

## ФИНАНСИАЛИЗАЦИЯ РЫНКОВ НЕДВИЖИМОСТИ КАК МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ТРЕНД ЦИФРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

**С.Г. СТЕРНИК**, доктор экономических наук, профессор. E-mail: sgs728@mail.ru  
Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, Москва, Россия; Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Россия; Национальный исследовательский Московский государственный строительный университет, Москва, Россия  
ORCID: 0000-0003-1411-1011; JEL: O16, O18, P14

**Н.Б. САФРОНОВА**, кандидат технических наук. E-mail: safronovanb@mgsu.ru  
Национальный исследовательский Московский государственный строительный университет, Москва, Россия  
ORCID: 0000-0002-0882-0017

*Произошедшие в мировой экономике с начала 1990-х годов изменения: глобализация финансовых и товарных рынков, дерегулирование финансового сектора и рост роли последнего в экономике привели к существенным изменениям и на рынке недвижимости – традиционно одном из наиболее консервативных. Применительно к последнему процесс проникновения финансовых институтов в число наиболее значимых для рынка недвижимости участников в различных исследованиях чаще всего именуется термином «финансиализация». К указанному тренду в последнее десятилетие добавились процессы, связанные со скачкообразным ростом так называемых «подрывных» технологий (disruptive technologies), возникших в стремительно развивающейся индустрии «финтех» и предлагающих набор механизмов, существенно демократизирующих процесс инвестирования в недвижимость («краудфандинг»), пользования недвижимостью («шеринг») и оборота цифровых прав требования, обеспеченных недвижимыми активами («токенизация»). В результате превышение совокупной капитализации финансовой компоненты рынка (включая растущую «оцифрованную» долю) по отношению к суммарной стоимости реальных недвижимых активов может выйти за разумные пределы и стать самостоятельной причиной очередного кризиса по аналогии с кризисом 2006-2008 гг. в США.*

*Ключевые слова:* финансиализация, недвижимость, портфельное инвестирование, права собственности, подрывные технологии, финансовые технологии, секьюритизация, краудфандинг, токенизация.

DOI: 10.47711/0868-6351-189-125-134.

Изменения, произошедшие в мировой экономике с начала 1990-х годов – глобализация финансовых и товарных рынков, дерегулирование и рост роли финансового сектора в экономике – привели к существенным изменениям на рынках недвижимости. Использование экономических свойств недвижимости, сходных со свойствами финансовых активов, обусловило формирование фундаментальной неотъемлемой взаимосвязи рынков недвижимости глобального финансового рынка, включение финансовых институтов в число наиболее значимых участников рынка недвижимости. Данный процесс в различных исследованиях чаще всего именуется термином «финансиализация».

Макроэкономические проявления указанного процесса (в частности, секьюритизация активов недвижимости и более широко – увеличение соотношения кредитования под залог недвижимости к ВВП) все в большей степени оказывают влияние на финансовую устойчивость мировой и национальных экономик. По мнению ряда аналитиков, превышение совокупной капитализации финансовой компоненты рынка (включая растущую «оцифрованную» долю) по отношению к суммарной стоимости реальных недвижимых активов может выйти за разумные пределы и стать самостоятельной причиной очередного кризиса по аналогии с кризисом 2006-2008 гг. в США.

В докладе Совету по правам человека Генеральной Ассамблеи ООН по вопросу «О достаточном жилище как компоненте права на достаточный жизненный уровень,

а также о праве на недискриминацию в этом контексте» указывается, что тенденция так называемой «финансиализации жилья» является одним из основных факторов структурной перестройки рынка жилой недвижимости, который, среди прочего, может приводить к снижению доступности жилья для широких (и часто в социальном плане наиболее уязвимых) слоев населения и к иным долгосрочным социальным последствиям. Под финансиализацией в данном контексте понимается «расширение роли и беспрецедентное доминирование финансовых рынков и финансовых корпораций в жилищном секторе» [1].

На основе обзора широкого перечня публикаций можно проследить, что тенденция к финансиализации не только жилых, но и любых недвижимых активов, объектов и проектов рынка недвижимости является глобальной и не ограничивается только развитыми или развивающимися рынками [2-11].

К указанному тренду в последнее десятилетие добавились процессы, связанные со скачкообразным ростом так называемых «подрывных» технологий (disruptive technologies), возникших в стремительно развивающейся индустрии «финтеха» и предлагающих набор механизмов, существенно демократизирующих процесс инвестирования в недвижимость («краудфандинг»), пользования недвижимостью («шеринг») и оборота цифровых прав требования, обеспеченных недвижимыми активами («токенизация»).

