевого строительства и в соответствии с нововведениями в ФЗ № 214 при разных ставках процента приведена в табл. 5.

Вывод. Нововведения в ФЗ № 214 и повышение НДС, согласно приведенному выше анализу, повлекут за собой рост себестоимости типового строительного проекта на 3,8–9,5% в зависимости от темпа продаж квартир. При допущении о минимальной средней процентной ставке в размере 5% доля процентных выплат при нововведениях в ФЗ № 214 и повышении НДС составит 4,6% от общей себестоимости строительства, что почти на 3% больше, чем доля процентных выплат в структуре расходов на типовой проект в условиях старых правил. При допущении о максимальной средней процентной ставке в размере 11% доля процентных выплат при нововведениях в ФЗ № 214 и повышении НДС составит 9,6% от общей себестоимости строительства, что почти на 8% больше, чем доля процентных выплат в структуре расходов в условиях старых правил. В итоге прогнозируется увеличение доли процентных выплат в общей себестоимости на 3–8% в зависимости от темпа продаж.

Теперь проведем аналогичный расчет для реальных данных о 13 строительных проектах Санкт-Петербурга, реализованных до ввода счетов эскроу. В расчете останутся те допущения, которые не могут быть заменены реальными данными. Проведя аналогичный расчет изменения себестоимости после повышения НДС и ввода эскроу-счетов получим результаты, представленные в табл. 6.

Таблица 5

Структура себестоимости реализации типового жилищного проекта с учетом введения эскроу-счетов при разных значениях процентной ставки

Тип затрат	Статьи затрат	Доля, %	
		$r = 5\%$	$r = 11\%$
1. Предпроизводственные затраты	1.1. Расчеты по договору аренды земельного участка	0,00	0,00
	1.2. Прочие предпроектные затраты	0,22	0,21
	1.3. Расчеты по покупке земельного участка	15,16	14,37
	1.4. Расчеты с государственными и муниципальными органами	4,15	3,94
2. Производственные затраты	2.1. Проектирование	4,97	4,71
	2.2. Подготовительные работы (включая снос)	6,32	5,99
	2.3. Нулевой цикл	16,14	15,29
	2.4. Надземная часть	21,58	20,45
	2.5. Внутренние сети и работы	11,12	10,54
	2.6. Внутренние и наружные слаботочные сети	0,89	0,85
	2.7. Наружные сети	5,94	5,63
	2.8. Благоустройство	0,79	0,75
	2.9. Затраты по содержанию и сдаче объекта (включая страхование строительно-монтажных работ)	0,41	0,39
	2.10. Вознаграждение генподрядчика	0,76	0,72
	2.11. Резерв до РЦЦС	2,66	2,52
3. Внепроизводственные затраты	3.01. Затраты на маркетинг и рекламу	2,97	2,81
	3.02. Агентские расходы	1,31	1,24
	3.03. Взносы в компенсационный фонд ДДУ	0,00	0,00
4. Процентные выплаты	–	4,6	9,6

Влияние новой модели финансирования жилищного строительства на основе эскроу-счетов на характеристики сделок на рынке первичной жилой недвижимости

Таблица 6

Проект	До нововведений в ФЗ № 214 и повышения НДС				После нововведений в ФЗ № 214 и повышения НДС с допущением о ставке в 5% годовых		После нововведений в ФЗ № 214 и повыше- ния НДС с допущением о ставке в 11% годовых		Изменение себестоимости, %
	Общая сумма затрат, тыс. руб.	% по кредиту	Процентные выплаты по кредиту, тыс. руб.	Общая сумма затрат, тыс. руб.	Процентные выплаты по кредиту, тыс. руб.	Общая сумма затрат, тыс. руб.	Процентные выплаты по кредиту, тыс. руб.		
								Изменение себестоимости, %	
1	3 571 377	15,50	69 195	3 593 421	174 930	3 593 421	384 845	3,5	9,3
2	3 708 300	11,00	50 989	3 731 189	181 636	3 731 189	399 600	4,1	9,9
3	1 797 425	10,00	22 468	1 808 519	88 040	1 808 519	193 687	4,2	10,0
4	1 774 732	12,00	22 184	1 785 686	86 928	1 785 686	191 242	4,2	10,0
5	4 782 345	12,00	71 735	4 811 863	234 244	4 811 863	515 337	4,0	9,7
6	3 490 744	11,00	47 998	3 512 290	170 980	3 512 290	376 156	4,1	9,9
7	5 467 491	17,00	116 184	5 501 238	267 803	5 501 238	589 167	3,3	9,1
8	2 808 803	13,00	45 643	2 826 140	137 578	2 826 140	302 672	3,8	9,6
9	2 168 529	10,70	29 004	2 181 914	106 217	2 181 914	233 677	4,1	9,9
10	2 281 693	13,00	37 078	2 295 776	111 760	2 295 776	245 871	3,8	9,6
11	2 295 585	12,00	34 434	2 309 754	112 440	2 309 754	247 368	4,0	9,7
12	1 540 823	12,00	23 112	1 550 333	75 471	1 550 333	166 036	4,0	9,7
13	1 490 767	14,00	26 088	1 499 968	73 019	1 499 968	160 642	3,7	9,5

