

ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСАЛ

Источник: Мир & Dom. Business
14.02.2008



В этом году российскому рынку закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости исполнилось 5 лет. За такой короткий срок они стали популярным финансовым инструментом - как среди инвесторов, так и среди собственников объектов недвижимости. Кроме того, в конце 2007 года были приняты новые поправки в Федеральный закон "Об инвестиционных фондах", которые также затронули и ЗПИФН.

Из истории

Российские паевые инвестиционные фонды действуют на основании Закона "Об инвестиционных фондах" (№156-ФЗ) с 29 ноября 2001 г. А первый закрытый фонд недвижимости в России был зарегистрирован 19 февраля 2003 г. (правила доверительного управления фонда зарегистрированы ФКЦБ России №0085-59893252). С тех пор прошло пять лет, и рост ЗПИФН за это время стал очевиден. А в мире, в частности в США, самая известная модель коллективных инвестиций — Real Estate Investment Trusts (REITs) — функционирует уже несколько десятков лет. Главной целью создания таких финансовых инструментов является возможность дать мелким инвесторам осуществлять вложения в недвижимость, а собственникам привлекать средства в проекты. Но все закрытые фонды объединяет одна особенность — полученный доход либо облагается налогом по пониженной ставке, либо выведен из налогообложения (как у нас в России). "Поскольку сам ЗПИФН является имущественным комплексом без образования юридического лица, он не попадает под определение плательщика налога на прибыль, а является лишь налоговым агентом. Инвесторы фонда выступают долевыми собственниками совместного имущества. Плательщиком налога на прибыль в этом случае становится пайщик фонда ~ юридическое или физическое лицо, но в случае со ЗПИФН погашение паев может произойти только по окончании работы фонда (от 3 до 15 лет). Таким образом, прибыль, полученная в процессе работы фонда, не будет облагаться налогом на прибыль до погашения паев", — отмечает Евгений Бондарчук, главный редактор Arendator.ru.

Виды фондов

В целом на рынке можно выделить несколько видов ЗПИФов недвижимости: девелоперские (строительные), земельные, рентные. Каждый из них создается для достижения поставленных организатором фонда целей.

Самые распространенные ЗПИФН у нас — девелоперские (или строительные) и рентные. Девелоперские чаще всего создаются под конкретный проект, то есть средства пайщиков идут на строительство определенного объекта недвижимости. Доход получается от реализации уже построенного объекта. В качестве примера можно привести "ФОНД Федерация" (правила доверительного управления фонда зарегистрированы ФСФР России №0397-78531276 от 13 сентября 2005 г.), инвестиционный портфель которого формируется за счет ведущего объекта корпорации MIRAX Group — делового комплекса "Федерация" в ММДЦ "Москва-СИТИ".

Рентные ЗПИФы недвижимости — фонды, владеющие одним или несколькими объектами недвижимости и сдающие их в аренду.

Доходность девелоперских ЗПИФН, по мнению экспертов, в среднем составляет примерно от 20 до 50—60% в год, рентных - ниже 20%. Зато последние относят к одним из самых надежных, отмечают специалисты.

В настоящее время на рынке все таки больше девелоперских ЗПИФов недвижимости, но рентные развиваются и будут набирать обороты в будущем", — говорит Сергей Тюрин, руководитель департамента по работе с клиентами УК "Атлас Капитал".

Национальные особенности

Помимо США, аналогичные финансовые инструменты есть и в Европе (Франция, страны Бенилюкса, Германия, Англия). "Система паевых фондов в России эклектичная. Отчасти мы идем в фарватере европейского законодательства, частично ~ американского", — отметил Евгений Жук, ведущий юрист компании IMAC.