Финансиализированные недвижимые активы имеют формально не зависимый от реальной недвижимости оборот – как на биржевых, так и на внебиржевых рынках (или в рамках платформ и «экосистем» как традиционных банковских участников, так и нетрадиционных участников, игроков рынка «финтеха» и «проптеха»<sup>1</sup>). Оборот и ликвидность производных финансовых инструментов, обеспеченных недвижимостью, при этом могут быть сопоставимы с оборотом рынка недвижимости и даже потенциально его превышать в силу большей ликвидности рынков капитала по сравнению с рынками недвижимости.

Как реакция на указанный процесс и как его своеобразное продолжение возникают различные формы совместного использования и инвестирования в недвижимость на стыке новых технологий (blockchain, экосистемы «шеринговой» экономики и краудфандинга) с рынком недвижимости, которые также значимо влияют на фундаментальные основы института отношений собственности на недвижимость. В частности, к ним относятся:

- «шеринг» как совместное использование недвижимости [12; 13];
- краудфандинг («краудинвестинг») как инструмент демократизации инвестиций в недвижимость и альтернатива более традиционным инструментам коллективного инвестирования в недвижимость;
- токенизация как способ генерации цифровых активов, связанных с недвижимостью и имеющих потенциально глобальный оборот с относительно небольшим порогом входа.

Ниже рассмотрены некоторые данные о масштабах, неоднозначных последствиях и рисках явления секьюритизации недвижимых активов как макрофинансового процесса, преимущественно на российском рынке многоквартирного жилья.

Секьюритизация (от англ. securitization) с макроэкономической точки зрения – экономико-правовой механизм трансформации прав собственности на активы рынка недвижимости в целях портфельного инвестиционного финансирования. Это экономическое явление многоуровневого характера, обеспечивающее финансирование (рефинансирование) активов юридических лиц, приносящих доход посредством повышения их ликвидности через выпуск (эмиссию, выдачу) ценных бумаг. На сегодняшний день – это традиционный способ привлечения компаниями и банками денежных средств на рынке капитала.

<sup>1</sup> «Проптех», или «proptech» (от словосочетания *property technologies*) – собирательный термин, подразумевающий совокупность компаний, которые предлагают технологически инновационные продукты или новые бизнес-модели для рынков недвижимости (URL: <https://vc.ru/finance/70827-novyy-trend-chto-takoe-proekty-proptech-i-zachem-v-nih-investiruyut>).

Активы, которые обеспечивают секьюритизацию, должны отвечать двум требованиям:

- наличие рыночной стоимости (рыночной реализуемости, ликвидности);
- наличие денежного потока для покрытия текущих платежей по ценным бумагам.

В настоящее время значительную роль на российском фондовом рынке играют следующие продукты секьюритизации активов и проектов рынка недвижимости:

– акции застройщиков жилья, коммерческой и производственной недвижимости, а также производителей материалов и технологий (часто эти функции совмещаются у крупных участников рынка): с 2005 г. – Галс-девелопмент, с 2007 г. – ПИК и ЛСР, с 2020 г. – Эталон и Инград (табл. 1);

– облигации застройщиков жилья (ПИК, ЛСР и др.) и облигации, обеспеченные активами иных проектов на рынке недвижимости (табл. 2). Как видно из таблицы, у «старых» участников игры, по итогам 2019 г., облигационные займы занимают долю 30-40% в структуре долгосрочных и краткосрочных займов компании, у «нового» участника – свыше 80%.

Таблица 1

Застройщики-эмитенты акций на ММВБ

Застройщик	Деятельность	Материнская компания	Дата основания	Оборот на 2019 г., млрд. руб.	Листинг ММВБ	Операционная прибыль, млрд. руб.
Галс-девелопмент	Строительство недвижимости	ПАО «Банк ВТБ»	1994 г.	18,9	2005 г.	6,1
ЛСР	Производство строительных материалов, строительство и девелопмент		1993 г.	110,0	2007 г.	16,6
ПИК	Строительство и девелопмент		1994 г.	281,0	2007 г.	60,6
Эталон	Строительство и девелопмент жилой недвижимости	Etalon group plc.	1987 г.	70,6	2020 г.	25,4
Инград	Строительство и девелопмент		2012 г.	53	2020 г.	15

Источник: данные ММВБ, расчеты автора.

Таблица 2

Застройщики-эмитенты облигаций на ММВБ

Застройщик	Объем облигационных займов, долгосрочные*/краткосрочные, млн. руб.				Доля в долгосрочных кредитах и займах, % 2019 г.	Доля в краткосрочных кредитах и займах, % 2019 г.
	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.		
ЛСР	5000	15000	15000	27000	34	41
	-	-	-	4000		
ПИК	39058	44250	35172	39850	36	33
	--	13434	18180	9902		
Инград	-	15000	35000	59509	84	81
	-	-	-	2000		

\* За вычетом выкупленных.

Источник: данные ММВБ, расчеты автора.

Ипотечные ценные бумаги – облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия (в России в настоящее время реализуются преимущественно корпорацией ДОМ.РФ).