Вывод. Нововведения в ФЗ № 214 и повышение НДС, как показал приведенный выше анализ себестоимости реальных строительных проектов Санкт-Петербурга, повлекут за собой рост себестоимости строительства на 3,9–9,7% в зависимости от темпа продаж квартир, что отличается от оценки изменений себестоимости типового проекта незначительно.

РАСЧЕТ ИЗМЕНЕНИЯ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ПРОДАЖ

Для определения рентабельности строительных проектов при отсутствии системы эскроу-счетов необходимо рассчитать рентабельность типового проекта с допущениями. Правомерно предположить, что в условиях долевого строительства в среднем, т.е. для типового строительного проекта, застройщик брал в кредит 30% от необходимой суммы на строительство под 11% годовых.

Рассчитаем сумму процентных выплат, которые осуществлял застройщик в этих условиях. Согласно основным допущениям расчета себестоимость строительства типового проекта составляла 2 млрд руб., себестоимость строительства в месяц – 66,6 млн руб. Сумма кредитования равнялась

$$2\,000\,000\,000 \text{ руб.} \cdot 0,3 = 600\,000\,000 \text{ руб.}$$

Соответственно, сумма процентных выплат по ставке 11% годовых составляла 33 млн руб.

С учетом процентных выплат себестоимость строительства рассматриваемого проекта вырастает до 2 032 975 500 руб. Чтобы сравнить этот результат с увеличением себестоимости с учетом нововведений в ФЗ № 214 и рассчитать чистое изменение рентабельности, необходимо предположить, что поступления от продаж стабильны и равномерны относительно затрат.

Согласно данным Росстата⁸, средняя цена на типовые квартиры среднего качества в 2018 г. составляла 99 029 руб. за 1 кв. м. Поступления от продаж на основе принятых допущений равны 2 475 725 000 руб. Тогда рентабельность продаж в условиях долевого строительства и с НДС в размере 18% составляет 17,9%.

⁸ URL: <http://gks.ru/> (раздел «Цены на рынке жилья»).

Теперь необходимо рассчитать рентабельность продаж с учетом нововведений в ФЗ № 214 и повышения НДС с тем же допущением о ставке в размере 5% годовых. Как уже было рассчитано выше, процентные выплаты в этом случае составят 97 314 554 руб., а сумма затрат с учетом процентных выплат – 2 109 659 133 руб. Тогда рентабельность продаж для рассматриваемого строительного проекта в данном случае составит 14,8%, т.е. снизится на 3,1% в сравнении с тем же строительным проектом, реализуемым в условиях долевого строительства.

Коэффициент чувствительности рентабельности к изменению себестоимости равен 4,591, что показывает сильную зависимость рентабельности продаж от рассматриваемых изменений себестоимости строительства.

Проведем стресс-тест показателей строительного проекта с допущением о ставке в размере 11% годовых. Это допущение позволит рассчитать изменение рентабельности при наихудшем темпе продаж квартир. Процентные выплаты в этом случае составят 214 092 018 руб., а сумма затрат с учетом процентных выплат – 2 226 436 598 руб. Тогда рентабельность строительного проекта в данном случае составит 10,1%, т.е. снизится на 7,8% в сравнении с тем же строительным проектом, реализуемым в условиях долевого строительства.

Коэффициент чувствительности рентабельности к изменению размера процентных выплат – 4,592. Значение этого коэффициента показывает сильную зависимость рентабельности продаж от рассматриваемых изменений себестоимости строительства.

Вывод. Нововведения в ФЗ № 214 и повышение НДС, согласно приведенному выше анализу, повлекут за собой снижение рентабельности типового строительного проекта на 3,1–7,8% в зависимости от темпа продаж квартир. Значения коэффициентов чувствительности показывают высокую зависимость рентабельности продаж от изменения размера процентных выплат.

