



ДМИТРИЙ КИСЕЛЕВ
заместитель Председателя Правления
ООО «Охта Групп»

ЗАКРЫТЫЕ ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ НЕДВИЖИМОСТИ – ПРОБЛЕМЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ

ЗАКРЫТЫЕ ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ НЕДВИЖИМОСТИ (ЗПИФН) СУЩЕСТВУЮТ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ УЖЕ НЕСКОЛЬКО ЛЕТ, ОДНАКО СТОЯТ НА НЕМ НЕСКОЛЬКО ОСОБНЯКОМ. НИ ДЛЯ КОГО НЕ СЕКРЕТ, ЧТО БОЛЬШИНСТВО ЗПИФН НЕ ЯВЛЯЮТСЯ ОРИЕНТИРОВАННЫМИ НА ШИРОКИЙ КРУГ ИНВЕСТОРОВ, А СОЗДАЮТСЯ ПОД СПЕЦИФИЧЕСКИЕ НУЖДЫ СОБСТВЕННИКОВ НЕДВИЖИМОСТИ. ПО ДАННЫМ ПОРТАЛА INVESTFUNDS.RU, НА ИЮНЬ 2007 Г. ДЕЙСТВОВАЛО БОЛЕЕ 200 ЗПИФН, А ИХ СУММАРНАЯ СТОИМОСТЬ ЧИСТЫХ АКТИВОВ (СЧА) СОСТАВИЛА ОКОЛО 100 МЛРД РУБ. СОГЛАСНО ИНФОРМАЦИИ QUOTE.RU, НА БИРЖЕВОМ РЫНКЕ ТОРГУЮТСЯ ПАИ НЕ БОЛЕЕ 2 ДЕСЯТКОВ ФОНДОВ (19 ФОНДОВ ПОД УПРАВЛЕНИЕМ 16 УК НА ИЮНЬ 2007 Г.), ОБЪЕМЫ ТОРГОВ МИНИМАЛЬНЫ.

С учетом того, что суммарная стоимость объектов коммерческой недвижимости в России составляет десятки (а может, и сотни) триллионов рублей, жилья строится на триллионы рублей, ЗПИФН мало заметны как игроки не только финансового рынка, но и рынка недвижимости.

В России, как и во всем мире, инвестиции в недвижимость являются одним из наиболее популярных видов вложений. Преимущества же инвестирования в недвижимость через ЗПИФН достаточно очевидны. Это в первую очередь отсутствие налога на прибыль в рамках фонда, т. е. возможность избежать «внутреннего» двойного налогообложения и реинвести-

ровать прибыль в полном объеме; налоговая нагрузка перенесена на конечного инвестора — владельца паев. Во-вторых, при всех оговорках, ЗПИФН наиболее прозрачный инструмент с точки зрения защиты прав инвесторов: контроль над действиями управляющей компании со стороны специализированного депозитара, аудитора и т. д. весьма жесткий и эффективный. В-третьих, ЗПИФН позволяют инвестировать небольшие суммы в диверсифицированный портфель недвижимости или в крупные объекты стоимостью десятки миллионов рублей и более.

Попробуем разобраться, почему, не смотря на многие преимущества, за не-

сколько лет существования ЗПИФН так и остались некоторой экзотикой и не оказывают серьезного влияния ни на рынок ценных бумаг, ни на финансовый рынок, ни на рынок недвижимости, в то время как *Real Estate Investment Trusts (REITs)*, с которыми часто сравнивают ЗПИФН, играют значительную роль на рынках Северной Америки, Европы и Азии.

Учитывая тот факт, что читатели журнала главным образом профессионалы, мы не будем подробно рассказывать о том, что такое паевой фонд, какова роль управляющей компании, специализированного депозитара и т. д. Попробуем остановиться на основных проблемах,



с которыми сталкивается управляющая компания, и на возможных путях их решения.

Нам представляется, что корень проблем кроется в том, что закрытые фонды недвижимости должны являться полноценными участниками не только инвестиционного рынка, но и рынка недвижимости. Управляющая компания открытого фонда, как правило, не может владеть крупным пакетом акций одной компании, позволяющим участвовать в делах эмитента, в то время как управляющий ЗПИФН просто обязан профессионально работать на рынке недвижимости. Практика показывает, что это утверждение справедливо даже для фондов жилой недвижимости, хотя они и имеют дело с относительно стандартным продуктом. Объекты же коммерческой недвижимости, девелоперские проекты, земельные участки в принципе всегда требуют индивидуального подхода. Даже передача функций девелопмента, управления строительством, управления действующими объектами, инженерными сетями и т. д. на аутсорсинг не освобождает управляющую компанию от активного участия в работе с объектами. Соответственно, выстраивать работу ЗПИФН надо не только от рынка ценных бумаг, но и от рынка недвижимости.