Выгода банков от ипотечной секьюритизации заключается в том, что они быстро возвращают средства, предоставленные в виде кредитов под залог недвижимости. Это дает возможность дальнейшего финансирования заемщиков, защищает от риска невозврата кредита и повышает ликвидность баланса (в российской практике ипотечные ценные бумаги могут также включаться в Ломбардный список ЦБ, что позволяет банкам использовать их в операциях РЕПО с Банком России<sup>2</sup>).

В российской практике наибольшее распространение получили ипотечные ценные бумаги под залог жилой недвижимости (RMBS) при участии государственного института развития жилищного рынка ДОМ.РФ (аналог Agency MBS), который реализует основную часть секьюритизации по схеме *passthrough*<sup>3</sup>. Учитывая базовый характер выпускаемых ипотечных ценных бумаг (не предполагают сложного структурирования с использованием траншей), они являются доступными и для физических лиц, хотя пока основными инвесторами остаются банки<sup>4</sup>.

Следует отметить, что основными банками-оригинаторами<sup>5</sup> по ипотечным ценным бумагам являются крупнейшие государственные кредитные организации (ВТБ, Сбербанк, Газпромбанк, Группа ДОМ.РФ), а бенефициарами секьюритизации (выпуска акций, облигаций) со стороны девелоперов являются крупнейшие и наиболее финансово устойчивые, также институционально все более связанные с банками девелоперские компании. Поэтому важным следствием секьюритизации де-факто является трансформация институциональной ренты застройщиков и других участников рынка недвижимости в институциональную ренту кредитных организаций, а затем – в институциональную ренту государственных институтов и корпораций, обеспечивающих и контролирующих процесс. Другими словами, развитие секьюритизации максимально способствует консолидации и огосударствлению отрасли и рынка как глобальному тренду, а также концентрации рисков, связанных с рынком недвижимости в крупнейших банковских институтах.

Главным недостатком секьюритизации как макроэкономического тренда является риск образования финансового пузыря, ускорения инфляции, а также недоступность механизма для широкого круга средних и мелких участников рынка. Преодолению этих и других, неизбежных в случае консолидации и огосударствления сектора недвижимости проблем (повышение порогов входа, снижение конкуренции, углубление «институциональных ловушек» для девелоперов и др.), первоначально способствовало развитие инструмента краудфандинга.

Краудфандинг (англ. Crowdfunding) как альтернатива секьюритизации на рынке недвижимости – это форма альтернативных инвестиций<sup>6</sup>, имеющих коллективный характер, чаще всего организованных через интернет-платформы для привлечения средств (преимущественно в виде фиатных или фидуциарных [22] денег) от большого числа людей (чаще всего с небольшими суммами) для реализации какого-либо проекта, разработки продукта или услуги, финансирования творческого процесса.

<sup>2</sup> URL: <https://cbr.ru/analytics/lombardlist/>

<sup>3</sup> URL: [https://www.nsd.ru/upload/docs/conf/dom\\_rf.pdf](https://www.nsd.ru/upload/docs/conf/dom_rf.pdf)

<sup>4</sup> При этом включение ИЦБ в Ломбардный список ЦБ и расширение лимитов инвестирования НПФ в ИЦБ со стороны Банка России, как ожидается, существенно расширит участие и долю НПФ в структуре инвесторов в ИЦБ.

<sup>5</sup> Основная функция классической (традиционной) внебалансовой секьюритизации состоит в привлечении дешевых и долговременных финансовых ресурсов, тогда как главная функция искусственной секьюритизации (балансовой) – хеджирование кредитных рисков. Для традиционной или классической (внебалансовой) секьюритизации банковских активов характерно предоставление этих активов в специально создаваемой фирме – *Special Purpose Vehicle (SPV)*. Сущность этой бизнес-модели состоит в приобретении конкретных денежных активов, обеспечивающих постоянные поступления по ним, и эмиссии на их базе долговых обязательств (облигаций). Банк, участвующий в такой бизнес-модели, называется «оригинатор». Он принимает на себя обязательства по обслуживанию денежных потоков на основании договора поручения с *SPV* (т.е. банк-оригинатор из кредитора становится комиссионером).

<sup>6</sup> URL: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/>

Другими словами, краудфандинг (краудинвестинг) – это гибридная (смешанная) форма инвестиций, с признаками как прямого, так и портфельного инвестирования. С помощью краудфандинга финансируется широкий перечень проектов: от сосредоточенных на криптовалютах до создания потребительских продуктов (наверное, самый известный – очки виртуальной реальности OculusRift и др.<sup>7</sup>) и даже – до создания фильмов<sup>8</sup>.

Инвесторов в краудфандинговые инициативы и проекты, как правило, привлекают: низкий порог входа (минимальный объем вложений часто носит символический характер), более широкий по сравнению с традиционными формами инвестирования диапазон направлений и объектов деятельности, (упоминавшееся ранее) более активное вовлечение финансовых участников в процесс его реализации.