Теперь проведем аналогичный расчет для реальных данных о 13 строительных проектах Санкт-Петербурга, реализованных до ввода счетов эскроу (табл. 7).

Таблица 7

Проект	До нововведений в ФЗ № 214 и повышения НДС				После нововведений в ФЗ № 214 и повышения НДС с допущением о ставке в 5% годовых				После нововведений в ФЗ № 214 и повышения НДС с допущением о ставке в 11% годовых				
	Общая сумма затрат, тыс. руб.	% по кредиту	Общий объем финансирования, тыс. руб.	Рентабельность, %	Коэффициент чувствительности	Рентабельность, %	Изменение рентабельности, %	Коэффициент чувствительности	Рентабельность, %	Изменение рентабельности, %	Коэффициент чувствительности	Рентабельность, %	Изменение рентабельности, %
1	3 571 377	15,5	4 837 325	23,5	3,26	20,0	-3,5	3,26	12,5	-11,0	3,26	12,5	-11,0
2	3 708 300	11,0	4 938 337	23,0	3,34	18,3	-4,7	3,34	10,4	-12,6	3,34	10,4	-12,6
3	1 797 425	10,0	2 229 099	18,3	4,47	15,9	-2,3	4,47	11,8	-6,5	4,47	11,8	-6,5
4	1 774 732	12,0	2 220 705	19,0	4,26	16,6	-2,4	4,26	12,5	-6,5	4,26	12,5	-6,5
5	4 782 345	12,0	5 556 362	10,9	8,17	4,2	-6,7	8,17	-7,5	-18,4	8,17	-7,5	-18,4
6	3 490 744	11,0	4 092 774	12,7	6,88	7,7	-5,0	6,88	-0,7	-13,4	6,88	-0,7	-13,4
7	5 467 491	17,0	7 082 529	18,5	4,41	13,1	-5,4	4,41	1,4	-17,1	4,41	1,4	-17,1
8	2 808 803	13,0	3 574 968	19,6	4,10	16,3	-3,3	4,10	10,1	-9,5	4,10	10,1	-9,5
9	2 168 529	10,7	2 266 343	2,9	33,71	-0,7	-3,5	33,71	-6,6	-9,5	33,71	-6,6	-9,5
10	2 281 693	13,0	2 991 220	22,1	3,52	19,7	-2,5	3,52	14,8	-7,3	3,52	14,8	-7,3
11	2 295 585	12,0	3 118 236	25,0	3,00	22,3	-2,7	3,00	22,3	-2,7	3,00	22,3	-2,7
12	1 540 823	12,0	2 059 456	24,3	3,12	22,4	-1,9	3,12	19,0	-5,3	3,12	19,0	-5,3
13	1 490 767	14,0	2 123 185	28,8	2,48	27,1	-1,7	2,48	23,8	-5,0	2,48	23,8	-5,0

Вывод. Нововведения в ФЗ № 214 и повышение НДС, согласно приведенному выше анализу рентабельности реальных строительных проектов Санкт-Петербурга, повлекут за собой уменьшение рентабельности продаж на 3,5–9,6% в зависимости от темпа продаж квартир. Верхняя граница диапазона относительно значимо отличается от результатов, полученных при анализе типового проекта, – на 1,8%. Это объясняется тем, что в числе используемых реальных данных есть относящиеся к низкорентабельным проектам, которые не выдержали стресс-тест, заключающийся в повышении ставки на 12%. Это проекты 5, 6 и 9.

РАСЧЕТ ИЗМЕНЕНИЯ ЦЕН НА НЕДВИЖИМОСТЬ

Имея данные о продаваемой площади, о себестоимости проекта в условиях долевого строительства и в условиях нововведений в ФЗ № 214 и данные о рентабельности, мы сможем определить цену за квадратный метр, которую следует установить застройщику, чтобы сохранить рентабельность проекта, в двух случаях: при допущениях о годовых ставках на кредит в размере 5 и 11%.

Проведя описанный расчет на данных типового строительного проекта, получим результаты, представленные в табл. 8.

Вывод. Для сохранения рентабельности типового строительного проекта застройщику необходимо поднять цены на 3,5–9,3%.

Согласно результатам описанного расчета при допущении о 5%-й годовой ставке (табл. 9) рост цен рассматриваемых реальных проектов, необходимый для сохранения рентабельности, составит *от 0 до 4%*.