Принципы работы и, главное, риски, связанные с работой в разных сегментах рынка недвижимости, абсолютно разные. Например, в состав рентного фонда входят действующие объекты коммерческой недвижимости, доход формируется в основном за счет арендной платы. В состав девелоперского фонда или фонда жилищного строительства могут входить права на получение объектов недвижимости в будущем. Естественно, риски, которые несут инвесторы, в том и другом случае абсолютно разные, никакого же разделения в законодательной базе нет, да и сама терминология «рентный», «девелоперский», «жилищного строительства», «земельный банк» и т. д. нигде официально не закреплена. Кое-какие моменты можно отразить в инвестиционной декларации фонда, однако на практике это достаточно сложно.

В международной практике фондов недвижимости (рассчитанных на массового инвестора) упор делается на рентные фонды, поскольку именно в них риски наиболее предсказуемы. Нам представляется, что разделение фондов недвижимости по направлениям инвестиций (и сопутствующим рискам) целесообразно и в России.

Один из важнейших недостатков ЗПИФН, которые не позволяют им занять

достойное место на рынке недвижимости, является невозможность работы с кредитным плечом. Любой девелопер или владелец действующего объекта недвижимости подтвердит, что невозможность использования плеча ставит его в заведомо невыгодное положение по сравнению с другими участниками рынка. Данный абзац получился очень коротким, однако невозможность кредитования в рамках ЗПИФН — очень серьезный недостаток. Надеюсь, все понимают, что кредитование под залог паев и кредитование в рамках ЗПИФН — не одно и то же.

К сожалению, до сих пор не решены многие налоговые вопросы. По налогу на прибыль, похоже, никаких разногласий нет. Бурные споры по вопросам, связанным с НДС, в последнее время поутихли, большинство участников рынка и государственных институтов сходятся во мнении, что налоговый режим по НДС для ЗПИФН близок к таковому для обычного юридического лица.

Остаются серьезные разногласия по вопросам налога на имущество и земельного налога. Здравый смысл подсказывает, что если что-то и облагать этими налогами, то только на уровне фонда, однако большинство управляющих сходятся во мнении, что в условиях сегодняшнего законодательства это некорректно. Некоторые юристы считают, что налог на имущество и земельный налог должны уплачиваться на уровне конкретного пайщика. Даже если это и соответствует формальным юридическим выкладкам (с чем большинство не согласны), с точки зрения ведения бизнеса — это нонсенс. Только представьте себе, как, владея акциями, например, Газпрома, вы высчитываете свою долю налога на имущество за принадлежащие компании трубы и здания.

Теперь представьте себе серьезного инвестора, который предполагает инвестировать в ЗПИФН и заказал *due diligence* у одной из компаний «большой четверки». Увидев описание налоговых рисков, он может решить использовать другие инструменты для инвестирования в недвижимость.

Проблемы, связанные с текущим функционированием ЗПИФН также хорошо известны. Согласование со специализированным депозитарием любого договора, вплоть до закупки гвоздей, не способствует конкурентоспособности ЗПИФН как игрока рынка. Согласующие органы, органы регистрации прав на недвижимость, естественные монополисты до сих пор не до конца понимают, как работать с ЗПИФН (надо признать, что с органами регистрации прав в последнее время работать стало легче).

Необходимо сказать и о том, что существуют серьезные ограничения со стороны инвесторов. Увы, эти проблемы уже не решить только изменениями в законодательство. Большинство инвесторов (особенно частные лица) не готовы инвестировать на длительные (несколько лет) сроки при том, что ликвидность паев очень низкая, биржевые обороты даже для котироваемых паев минимальны. Частично проблему ликвидности может снять кредитование под залог паев, однако эта услуга пока только начинает развиваться (банкиры тоже понимают, что залог малоликвиден).

Есть еще одна проблема, назовем ее проблемой низкой балансовой стоимости объектов. ЗПИФН по своей сути должен владеть объектом недвижимости, а не акциями (долями) общества, объектом владеющего. Большинство же продавцов, имея объект на балансе по низкой стоимости, предпочитают продавать именно акции (доли).

Так что, неужели все так печально? На самом деле нет.

Готовятся изменения в ряд законов, в результате принятия которых появится понятие «квалифицированный инвестор». Фондам, рассчитанным на квалифицированных инвесторов, будет разрешено работать с «плечом» и закладывать активы. Над решением налоговых вопросов регуляторами рынка также ведется активная работа.

Нам представляется, что решение этих двух вопросов позволит сразу повысить привлекательность ЗПИФН для многих групп инвесторов. Это в свою очередь приведет к увеличению активно работающих на рынке фондов и позволит (за счет большего числа инвесторов) достичь реальной ликвидности паев, а это в свою очередь позволит банкам с меньшими рисками кредитовать под залог паев ЗПИФН. Чем больше будет фондов на рынке, тем легче будет работать с государственными органами и естественными монополистами.