Существуют различные оценки объема рынка краудфандинга, но многие источники сходятся в том, что он составляет десятки миллиардов долларов США<sup>9</sup> в год и обладает хорошими предпосылками дальнейшего роста. Так, согласно прогнозу Всемирного банка, к 2025 г. объем краудфандинговой индустрии только на развивающихся рынках может возрасти до 96 млрд. долл.<sup>10</sup>. В России первые площадки (StartTrack, VCStart) появились в 2014 г. В настоящее время в России в разных бизнес-нишах действуют платформы Vdolg.ru (vdolg.ru), Loanberry (loanberry.ru), «С миру по нитке» (smipon.ru), «Пуфандер», Boomstarter.ru, Planeta.ru, Kroogi, ThankYou.ru, Together, Naparapet, StartTrack; CrowdPress и др. По оценкам Банка России, объем рынка краудфандинга в России составляет более 7 млрд. руб. в год<sup>11</sup>.

Применительно к недвижимости краудфандинг – это относительно новая концепция, которая также активно развивается в разных странах мира. Привлеченные таким образом «народные» инвестиции используются для покупки, девелопмента, реновации объектов жилой и коммерческой недвижимости под продажу или для получения арендного дохода.

Количество таких платформ для инвестиций в мире исчисляется сотнями. На американском рынке популярны Fundrise, Realty Mogul, RealtyShares, RealCrowd<sup>12</sup>. Через такие площадки проинвестированы сотни миллионов долларов. В Европе – Exrogo, Property Partner, The House Crowd с инвестициями до 200 млн. евро через каждую площадку. Преимущество краудфандинга по сравнению с другими формами коллективных инвестиций в недвижимость – небольшой порог входа, как по размеру средств, так и по требованиям к уровню квалифицированности инвесторов, что существенно расширяет круг потенциальных участников.

Среди крупнейших проектов, которые были реализованы с использованием краудфандинговых площадок, можно отметить, например, проект Weissenhaus Grand Village в Германии<sup>13</sup>. Автор проекта выкупил деревню на побережье Балтийского моря и в 2014–2015 гг. привлекал средства на проект редевелопмента в люксовый спа-курорт за счет реконструкции 40 строений. Через платформу Companisto автору проекта удалось привлечь 8,1 млн. долл. от 1600 инвесторов<sup>14</sup>.

Еще одним из успешных проектов можно назвать Golden Hill Fort в Великобритании. Старый форт разделили на 18 отдельных блоков, которые можно арендовать через платформу онлайн-бронирования Booking.com. Привлечение осуществлялось

<sup>7</sup> URL: <https://www.industryleadersmagazine.com/worlds-most-successful-crowdfunded-projects/>

<sup>8</sup> URL: <https://www.crowdfundinsider.com/2014/09/50149-crowdfunding-best-top-10-successfully-funded-kickstarter-indiegogo-films/>

<sup>9</sup> URL: <https://blog.fundly.com/crowdfunding-statistics/>

<sup>10</sup> URL: <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/409841468327411701/crowdfunding-potential-for-the-developing-world>

<sup>11</sup> URL: <https://rg.ru/2021/02/18/obem-rynka-kraudfandinga-v-rossii-v-2020-godu-prevysil-sem-mlrd-rublej.html>

<sup>12</sup> URL: <https://www.investopedia.com/best-real-estate-crowdfunding-sites-5070790>

<sup>13</sup> URL: <https://sber.pro/publication/pochemu-v-rossii-net-kraudfandinga-v-nedvizhimosti>

<sup>14</sup> URL: <https://www.crowdfundinsider.com/2015/03/65269-weissenhaus-closes-on-companisto-at-record-e-7-5-million-in-crowdfunding/>

через британскую платформу Property Partner<sup>15</sup>, на настоящий момент актив оценивается более чем в 2 млн. фунтов<sup>16</sup>, дивидендная доходность – примерно 2% (что выше сложившейся доходности по банковским депозитам).

В России краудфандинг в основном используется для привлечения средств на развитие какого-либо бизнеса или стартапа и применительно к недвижимости пока развит относительно слабо. На рынке существуют несколько площадок, которые привлекают средства под объекты коммерческой недвижимости, среди них — PNK rental<sup>17</sup>, Aktivo<sup>18</sup> и Credo Capital. Эти площадки сложно назвать краудфандинговыми в чистом виде, так как они организованы по принципу закрытых паевых инвестиционных фондов (ЗПИФ), которые формируются под конкретный проект (или портфель проектов). Сходство указанных платформ с краудфандинговыми площадками состоит в том, что средства инвесторов привлекаются инициаторами через собственную платформу в сети Интернет.

Пока в России не существует ни одной краудфандинговой платформы для инвестиций в жилую недвижимость, и, возможно, они появятся нескоро. Кроме того, существующее на данный момент законодательство, регулирующее краудфандинг, препятствует развитию «народных» инвестиций в жилую недвижимость в качестве альтернативы долевого строительству.

