ВОЗВРАЩЕНИЕ ОБЛИГАЦИЙ

ОСТОРОЖНАЯ КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА БАНКОВ ЗАСТАВЛЯЕТ ДЕВЕЛОПЕРОВ ИСКАТЬ АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ СВОИХ ПРОЕКТОВ. В ПЕРВОМ ПОЛУГОДИИ 2026 ГОДА ОБЪЕМ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ СО СТОРОНЫ СТРОИТЕЛЕЙ В ПЕТЕРБУРГЕ ВЫРОС В ТРИ РАЗА ОТНОСИТЕЛЬНО ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ 2025 ГОДА. ОДНАКО, КАК ОТМЕЧАЮТ АНАЛИТИКИ, У ЭТОГО ИНСТРУМЕНТА ЕСТЬ И СВОИ МИНУСЫ. КИРИЛЛ ОРЛОВ

Управляющий партнер агентства «ВМТ Консалт» Екатерина Косарева считает, что девелоперы активно используют возможности облигационного рынка как инструмент для финансирования из-за снижения гибкости банков при предоставлении кредитов и для предсказуемости в финансировании. «При этом растут риски: обещая высокую доходность (до 18–20% годовых), девелопер берет на себя риски по обеспечению стабильного денежного потока и высоких продаж. Способность выполнять свои обязательства влияет на кредитный рейтинг компании на бирже (чем выше, тем выше доверие), на привлекательность облигаций и на интерес к проекту инвесторов»,— рассуждает она.

Петербургские девелоперы выходят на публичный долг под ставки, которые зависят от кредитного рейтинга эмитента. Разброс ставок купонов отражает премию за риск, которую инвесторы требуют от строительного сектора сверх доходности сопоставимых по рейтингу бумаг других отраслей. Дюрация большинства свежих выпусков составляет два-три года, купон чаще ежемесячный, оферты и амортизация в новых размещениях почти не встречаются.

Илья Кузьминых, младший аналитик отдела анализа финансовых рынков компании «КИТ Финанс», говорит, что регулярным присутствием на облигационном рынке среди зарегистрированных в Петербурге застройщиков отличаются три компании: Setl Group, «Группа ЛСР» и «Легенда». Остальные крупные городские девелоперы работают на банковском проектном финансировании и на публичный долг не выходят.

«Отдельную категорию образуют федеральные игроки, которые строят в Петербурге, но зарегистрированы в других регионах. ПИК, ГК „Самолет“, группа „Эталон“, GloraX, ГК „ФСК“, ГК „А101“, группа „Аквилон“ и ГК „Главстрой“ на облигационном рынке присутствуют, однако оценить, какая часть привлеченных ими средств направляется именно в петербургские проекты, по открытым данным невозможно, поэтому в региональную выборку они не включены»,— отмечает господин Кузьминых.

По его словам, объем облигационных размещений трех петербургских эмитентов за полугодие вырос практически втрое, с 9 млрд рублей годом ранее до почти 27 млрд рублей в 2026 году. «Рост объясняется восстановлением с крайне низкой базы. В первом полугодии 2025 года при пиковой ключевой ставке первичный рынок девелоперского долга фактически замер, а начавшийся летом 2025 года цикл смягчения вернул эмитентам доступ к публичным заимствованиям и спрос инвесторов на бумаги с фиксированным купоном. Дополнительно активность подпитывает график погашений, поскольку, по рыночным оценкам, жилым застройщикам в 2026 году предстоит пройти через оферты и погашения примерно на 109 млрд рублей, а значительная часть новых выпусков идет на рефинансирование прежнего долга»,— рассуждает аналитик «КИТ Финанс».

Владимир Корнев, аналитик компании «Цифра брокер», при этом обращает внимание, что кредитное качество разных девелоперов различается весьма существенно. «Соответственно, доходности, по которым торгуются их облигации, а значит, и возможные ставки привлечения долга колеблются в довольно широких пределах. Наиболее низкие доходности — у компаний, продемонстрировавших в условиях кризисных явлений высокую рентабельность бизнеса и низкую долговую нагрузку. К таковым можно отнести ЛСР и А101: доходности их облигаций на сегодня составляют 17–18%, это соответствует ставкам привлечения около 16%. У большинства же девелоперов доходности облигаций выше, от 21%, а ставки привлечения по их новым выпускам — 19–20%. В апреле — июне размещалось несколько выпусков девелоперов. Так, облигации GloraX были размещены под ставку купона в размере 19,5%, „Легенды“ — 19%, „Эталона“ — 20%. Также на рынке достаточно эмитентов-девелоперов, бумаги которых участники относят к сегменту ВДО. Их доходности колеблются на уровнях 30%, ставки привлечения для них, очевидно, могли бы составить 25% и выше»,— рассказывает господин Корнев.

БЕЗ ПРИВЯЗКИ

По словам господина Кузьминых, сам выбор в пользу облигаций объясняется структурой обеспечения. Банковское проектное финансирование привязано к конкретному проекту и счетам эскроу, его стоимость зависит от наполнения эскроу и сопровождается залогами. Облигационный заем не требует залога и поручительства по каждому проекту, фиксирует стоимость денег на весь срок обращения выпуска и дает застройщику свободный объем средств на длительный срок для управления ликвидностью и замещения текущего долга. «При этом фиксированный высокий купон формирует жесткую процентную нагрузку на годы вперед. Если продажи жилья останутся слабыми при дорогой ипотеке, обслуживание такого долга превращается в ощутимое обременение и эта нагрузка становится основным уязвимым местом стратегии, при которой застройщик занимает на рынке ради погашения прежних выпусков»,— предостерегает аналитик.