Безусловно, российская модель ЗПИФН отличается от западной. Во-первых, российские закрытые паевые фонды, будучи имущественным комплексом, не являются юридическим лицом (в отличие, например, от REITs). Западные модели фондов чаще всего рассчитаны на розничных инвесторов, а вот российские ЗПИФН создаются в большинстве своем под конкретные проекты и инвесторов. "Подавляющее большинство фондов являются кэптивными (т. е. закрытыми для тендеров) проектами, созданными под одного инвестора или узкую группу взаимосвязанных между собой инвесторов. Основными направлениями вложения средств фондов являются: финансирование строительства недвижимости (жилой и коммерческой) — фонды для крупных девелоперов недвижимости; готовая коммерческая недвижимость — с целью оптимизации владения и администрирования принадлежащих собственнику объектов недвижимости. Фондов в классическом понимании этого слова (т. е. коллективного капитала для построения диверсифицированного портфеля вложений в недвижимость) почти не существует. Конечно, прецеденты создания управляющими компаниями фондов недвижимости для открытого рынка есть, но при этом они почти всегда имеют якорного инвестора, готового выкупить весь невыкупленный объем паев", — говорит Сергей Большаков, генеральный директор "Управляющей компании "РИ-Групп-управление активами".

Что может ЗПИФН?

Помимо того, что собственники объектов недвижимости используют механизм ЗПИФН как инструмент экономического содержания своего недвижимого имущества (так как он не облагается налогом на прибыль), еще это эффективная защита и от недружественных поглощений, что сейчас очень актуально. *"Открытого доступа к информации о собственнике имущества нет, так как она находится не в государственном реестре недвижимости, а у специализированного регистратора. Кроме того, чтобы передать права собственности на активы фонда, нужно продать паи другому лицу. Ну а по завершении фонда пайщик получает только денежный эквивалент, а не сам актив, который собственно и является целью при рей-дерском захвате"*, — **подчеркнул Евгений Жук**. Также надо сказать, что ни один финансовый инструмент в России так не контролируется со стороны государства (ФСФР России, спецдепозитарий, аудитор), как паевые инвестиционные фонды. *"Именно это, а следовательно, и высокая степень юридической защищенности системы и активов, безусловно, повышает доверие к этому инструменту как со стороны инвесторов, так и со стороны собственников"*, — **говорит Евгений Жук**.

По его словам, основным преимуществом, помимо экономии на налоге, является то, что, не будучи участником финансового рынка, можно начать использовать такой инструмент для решения задач по привлечению долгового финансирования и инвестиций, управлению активами, структурированию бизнеса. Примером последнего способа применения конструкции закрытого ПИФа служит компания "Интеко", которая уже сделала реальный шаг к этому процессу в 2007 г., создав закрытый фонд.

Из плюсов, по мнению Андрея Бушина, генерального директора компании "Миэль — Коммерческая недвижимость", также следует отметить и возможность участия любыми объемами средств, в том числе небольшого размера, что невозможно при прямом инвестировании. Это особенно актуально на рынке коммерческой недвижимости, где порог входа значительно выше, чем, например, в жилом сегменте.

По словам Сергея Тюрина, руководителя департамента по работе с клиентами УК "Атлас Капитал", положительные особенности ЗПИФН и в том, что это более "спокойный" актив, нежели, например, ценные бумаги. Во-вторых, этот актив надежен. И третье — то, что здесь работает простая понятная схема — как для управляющей компании, так и для инвесторов. А из недостатков он отметил маленькую ликвидность, а также не слишком высокую доходность. Кроме того, минусы ЗПИФН по сравнению с частными иностранными или российскими фондами заключаются в основном в том, что такие фонды подчиняются серьезным требованиям регулирующих органов и поэтому гораздо менее гибки с точки зрения структурирования сделок, — отметил Алексей Николаев, консультант отдела финансовых рынков и инвестиций Jones Lang LaSalle.

Также эксперты отмечают и возникающие сложности с формированием залоговой массы по объектам, существующим в форме ЗПИФа. Это особенно актуально для девелоперских компаний, которые активно работают с заемными средствами. "Построив объект, такая компания часто берет кредит под его залог, чтобы начать строить новый. Проблема в том, что на сегодняшний день банки (за исключением аффилированных с данной организацией) отказываются принимать в качестве залога паи пифов", — уточнил Евгений Бондарчук.

Пай как залог

Почему же банки так настороженно относятся к паям ЗПИФН?