Так, в «законе о краудфандинге»<sup>19</sup> (ст. 8, п. 2) указано, что «утилитарными цифровыми правами не могут являться право требовать имущество, права на которое подлежат госрегистрации, и (или) право требовать имущество, сделки с которым подлежат госрегистрации или нотариальному удостоверению», что исключает возможность вложить средства и получить взамен них жилье. Кроме того, обычные граждане (непрофессиональные инвесторы) не могут инвестировать через онлайн-платформы свыше 600 тыс. руб. в год (ст. 7, п. 1).

Так как механизм краудфандинга, как правило, привлекает для участия широкий круг инвесторов (в основном неквалифицированных), а также технически реализуется посредством сети Интернет, создается ложное впечатление некоторого сходства механизмов краудфандинга и токенизации. Однако, ключевым отличием этих механизмов на настоящий момент являются глубокая связь моделей размещения токенов с технологией блокчейн, а также то, что при краудинвестинге используется преимущественно фидуциарная, а не цифровая валюта. Вместе с тем, с учетом текущей динамики развития технологии блокчейн и дальнейшего распространения краудфандинга в будущем, постепенный переход краудинвестинга на технологию блокчейн представляется неизбежным<sup>20</sup>.

Привлечение финансирования за счет размещения цифровых финансовых активов – это один из новых инструментов, который нашел широкое применение в финансировании проектов в последние пять лет. Развитие этого механизма обусловлено популяризацией технологии блокчейн.

В рамках данного механизма, получившего название ICO (Initial Coin Offering по аналогии с IPO – Initial Public Offering, или первичное размещение акций), инвесторам предлагается приобретение собственных цифровых монет (токенов), которые в отличие от IPO представляют собой не пакет акций, а блокчейн-эквивалент участия в капитале – цифровой актив (токен). После привлечения финансирования от инвесторов и получения токенов инвесторами проекта токены могут обращаться на специаль-

<sup>15</sup> URL: <https://www.propertypartner.co/>

<sup>16</sup> URL: <https://www.propertypartner.co/properties/UKPO409GD001#/>

<sup>17</sup> URL: <https://pnkrental.ru/>

<sup>18</sup> URL: <https://realty.rbc.ru/news/577d20b39a7947a78ce9115e> ; URL: <https://www.aktivo-group.ru/>

<sup>19</sup> Федеральный закон «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 02.08.2019 № 259-ФЗ. URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_330652/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_330652/)

<sup>20</sup> Отдельные площадки предлагают участие в регулируемых краудфандинговых инвестициях через криптовалюты, в частности, Start Engine (URL: <https://www.businesswire.com/news/home/20180719005148/en/StartEngine-Accepts-Bitcoin-Regulation-Crowdfunding>), однако их размер в виду регуляторных требований ограничен.

ных торговых площадках (биржах) или различных онлайн-сервисах, позволяющих осуществить их обмен на криптовалюты или фидуциарные деньги. Доход инвесторов формируется за счет продажи имеющихся токенов на рынке в случае, если их курс растет. Размещение токенов часто не является предметом регулирования со стороны финансовых регуляторов<sup>21</sup>, что определяет их как привлекательную альтернативу привлечения средств со стороны широкого круга инвесторов. Вместе с тем появляются и регулируемые в соответствии с законодательством предложения токенов (так называемые Security Coin Offering), которые все чаще используются крупными компаниями и даже правительствами при размещении, как долговых обязательств, так и иных форм финансирования<sup>22</sup>.

Токенизация, таким образом, продолжает идеи ценных бумаг, но с использованием преимуществ технологии блокчейна (в том числе реализация преимуществ технологии в виде распределенных реестров и системы смарт-контрактов, исполнение отдельных положений которых может происходить автоматически в случае наступления определенных событий). С точки зрения инвестиций в недвижимость важной особенностью токенизации также является возможность делить стоимость неделимых активов, что позволяет привлекать инвесторов с небольшим капиталом и обеспечивает возможность извлечения доходов из такого изначально капиталоемкого и низколиквидного актива, как недвижимость, а также существенно расширяет ликвидность и состав участников на рынке недвижимости.

При этом, если у традиционного фондового рынка при вхождении в отрасль есть ряд барьеров (например, минимальный капитал и создание специальных брокерских счетов), то при использовании токенизации эти ограничения де-факто во многих случаях отсутствуют, в связи с чем финансовый рынок активно проявляет интерес к токенизации как альтернативному инструменту для организации оборота прав на активы. Использование данной технологии в перспективе может оказаться решением проблем не только традиционных финансовых инструментов, но и рынка недвижимости – токенизация может снизить издержки, упростить учет прав на активы, повысить безопасность и прозрачность операций. Главные преимущества этого метода перед традиционной торговлей – скорость торговли, прозрачность и безопасность. Последние два пункта обеспечиваются использованием блокчейна, который лежит в основе токенизации, так как (в числе прочего) его особенность – невозможность редактирования находящегося в отдельном блоке распределенного реестра записи, что и является защитой от нежелательного вмешательства и подмены в случае мошенничества.