Теперь следует рассчитать максимальный рост цен по рассматриваемым реальным строительным проектам с учетом допущения о 11%-й годовой ставке. Согласно результатам аналогичного расчета (табл. 10) при допущении о ставке в размере 11% годовых рост цен рассматриваемых проектов, необходимый для сохранения рентабельности, составит *от 5,5 до 10,1%*.

Вывод. Рост цен в рассматриваемых реальных проектах для сохранения рентабельности в условиях нововведений в ФЗ № 214 и по-

Таблица 8

Изменение цен типового жилья с учетом введения счетов эскароу

Условие	Себестоимость строительства, тыс. руб.	Цена за 1 кв. м, тыс. руб.	Изменение цены, %	Поступления от продаж, тыс. руб.	Рентабельность, %
До ввода счетов эскароу	2 032 973	99,29	–	2 475 725	17,9
После ввода счетов эскароу, ставка 5%	2 109 659	102,77	3,5	2 569 129	17,9
После ввода счетов эскароу, ставка 11%	2 226 437	108,52	9,3	2 713 099	17,9

Таблица 9

Изменение цен строительных проектов при годовой ставке в размере 5%

Проект	Старая цена, тыс. руб. за 1 кв. м	Изменение цены, %	Новая цена, тыс. руб. за 1 кв. м	Новые поступления от продаж, тыс. руб.	Рентабельность продаж, %
1	79	1,8	81	4 924 397	23,5
2	96	2,9	99	5 081 549	23,0
3	96	4,1	100	2 320 492	18,3
4	96	4,1	100	2 311 754	19,0
5	94	1,9	96	5 661 933	10,9
6	122	3,1	126	4 219 650	12,7
7	90	0,0	90	7 082 529	18,5
8	199	3,1	206	3 685 792	19,6
9	123	4,0	128	2 356 997	2,9
10	100	3,3	104	3 089 930	22,1
11	152	3,6	158	3 230 492	25,0
12	174	4,3	181	2 148 013	24,3
13	78	4,0	81	2 208 112	28,8

Таблица 10

Изменение цен строительных проектов при годовой ставке в размере 11%

Проект	Старая цена, тыс. руб. за 1 кв. м	Изменение цены, %	Новая цена, тыс. руб. за 1 кв. м	Новые поступления от продаж, тыс. руб.	Рентабельность продаж, %
1	79	7,5	85	5 200 124	23,5
2	96	8,6	105	5 363 034	23,0
3	96	10,0	106	2 452 009	18,3
4	96	9,9	105	2 440 555	19,0
5	94	7,6	101	5 978 646	10,9
6	122	8,8	133	4 452 938	12,7
7	90	5,5	95	7 472 068	18,5
8	199	8,8	217	3 889 565	19,6
9	123	9,8	135	2 488 445	2,9
10	100	9,1	109	3 263 421	22,1
11	152	9,4	167	3 411 350	25,0
12	174	10,1	191	2 267 461	24,3
13	78	9,9	86	2 333 380	28,8

вышения НДС составит *до 10,1%* в зависимости от темпа продаж. Полученные результаты отличаются от результатов роста цен для типового строительного проекта незначительно.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Выполненный анализ показывает, что внедрение новой модели финансирования жилищного строительства приведет к ухудшению положения двух ключевых игроков отрасли: застройщиков и покупателей жилой недвижимости. У первых вырастет себестоимость и снизится рентабельность, вторые столкнутся с ростом цен. Хотя в относительном выражении эти изменения не столь значительны (прежде всего по сравнению с прогнозами многократного, на десятки про-

центов, роста цен на жилье), с учетом высокой стоимости жилой недвижимости это удорожание дополнительно снизит доступность жилья для населения.

Основным выгодоприобретателем в рамках этой модели стали банки, которые получают возможность, с одной стороны, зарабатывать на процентных выплатах от застройщиков и, с другой стороны, использовать для получения прибыли беспроцентные вклады на эскроу-счетах. Выгода для покупателей недвижимости носит косвенный характер: они не получают прямой прибыли (более того, их затраты на покупку недвижимости могут вырасти), но при этом лучше защищены от рисков срыва строительства. Однако за это им придется расплачиваться ростом цен. Фактически государство переложило на банки обязанность защищать деньги дольщиков и позволило им на этом заработать. Иными словами, речь шла не о поиске такой модели финансирования, которая позволит обеспечить население качественным и доступным жильем, – целью внедрения новой модели было, вероятно, снижение социальных издержек, связанных с недобросовестностью и некомпетентностью застройщиков, с минимальными затратами для государства.