*"Во-первых, риски достаточно велики. Дело в том, что, имея на руках инвестиционный пай, банк вправе ожидать доходности, которая заявляется фондом. Но влиять на судьбу этого объекта или проекта, а также на управляющую компанию банк не может. Поэтому в силу высоких рисков, они в этом не заинтересованы. Но, например, в случае создания инвестиционного комитета фонда и/или установления ограничений по распоряжению имуществом банки будут уже иначе подходить к решению вопроса о кредитовании под залог паев. Ведь тогда они смогут оказывать влияние на УК, на ее действия, т. е. осуществлять пассивный контроль. Поэтому кредитование под залог паев (наряду с прямым участием банков в финансировании проектов) в будущем будет активно развиваться", — **отмечает Евгений Жук.***

Также, по его словам, в регионах больше банков идут на выдачу кредитов под залог паев. Тем более, если речь идет о создании закрытого фонда, который отчасти связан с проектами банка.

В свою очередь, банкиры аргументируют свою сдержанность в использовании паев в качестве залога тем, что при выдаче кредитов оцениваются не паи как разновидность ценных бумаг, а сам проект, лежащий в основе ЗПИФН. Риск проекта при выдаче кредита несет банк, вынужденный создавать значительные резервы под него и, тем самым, снижать свою прибыль. Подобное поведение банков во многом определяется и позицией регулятора рынка, так как существуют жесткие требования к качеству залогов.

Зато если закрытые фонды выводят паи на биржу, их ликвидность повышается, и у банка появляется возможность пойти на биржу и реализовать эти паи, в случае если наступят для этого основания.

Поправки в силе

Ввиду того, что в России рынок паевых инвестиционных фондов еще молодой и развивается, государство этому способствует путем совершенствования системы — внесением в закон новых поправок. Например, 6 декабря 2007 г. был принят Федеральный закон (№334-ФЗ) "О внесении изменений в Федеральный закон "Об инвестиционных фондах" и отдельные законодательные акты Российской Федерации", которого участники рынка ждали уже давно. Часть положений вступит в силу через 90 дней после принятия, часть — через год.

По словам экспертов, ничего сильно не изменится. Изменилось лишь то, что государство и регулятор разделило инструменты на финансовом рынке на две категории — на квалифицированных инвесторов и неквалифицированных инвесторов. Это практика давно выработана зарубежными законодателями. Введение института квалинвесторов позволит отделить одни фонды от других, а также дать им больше возможностей для работы, но и в чем-то ограничить. *"Например, строительные фонды скорее всего не смогут работать с розничными инвесторами, как это было раньше. Это связано с тем, что государство хочет оградить непрофессионального инвестора, обычного гражданина от дополнительных рисков, связанных с проектами. С ограничением неквалифицированного инвестора у квалифицированного будет больше свободы действий, нежели сейчас. Поэтому частники, которые стремились в фонды за доходностью, вынуждены будут либо расстаться с ними на тех или иных условиях, либо приобрести статус квалинвесторов, что весьма сложно, либо они будут находить альтернативные инструменты. Пока еще сложно сказать", — говорит Евгений Жук.*

Помимо того, что инвесторы разделятся на две категории, также расширится и перечень инструментов, и способы привлечения и размещения денежных средств.

"По привлечению средств предусмотрена рассрочка по оплате инвестпаев, по выплате дохода появилась возможность установить разный порядок выплат для разных инвесторов (для стратегических одна выплата, для розничных — другая). Соответственно, к управляющей компании и инфраструктуре будут более ужесточенные требования. Вообще, сейчас о прогнозировании говорить сложно, так как на начальном этапе будет иметь место адаптация рынка к новым требованиям и изучение возможностей. В ближайшие два-три года развитие фондов будет продиктовано не только экономическими показателями и ситуацией на рынке, но и тем, как правительство будет выпускать законы и нормативные акты, которые предусмотрены новыми поправками. Если это произойдет быстро, то система будет функционировать нормально, если неспешно, то это затормозит техническую процедуру запуска фондов, выхода на рынок новых управляющих", — заключил Евгений Жук.

Константин Ковалев, управляющий партнер компании Blackwood:

— Доходность ЗПИФов недвижимости зависит, прежде всего, от ситуации на рынке недвижимости и в первую очередь ~ от темпов роста арендных ставок и цен продажи готовой недвижимости. Таким образом, при анализе потенциальной доходности ЗПИФН необходимо ориентироваться не на ретроспективные данные работы фонда, а на фундаментальный анализ отрасли, в которой действует фонд.