Крупнейшей анонсированной сделкой по токенизации объектов недвижимости стало предложение британской платформы Liquefy по совместной с инвесторами стран Персидского залива токенизации активов недвижимости (элитного отеля в Лондоне) на сумму 600 млн. долл. США<sup>23</sup>. При этом, несмотря на очевидную привлекательность и большие перспективы инструмента токенизации недвижимости, существует ряд ограничений и рисков для инвесторов, эмитентов и государства (будучи новым данным инструментом не имеет устоявшейся регуляторной базы и может стать объектом превентивных действий регуляторов).

Применительно к России прямая токенизация прав на объекты недвижимости пока не предусмотрена. Так, в соответствии с Федеральным законом от 31 июля 2020 г. № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (ст. 1, п. 2.<sup>24</sup>) к цифровым активам отнесены: денежные требования, возможность осуществления

<sup>21</sup> Хотя возможно вмешательство регуляторов в отдельных случаях, напр., в ситуации с Комиссией по ценным бумагам США, возникшей при частном размещении токенов Telegram. URL: <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-146>

<sup>22</sup> URL: [https://www.pwc.com/ee/et/publications/pub/Strategy& ICO\\_STO\\_Study\\_Version\\_Spring\\_2020.pdf](https://www.pwc.com/ee/et/publications/pub/Strategy& ICO_STO_Study_Version_Spring_2020.pdf)

<sup>23</sup> URL: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/cn/pdf/en/2020/04/real-estate-tokenization.pdf>

<sup>24</sup> URL: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/Text/0001202007310056>

прав по эмиссионным ценным бумагам, права участия в капитале непубличного акционерного общества, право требования передачи эмиссионных ценных бумаг. Вещные права на недвижимое имущество, таким образом, в соответствии с действующим законом не могут напрямую использоваться для эмиссии цифровых активов. Но это не ограничивает выпуска эмиссионных ценных бумаг девелоперских и управляющих недвижимостью компаний, что, вероятно, станет основным направлением токенизации проектов недвижимости в России на ближайшую перспективу.

Представляются важными следующие выводы.

Финансиализация рынков недвижимости как глобальный макроэкономический тренд и как актуальный термин экономической науки, порождающий развивающуюся систему новых понятий и закономерностей, – значимое поле исследовательской деятельности на ближайшее десятилетие.

Секьюритизация как мейнстрим финансиализации недвижимости в прошлом десятилетии является для квалифицированных институциональных инвесторов (банки, страховые компании, пенсионные фонды) организационно-экономическим механизмом получения доступа к высоконадежным финансовым инструментам, подходящим для размещения больших объемов ликвидности и имеющим вторичный оборот и кредитный рейтинг, сопоставимый с рейтингом суверенного долга. Отсюда вытекают ниже очевидные следствия.

Финансовые институты заинтересованы в расширенном воспроизводстве строительства многоквартирного жилья и иной недвижимости (независимо от объективных потребностей населения) и соответственно в консолидации рынка, укрупнении застройщиков и изъятии у них в пользу своих бенефициаров институциональной ренты, которую обеспечивает для системообразующих застройщиков институционально закрепленное конкурентное преимущество в виде дешевого финансирования по сравнению с проектным финансированием через счета эскроу.

Секьюритизация недвижимости как макрофинансовый поток чревата завышенной капитализацией рынков (по отношению к реальной стоимости обеспечивающих активов), генерированием инфляции, угрозой дефолтов, ипотечных кризисов и др.

Секьюритизация недвижимости как совокупность тяжеловесно регулируемых инвестиционных инструментов плохо приспособлена для вторичного (в том числе экстерриториального) оборота P2P среди широкого круга розничных инвесторов, что является одной из причин недостаточной ликвидности и устойчивости траншей в рецессионной фазе даже вполне нормального рыночного цикла.

В отличие от неудачных в целом мировой и российской практики выпусков традиционных ценных бумаг (секьюритизации) на рынке недвижимости низколиквидные активы (в частности, недвижимость) оказались подходящей областью для применения токенизации. Цифровая секьюритизация в этой сфере оказывает позитивный экономический эффект: актив трансформируется в ликвидную форму с дроблением прав на него. Кроме того, цифровой актив также легко использовать в качестве залога и в других вариантах оборота вещных и обязательственных прав, которые еще только будут формироваться и развиваться в цифровой экономике.