Среди плюсов размещения облигаций госпожа Косарева выделяет диверсификацию источников финансирования. «Проект не полностью зависит от одобренных банком средств, что предоставляет гибкость. А кроме того, размещение ценных бумаг на бирже позитивно влияет на образ компании — такие застройщики воспринимаются как более прозрачные»,— объясняет она.

Среди минусов эксперты отмечают издержки, которые компании несут при погашении купонов. Со снижением ключевой ставки нагрузка возрастает, если купон фиксированный. Также для размещения на бирже порой требуются сопоставимые, если не более значительные ресурсы по сравнению со сбором пакета документов для банков. К тому же при обилии предложения и при снижении спроса на фондовом рынке (отток средств с биржи в период очень высоких ставок) возрастала конкуренция за внимание инвесторов.

НЕ ТОЛЬКО БУМАГИ

Константин Земсков, заместитель генерального директора AKTIVO, говорит, что заработок инвестора на облигациях складывается как за счет изменения цены облигации, так и за счет процентного дохода. Он напоминает, что встречаются бескупонные облигации, которые не предусматривают выплаты дохода. Заработок инвестора по таким инструментам формируется исключительно за счет дисконта по цене покупки облигации.

Он напоминает, что, помимо облигаций, еще одним инструментом привлечения денег в объект недвижимости могут быть паевые инвестиционные фонды. «В отличие от облигаций, паи фондов представляют собой не эмиссионную ценную бумагу и паи не имеют номинальной стоимости. Пай удостоверяет долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее ПИФ, и право на получение дохода от деятельности ПИФа»,— объясняет он. Кроме того, паи закрытых ПИФов нельзя предъявлять управляющей компании к выкупу (за исключением редких случаев, предусмотренных законодательством). Однако это не означает, что паи ПИФов являются неликвидным активом: существует вторичное обращение паев как на биржевом, так и на внебиржевом рынке.

«Принцип работы девелопера: построить — продать, построить новое — продать… Девелоперы зарабатывают с продажи, они не держат объекты, важна ритмичность в реализации проектных циклов. Отсюда возникает дилемма: привлечь финансирование через облигации, обязуясь вернуть определенную сумму к конкретному сроку, или создать под проект ЗПИФ — в этом случае нет обязательной суммы к возврату и срок возврата шире (фактически это срок жизни ЗПИФа — 49 лет для „квальных“ фондов). Однако в случае ЗПИФов девелоперу необходимо поделиться частью маржи от реализации проекта. Тогда как облигационный заем обязывает вернуть номинал, то есть фиксированную сумму, а всю экстраприбыль девелопер оставляет себе»,— рассуждает господин Земсков.

Он полагает, что облигации более понятны инвестору с точки зрения прогнозирования доходности. В большинстве случаев облигации подходят как кратко- и среднесрочный инструмент размещения капитала инвесторами и привлечения девелоперами. Ответственность по облигациям лежит на их эмитенте и обеспечивается его свободным имуществом — самом девелопере или его дочерней структуре. В этом отношении облигации больше «продают» имя и репутация эмитента. «Однако известное имя не исключает риск дефолтов: например, в 2015 году по обязательствам не смог платить крупный застройщик „Су-155“, дефолт был объявлен по облигациям трех выпусков (объемом около 3 млрд рублей)»,— напоминает господин Земсков.

По словам эксперта, за счет гибкости ЗПИФы кажутся более подходящим инструментом для девелоперов, однако лишь в том случае, если получится успешно продать паи фонда инвесторам. «Объем внутреннего рынка корпоративных облигаций в России составляет 35 трлн рублей, а ЗПИФов — всего 1 трлн. Облигации — более понятный и ликвидный инструмент для инвестора, поэтому с их помощью девелоперам легче привлечь финансирование. Последние годы рынок ЗПИФов растет высокими темпами: по итогам первого полугодия этого года он увеличился почти на 39%, с 725,1 млрд рублей до 1,01 трлн (год к году). Тогда как рынок корпоративных облигаций вырос на 12%»,— напоминает господин Земсков.

Таким образом, резюмирует эксперт, облигации сегодня — более понятный и известный инструмент для инвестора и девелопера. ЗПИФ — более удобный и гибкий инструмент, но в России он пока недостаточно популярен. ■



ЕВГЕНИЙ ПАВЛЕНКО

КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО РАЗНЫХ ДЕВЕЛОПЕРОВ РАЗЛИЧАЕТСЯ ВЕСЬМА СУЩЕСТВЕННО. СООТВЕТСТВЕННО, ДОХОДНОСТИ, ПО КОТОРЫМ ТОРГУЮТСЯ ИХ ОБЛИГАЦИИ, А ЗНАЧИТ, И ВОЗМОЖНЫЕ СТАВКИ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ДОЛГА КОЛЕБЛЮТСЯ В ДОВОЛЬНО ШИРОКИХ ПРЕДЕЛАХ