Все вопросы быстро не решить, однако и среди участников рынка, и в государственных органах растет понимание, что ЗПИФН должны занять достойное место на рынке инвестиций и как игроки рынка недвижимости. ■

Дмитрий Зайцев

советник Центра развития Фондового рынка,
канд. экон. наук

В последние годы бизнес паевых инвестиционных фондов развивается динамично, что во многом связано с бурным ростом котировок российских ценных бумаг, существенным повышением доходности операций во многих секторах финансового рынка и, как следствие, ростом интереса инвесторов к вложению денег в ПИФы. С точки зрения инвесторов, ориентированных на получение дохода в долгосрочной перспективе, все более привлекательными становятся вложения в закрытые паевые фонды недвижимости.

Фонды недвижимости привлекательны тем, что объединяют в себе преимущества паевых фондов вообще как формы инвестирования; закрытых фондов как разновидности ПИФов с перспективами вложения средств в объекты недвижимости. Попробуем рассмотреть каждый из этих факторов подробнее.

О достоинствах паевых фондов сказано и написано много, поэтому достаточно напомнить, что главные из них заключаются в следующем:

- прирост стоимости имущества ПИФа не облагается налогом на прибыль, так как ПИФ не является юридическим лицом;
- в отношении паевых фондов действует эффективная система контроля и надзора со стороны ФСФР России, что сводит к минимуму риск банкротства, мошенничества со стороны управляющей компании или иного ущемления интересов и прав пайщиков;

- в механизме управления ПИФом предусмотрен принцип разделения полномочий между различными участниками (управляющая компания формирует фонд и управляет его имуществом, спецдепозитарий ведет учет имущества фонда и осуществляет контроль за действиями управляющей компании, спецрегистратор учитывает права собственности пайщиков и т. д.), что в целом опять-таки минимизирует риски инвесторов.

Для закрытых паевых фондов, помимо перечисленного, характерны такие особенности, как:

- отсутствие обязательства управляющей компании погашать паи до прекращения фонда, что делает необязательным поддержание текущей ликвидности паев и, как следствие, позволяет осуществлять долгосрочные инвестиции;
- право пайщиков на участие в общих собраниях, что дает возможность влиять на принятие управленческих решений в фонде;
- более либеральные требования к составу и структуре инвестиционного портфеля фонда в сравнении с открытыми и интервальными ПИФами (так, например, фонды недвижимости могут инвестировать средства не только в ценные бумаги и собственно объекты недвижимости, но и в такие специфические активы, как проектно-сметная документация, доли в уставных капиталах проектных и строительных организаций, доли в уставных капиталах ООО);
- право пайщиков на принятие решения о досрочном прекращении фонда или смене управляющей компании и др.

Ну и, наконец, вполне очевидными представляются очень хорошие перспективы вложения в объекты российской недвижимости, как в ближайшей, так и в долгосрочной перспективе. Вообще, вложения в недвижимость всегда привлекали внимание различных групп инвесторов возможностью получить высокий доход с относительно низким риском. В последние несколько лет на фоне стабильного роста платежеспособного спроса населения цены на российскую недвижимость неуклонно растут. Причем это характерно практически для всех сегментов рынка недвижимости и для большинства российских регионов. И даже если не брать примером Москву, где фантастический рост цен на недвижимость в последние годы стал уже притчей во языцех, то можно вспомнить совсем недавние события в Сочи. Практически на следующий день после объявления этого города столицей зимней Олимпиады-2014 цены на сочинскую недвижимость выросли на 20–30%. А эксперты прогнозируют, что в ближайшие 7 лет они будут прирастать еще на 15–20% в год. Если же учесть, что острый дефицит как жилой, так и офисной недвижимости характерен для большинства регионов России, то можно смело утверждать, что рост цен на недвижимость имеет долгосрочный характер, что создает отличные перспективы для извлечения инвестиционного дохода для ПИФов недвижимости.

Еще один перспективный объект инвестирования для фондов недвижимости — это загородная недвижимость и земля. Особую актуальность земля может приобрести в связи с принятием закона «Об обороте земель сельскохозяйственного назначения», так как фонды могут выступать в роли аккумуляторов долей в общей собственности на землю с целью последующей продажи земли или сдачи ее в аренду.

Вполне понятно, что, поскольку закрытые ПИФы недвижимости представляют собой надежный механизм долгосрочного инвестирования, они прежде всего интересны консервативным инвесторам с «длинными» деньгами. Вместе с тем привлекательной эта форма инвестирования может быть и для компаний, работающих на рынке недвижимости (девелоперские, риэлтерские и строительные фирмы) как эффективный механизм объединения интересов кредиторов и застройщиков, а также как инструмент налоговой оптимизации.

Наконец, все больший интерес к вложению денег в ПИФы недвижимости начинают проявлять состоятельные граждане, которые могут себе позволить инвестировать крупную сумму денег (а, как известно, так называемый «порог вхождения» в фонды недвижимости довольно высок и может достигать нескольких миллионов рублей) на длительный период в расчете не на получение текущего дохода, а на прирост рыночной стоимости активов фонда на протяжении нескольких лет. Таким образом, фонды недвижимости могут внести свою лепту в формирование класса квалифицированных инвесторов — частных лиц, дав тем самым серьезный импульс развитию финансового рынка в целом.