Можно прогнозировать, что понятие собственности как совокупности полномочий владения, распоряжения и пользования, а также любые иные имущественные отношения, вещные и обязательственные права на рынке недвижимости будут трансформироваться в цифровые права требования, регулирующиеся экстерриториальными смарт-контрактами, обеспечивающими новые стереотипы экономической жизни объектов и проектов. Математический предел капитализации смарт-контрактов будет равен совокупной рыночной стоимости всей существующей, строящейся и проектируемой недвижимости всех национальных экономик.

Потенциально указанные тенденции могут способствовать снижению концентрации на рынке недвижимости традиционных бенефициаров его финансиализации – крупнейших финансовых институтов и связанных с ними девелоперов, что может положительно повлиять на снижение уровня концентрации макроэкономических рисков. Сдерживающим фактором данного процесса будет только уровень развития регулирования и технологическое обеспечение (в том числе развитие соответствующих цифровых платформ).

*Литература / References*

1. Aalbers, M. *The Financialization of Housing: A political economy approach*. London and New York: Routledge, 2016; Radhika Balakrishnan, James Heintz and Diane Elson. *Rethinking Economic Policy for Social Justice: The radical potential of human rights*. London and New York: Routledge, 2016. p. 85
2. Wu, F., Chen, J., Pan, F., Gallent, N., & Zhang, F. *Assetization: The Chinese Path to Housing Financialization* // *Annals of the American Association of Geographers*. 110(5). 1483-1499. <https://doi.org/10.1080/24694452.2020.1715195>
3. Wijburg, G. *The de-financialization of housing: towards a research agenda*. *Housing Studies*, 1-18. <https://doi.org/10.1080/02673037.2020.1762847>
4. Fauveaud, G. *The New Frontiers of Housing Financialization in Phnom Penh, Cambodia: The Condominium Boom and the Foreignization of Housing Markets in the Global South* // *Housing Policy Debate*. 30(4). 661-679. <https://doi.org/10.1080/10511482.2020.1714692>
5. Ergüven, E. *The Political Economy of Housing Financialization in Turkey: Links With and Contradictions to the Accumulation Model* // *Housing Policy Debate*. 30(4). Pp. 559-584. <https://doi.org/10.1080/10511482.2019.1681017>
6. Chen, J., & Wu, F. *Housing and land financialization under the state ownership of land in China*. *Land Use Policy*, 104844. <https://doi.org/10.1016/j.landusepol.2020.104844>
7. Fernandez, R., & Aalbers, M.B. *Housing Financialization in the Global South: In Search of a Comparative Framework* // *Housing Policy Debate*. 30(4). 680-701. <https://doi.org/10.1080/10511482.2019.1681491>
8. Leijten, I., & de Bel, K. *Facing financialization in the housing sector: A human right to adequate housing for all* // *Netherlands Quarterly of Human Rights*. 38(2). 94-114. <https://doi.org/10.1177/0924051920923855>
9. Kohl, S. *Too much mortgage debt? The effect of housing financialization on housing supply and residential capital formation*. *Socio-Economic Review*. <https://doi.org/10.1093/ser/mwaa030>
10. Socoloff, I. *Subordinate Financialization and Housing Finance: The Case of Indexed Mortgage Loans' Coalition in Argentina* // *Housing Policy Debate*. 30(4). 585-605. <https://doi.org/10.1080/10511482.2019.1676810>
11. Nethercote, M. *Build-to-Rent and the financialization of rental housing: future research directions* // *Housing Studies*. 35(5). 839-874. <https://doi.org/10.1080/02673037.2019.1636938>
12. Bao, H.X.H., & Shah, S. *The Impact of Home Sharing on Residential Real Estate Markets* // *Journal of Risk and Financial Management*. 13(8). 161. <https://doi.org/10.3390/jrfm13080161>
13. Sdino, L., & Magoni, S. *The Sharing Economy and Real Estate Market: The Phenomenon of Shared Houses*. In *Green Energy and Technology* (Vol. 0, Issue 9783319757735, pp. 241–251). Springer Verlag. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-75774-2\\_17](https://doi.org/10.1007/978-3-319-75774-2_17)
14. Cinelli, S.A. *Real Estate Crowdfunding*. In *Foreign Direct Investments* (pp. 720-747). IGI Global. <https://doi.org/10.4018/978-1-7998-2448-0.ch031>
15. Montgomery, N., Squires, G., & Syed, I. *Disruptive potential of real estate crowdfunding in the real estate project finance industry* // *Property Management*. 36(5). 597-619. <https://doi.org/10.1108/PM-04-2018-0032>
16. Konashevych, O. *General Concept of Real Estate Tokenization on Blockchain* // *European Property Law Journal*, 9(1), 21-66. <https://doi.org/10.1515/eplj-2020-0003>
17. Berentsen, A., & Markheim, M. *Real Estate meets Blockchain: Opportunities and Challenges of tokenization of illiquid Assets*. Munich Personal RePEc Archive, No. 99399(99399). [https://mpra.ub.uni-muenchen.de/102276/1/MPRA\\_paper\\_102276.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/102276/1/MPRA_paper_102276.pdf)
18. Schmidt, W.C., & Gonzalez-Briones, A. *Fintech and Tokenization: A legislative study in Argentina and Spain about the application of Blockchain in the field of properties* // *ADCAIJ: Advances in Distributed Computing and Artificial Intelligence Journal*, ISSN-e 2255-2863, Vol. 9, №. 1, 2020, pages 51-59
19. Блохин А.А., Стерник С.Г., Телешев Г.В. Трансформация институциональной ренты застройщиков многоквартирного жилья в институциональную ренту кредитных организаций // *Имущественные отношения в Российской Федерации*. 2019. № 1. С. 6-17. [A.A. Blokhin, S.G. Sternik, and G.V. Teleshev, "Transformation of institutional rent of apartment housing developers into institutional rent of credit organizations," *Imushchestv. Otnosheniya Ross. Fed.*, No. 1, 6-17 (2019).] (In Russ.)
20. Sternik, S.G., & Teleshev, G.V. *Impact of Banking Real Estate as an Asset Class on Financial System Stability: Monitoring, Forecasting, Management* // *Journal of Reviews on Global Economics*, 7, 851-864. <https://doi.org/10.6000/1929-7092.2018.07.83>
21. Стерник С.Г., Мальгинов Г.Н., Лаврентьев М.А. Влияние институциональной реформы долевого участия в строительстве на первичный рынок многоквартирного жилья // *Имущественные отношения в РФ*. 2020. №5 (224). С. 25-43. [Sternik S.G., Mal'ginov G.N., Lavrentiev M.A. *Impact of institutional reform of participatory construction on primary multi-family housing market* // *Imushchestv. Otnosheniya Ross. Fed.* 2020. No. 5 (224). pp. 25-43.] (In Russ.)
22. Аммосов, А. О. Преимущества и недостатки криптовалюты bitcoin по сравнению с фидуциарными деньгами / А. О. Аммосов // *Economics*. 2017. № 11(32). С. 82-85. [Ammosov, A.O. *Advantages and shortcomings of bitcoin cryptocurrency as compared to fiduciary money* // *Economics*. 2017. No. 11(32). pp. 82-85.] (In Russ.)