Список источников

1. *Абрамов А.* Долевое строительство: история и практика // Жилищное право. – 2013. – № 2. – С. 7–18.
2. *Багандова Л.К.* Проблемы применения счета эскроу: российская и зарубежная практика // Вестник Московского государственного областного университета. Сер.: Юриспруденция. – 2018. – № 1. – С. 149–159.
3. *Гареев И.Ф., Ефросиньина С.А.* Долевое строительство: внимание исследователей, тенденции рынка и перспективы развития // Жилищные стратегии. – 2017. – № 4 (3). – С. 193–214.
4. *Кирсанов А.Р.* Законодательство в долевом строительстве: прошлое, настоящее и будущее // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2017. – № 6 (189). – С. 64–74.
5. *Коган А.Б., Чаецкий А.А.* Анализ эффективности девелоперских проектов, финансируемых с использованием счетов эскроу // Экономический анализ: теория и практика. – 2019. – Т. 18, № 8. – С. 1464–1477.
6. *Котляров И.Д.* Анализ экономической и организационной сущности современных форм финансового предпринимательства // Корпоративные финансы. – 2010. – Т. 4, № 3. – С. 104–112.
7. *Кравченко И.И.* Финансовые механизмы и их роль в развитии строительства в России // Финансы и кредит. – 2019. – Т. 25, № 8. – С. 1793–1805.

8. Назарова В.В., Чермошенцев Е.А. Экономическая оценка закрытой (непубличной) девелоперской компании // Финансы и бизнес. – 2015. – № 3. – С. 65–78.
9. Рожков В.Л. Долевое участие в строительстве: проблемы и перспективы // Российское предпринимательство. – 2015. – № 16 (19). – С. 3175–3184.
10. Ручкина Г.Ф. Банковское сопровождение долевого строительства многоквартирных домов и иных объектов недвижимости с использованием счета эскроу: некоторые вопросы правового регулирования // Банковское право. – 2019. – № 3. – С. 7–15.
11. Светник Т.В., Вахнович В.С. Система долевого строительства и оценка механизмов ее замещения // Известия Байкальского государственного университета. – 2016. – Т. 26, № 6. – С. 907–918.

Информация об авторах

Липатников Виталий Сергеевич (Россия, Санкт-Петербург) – кандидат экономических наук, доцент департамента финансов Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (194100, Санкт-Петербург, ул. Кантемировская, 3, корп. 1, лит. А, e-mail: lipatnikov@hse.ru).

Удалова Анастасия Андреевна (Россия, Санкт-Петербург) – магистрант Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (194100, Санкт-Петербург, ул. Кантемировская, 3, корп. 1, лит. А, e-mail: aaudalova@edu.hse.ru).

DOI: 10.15372/REG20200310

Region: Economics & Sociology, 2020, No. 3 (107), p. 242–269

V.S. Lipatnikov, A.A. Udalova

IMPACT OF THE NEW ESCROW ACCOUNT-BASED MODEL OF FINANCING HOME CONSTRUCTION ON THE PRIMARY REAL ESTATE MARKET

The article aims to identify how a newly introduced financing model based on escrow accounts will impact the expenditures of residential housing developers and purchasers. The research includes an interview with a representative of a bank engaged in construction lending. This interview helped identify a typical cost structure for building projects and housing price characteristics.

We evaluate cost changes by using the method of sensibility analysis to examine changes in prime costs, sales margin, and increases in housing prices.

The research demonstrates that the cost of construction and real estate prices will grow no more than 10% on average. The profitability of construction companies will also decline by no more than 10%. We see no foreseeable decrease in the discount to finished residential property purchased at an early stage.

It can be argued that the purpose of the new funding model was not to make homes more affordable but to reduce social risks associated with developers' inability to carry out construction obligations with minimal cost to the state. Banks are the main beneficiaries of the new financing scheme.