При инвестировании в ценные бумаги инвестор руководствуется понятиями "риск-доходность", то есть инвестор сам решает, какую доходность он хочет получить, при этом соглашаясь на присущие данной доходности риски. Чем выше доходность финансового инструмента, тем выше риск неполучения или получения не в полном объеме предполагаемого дохода.

ЗПИФН наряду с обыкновенными акциями относятся к наиболее рискованным финансовым инструментам, при этом он дает возможность получить высокий доход, в то время как банковский депозит предлагает инвестору минимальную доходность при сравнительно низком риске.

Сергей Большаков, генеральный директор "Управляющей компании "РИГрупп-управление активами":

— На Западе фонды недвижимости часто создаются в форме траста. В частности, в США это — REITs — Real Estate Investment Trusts. Рынок ЗПИФН в России не структурирован так, как, например, в США. Подавляющее большинство фондов являются кэптивными проектами, созданными под одного инвестора или узкую группу взаимосвязанных между собой инвесторов. Основными направлениями вложения средств фондов являются: финансирование строительства недвижимости (жилой и коммерческой) — фонды для крупных девелоперов недвижимости; готовая коммерческая недвижимость — с целью оптимизации владения и администрирования принадлежащих собственнику объектов недвижимости. Фондов в классическом понимании этого слова, т. е. коллективного капитала для построения диверсифицированного портфеля вложений в недвижимость, почти не существует.

Андрей Бушин, генеральный директор компании "Миэль — Коммерческая недвижимость":

— Безусловно, ПИФы обладают рядом достоинств, среди которых следует отметить возможность участия любыми объемами средств, в том числе небольшого размера, что невозможно при прямом инвестировании. Это особенно актуально на рынке коммерческой недвижимости, где порог входа значительно выше, чем, например, в жилом сегменте. Однако недостатки способны перечеркнуть вышеперечисленные достоинства. Так, большинство существующих фондов создано под конкретный проект, и их размещение является закрытым. К тому же они не котируются на рынке вторичного обращения. При этом гарантий доходности не существует, а ее размеры зависят от мастерства управляющей компании.

Алевтина Орешко, директор по развитию Vesco Consulting:

— Закрытые паевые инвестиционные фонды обладают рядом преимуществ. Так, рынок более защищен и строго регулируется со стороны государства, что намного повышает уровень защиты интересов пайщиков. Вместе с тем, и профессиональное сопровождение значительно выше, что снижает вероятность возникновения рисков. Тем не менее, основными недостатками ЗПИФН является тот факт, что фонд может оказаться неликвидным. Кроме того, инвестору будет достаточно сложно продать свой пай - в настоящее время эта операция является достаточно сложной, так как ЗПИФН чаще всего создается под определенный проект, и продать пай можно только после его реализации.

Евгений Жук, ведущий юрист компании IMAC:

— Система паевых фондов в России эклектичная. Отчасти мы идем в фарватере европейского законодательства, частично - американского. В ближайшие два-три года развитие фондов будет продиктовано не только экономическими показателями и ситуацией на рынке, но и тем,

как правительство будет выпускать законы и нормативные акты, которые предусмотрены новыми поправками. Если это произойдет быстро, то система будет функционировать нормально, если неспешно, то это затормозит техническую процедуру запуска фондов, выхода на рынок новых управляющих.

Сергей Тюрин, руководитель департамента по работе с клиентами УК "Атлас Капитал":

— В последние несколько лет ЗПИФН стали популярны в России. Для бизнеса это удобный инструмент диверсификации, строители используют ЗПИФН для привлечения инвестиций в проекты, а частные инвесторы — как инструмент долгосрочного хранения капитала. В среднем фонды функционируют от 5-7 лет до 15. Покупатели паев — это и частные (физические и юридические) лица, и институциональные инвесторы (страховые компании и пенсионные фонды). Стоимость паев варьируется от 5-10 тысяч рублей до нескольких миллионов. Из преимуществ я бы отметил надежность используемого актива, а также понятную схему функционирования — как для управляющей компании, так и для клиента. А из недостатков — малую ликвидность, большой срок вложения, режим закрытости. В среднем доходность ЗПИФН - 20-35% в год.