Статья поступила 15.05.2021. Статья принята к публикации 03.06.2021.

**Для цитирования:** С.Г. Стерник, Н.Б. Сафронова. Финансиализация рынков недвижимости как макроэкономический тренд цифровой экономики // Проблемы прогнозирования. 2021. № 6. С. 125-134.  
DOI: 10.47711/0868-6351-189-125-134.

### Summary

#### FINANCIALIZATION OF REAL ESTATE MARKETS AS A MACROECONOMIC TREND OF THE DIGITAL ECONOMY

**S.G. STERNIK**, Dr. Sci. (Econ.), professor, Institute of Economic Forecasting, Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia; Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

**N.B. SAFRONOVA**, Cand. Sci. (Tech.), assistant professor, Moscow State University of Civil Engineering, Moscow, Russia

**Abstract:** Changes that took place in 1990s: globalization of financial and commodity markets, financial sector deregulation and growth of its role in the economy, resulted in considerable changes in real estate markets – traditionally one of the most conservative markets. As applied to the latter, the process of penetration of the market by the financial institutions to the point that these institutions become one of the most significant market participants is often referred to as “financialization”. Specific manifestations of this phenomenon (i.e. securitization of real estate assets and more broadly – growing share of the debt collateralized by real estate as a percent of GDP) more and more influence the fundamental institution of property rights, which can potentially lead to long-term socio-economic effects and consequences. In addition to the aforementioned trend, the last decade added the processes that are related to the explosive growth of the so-called “disruptive” technologies, which emerged in “fintech” industry and which offer the stack of technologies that in turn significantly democratizes investment process (i.e. crowdfunding), real estate usage (i.e. real estate sharing), and property rights turnover (i.e. tokenization). As a result, firstly, the overall capitalization of financial component of real estate market (including the latter “digitized” component) relative to the market value of the underlying real estate may exceed the reasonable boundaries and may become an independent cause of the next crisis, similar to the one experienced in 2008-2009. Secondly, real estate market – being relatively conservative and at the same time, relatively deep – will soon become the arena for these confronting trends, which may lead to the significant changes in property rights relationships and other aspects of real estate market functioning.

**Keywords:** financialization, real estate, portfolio investments, property rights, disruptive technologies, financial technologies, securitization, crowdfunding, tokenization

Received 15.05.2021. Accepted 03.06.2021

**For citation:** S.G. Sternik and N.B. Safronova. Financialization of Real Estate Markets as a Macroeconomic Trend of the Digital Economy // Studies on Russian Economic Development. 2021. Vol. 32. No. 6. Pp. 676-682.  
DOI: 10.1134/S1075700721060149.