Keywords: real estate market; construction industry; construction financing; shared financing; escrow accounts

For citation: *Lipatnikov, V.S. & A.A. Udalova. (2020). Vliyanie novoy modeli finansirovaniya zhilishchnogo stroitelstva na osnove eskrou-schetov na karakteristiki sdelok na rynke pervichnoy zhiloy nedvizhimosti [Impact of the new escrow account-based model of financing home construction on the primary real estate market]. Region: ekonomika i sotsiologiya [Region: Economics and Sociology], 3 (107), 242–269. DOI: 10.15372/REG20200310.*

References

1. *Abramov, A. (2013). Dolevoe stroitelstvo: istoriya i praktika [Shared construction: history and practice]. Zhilishchnoe pravo [Estate Laws], 2, 7–18.*
2. *Bagandova, L.K. (2018). Problemy primeneniya scheta eskrou: rossiyskaya i zarubezhnaya praktika [The issues of escrow account application: Russian and foreign practice]. Vestnik Moskovskogo gosudarstvennogo oblastnogo universiteta. Ser.: Yurisprudentsiya [Bulletin of the Moscow Region State University. Series: Jurisprudence], 1, 149–159.*
3. *Gareev, I.F. & S.A. Efrosinyina. (2017). Dolevoe stroitelstvo: vnimanie issledovatelyey, tendentsii rynka i perspektivy razvitiya [Participatory construction: interest of researchers, market trends and development prospects]. Zhilishchnye strategii [Russian Journal of Housing Research], 4 (3), 193–214.*
4. *Kirsanov, A.R. (2017). Zakonodatelstvo v dolevom stroitelstve: proshloe, nastoyashchee i budushchee [Legislation of shared construction: past, present and future]. Imushchestvennye otnosheniya v Rossiyskoy Federatsii [Property Relations in the Russian Federation], 6 (189), 64–74.*
5. *Kogan, A.B. & A.A. Chaetskii. (2019). Analiz effektivnosti developerskikh projektov, finansiruemykh s ispolzovaniem schetov eskrou [Analyzing the efficiency of development projects funded with the use of escrow accounts]. Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika [Economic Analysis: Theory and Practice], Vol. 18, No. 8, 1464–1477.*

6. *Kotlyarov, I.D.* (2010). Analiz ekonomicheskoy i organizatsionnoy sushchnosti sovremennykh form finansovogo predprinimatelstva [Economic and organizational nature of modern forms of financial entrepreneurship: an analysis]. *Korporativnye finansy* [Journal of Corporate Finance Research], Vol. 4, No. 3, 104–112.

7. *Kravchenko, I.I.* (2019). Finansovye mekhanizmy i ikh rol v razvitiit stroitelstva v Rossii [Financial mechanisms and their role in the development of Russia's construction sector]. *Finansy i kredit* [Finance and Credit], Vol. 25, No. 8, 1793–1805.

8. *Nazarova, V.V. & E.A. Chermoshentsev.* (2015). Ekonomicheskaya otsenka zakrytoy (nepublichnoy) developerskoy kompanii [Valuation of closely-held real estate developer]. *Finansy i biznes* [Finance and Business], 3, 65–78.

9. *Rozhkov, V.L.* (2015). Dolevoe uchastie v stroitelstve: problemy i perspektivy [Joint development: issues and prospects]. *Rossiyskoe predprinimatelstvo* [Russian Journal of Entrepreneurship], 16 (19), 3175–3184.

10. *Ruchkina, G.F.* (2019). Bankovskoe soprovozhdenie dolevogo stroitelstva mnogokvartirnykh domov i inykh obyektov nedvizhimosti s ispolzovaniem scheta eskrou: nekotorye voprosy pravovogo regulirovaniya [Banking support of shared equity construction of apartment blocks and other real estate objects using an escrow account: some legal regulation issues]. *Bankovskoe pravo* [Banking Law], 3, 7–15.

11. *Svetnik T.V. & V.S. Vakhnovich.* (2016). Sistema dolevogo stroitelstva i otsenka mekhanizmov ee zameshcheniya [The shared construction system and evaluation of mechanisms for its replacement]. *Izvestiya Baykalskogo gosudarstvennogo universiteta* [Bulletin of the Baikal State University], Vol. 26, No. 6, 907–918.

Information about the authors

Lipatnikov, Vitalii Sergeevich (St. Petersburg, Russia) – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor at the Department of Finance, National Research University Higher School of Economics (lit. A, bd. 1, 3, Kantemirovskaya st., St. Petersburg, 194100, Russia, e-mail: lipatnikov@hse.ru).

Udalova, Anastasiia Andreevna (St. Petersburg, Russia) – Graduate Student at the National Research University Higher School of Economics (lit. A, bd. 1, 3, Kantemirovskaya st., St. Petersburg, 194100, Russia, e-mail: aaudalova@edu.hse.ru).

Поступила в редколлегию 29.10.2019.

После доработки 27.03.2020.

Принята к публикации 30.03.2020.

© Липатников В.С., Удалова А.А., 2020