

ЗАКРЫТЫЕ ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ, ИНВЕСТИРУЮЩИЕ В ОБЪЕКТЫ НЕДВИЖИМОСТИ. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

Ж.Н. Тропина

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва, Россия

В статье рассматриваются актуальные вопросы развития таких значимых представителей сегмента коллективного инвестирования национального финансового рынка как закрытые паевые инвестиционные фонды, инвестирующие в объекты недвижимости. Автор, исследуя проблемы функционирования паевых инвестиционных фондов данной группы, анализирует предлагаемые Банком России изменения в отношении расширения спектра объектов разрешенных для инвестирования фондам, ориентированным на неквалифицированных инвесторов. В статье дается оценка перспектив развития данного сегмента отрасли коллективного инвестирования, рассматриваются меры, реализация которых могла бы стимулировать развитие фондов данной группы и обеспечить масштабный приход розничных инвесторов.

Ключевые слова: паевые инвестиционные фонды, квалифицированные инвесторы, неквалифицированные инвесторы, управляющие компании, инвестиционная декларация, объекты недвижимости.

Активное развитие сегмента закрытых паевых инвестиционных фондов (ЗПИФ) является в последние годы одной из значимых характеристик сегмента коллективного инвестирования в РФ.

Закрытые паевые инвестиционные фондов практически сразу же после их введения стали одной из самых успешных структур коллективного инвестирования национального рынка. Уже в первый год функционирования эта группа паевых инвестиционных фондов (ПИФ) продемонстрировала существенный рост активов – активы закрытых паевых инвестиционных фондов превысили по объему суммарные активы интервальных и открытых ПИФ через девять месяцев после своего появления [1, с. 9]. Одной из самых успешных категорий закрытых паевых инвестиционных фондов являются ЗПИФ, инвестирующие в объекты недвижимости.

История развития закрытых паевых инвестиционных фондов, вкладывающих денежные средства в объекты недвижимости, выглядит неоднозначно. Достаточно продолжительный период времени паи ЗПИФ недвижимости были инструментом, используемым, прежде всего, компаниями, работающими в строительной отрасли, и крупными частными инвесторами, располагающими значительными средствами, что обуславливалось рядом факторов:

- низкий спрос на инвестиционные продукты со стороны инвесторов на российском рынке в целом;
- недостаточный уровень развития инфраструктуры финансового рынка;
- отсутствие вторичного обращения инвестиционных паев ЗПИФ этой группы;

– неготовность широкого круга розничных инвесторов, располагающих небольшими суммами, к длительным срокам инвестирования.

На развитых финансовых рынках аналоги российских ЗПИФ недвижимости всегда являлись одним из популярных и привлекательных инструментов у самых разных групп инвесторов, в том числе и розничных [2, с. 176].

Стимулирование прихода массового розничного инвестора на фондовый рынок, путем предоставления дополнительных налоговых льгот, проводимое регулятором, обеспечило определенные положительные результаты. С ростом интереса физических лиц к инвестиционной деятельности появилась необходимость формирования специфических инвестиционных продуктов, инвестиционных паев ЗПИФ недвижимости, соответствующих потребностям розничных инвесторов.

На данный момент ситуация в отрасли коллективного инвестирования в недвижимость выглядит следующим образом. Институциональные и крупные инвесторы осуществляют собственные проекты через фонды, предназначенные для квалифицированных инвесторов, для которых существуют возможности формирования достаточно широких по составу инвестиционных деклараций, и, соответственно, возможности принятия высоких рисков. Розничные инвесторы имеют возможность размещения денежных средств в бумаги фондов для неквалифицированных инвесторов, для которых действует запрет на инвестиционные операции с высоким уровнем риска [3–5]. Выплата рент-

ного дохода на инвестиционные паи, организация вторичного обращения паев также способствовали росту интереса розничных инвесторов к бумагам этой группы. Недвижимость на данный момент является одним из привлекательных объектов инвестирования для розничных инвесторов. Так, по итогам 2021 г. на организованных торгах были представлены паи более 70 ЗПИФ, большая часть (более 50 %) которых демонстрировала надлежащий уровень ликвидности¹.

В таблице 1 представлены крупнейшие управляющие компании, функционирующие на рынке закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости, ориентированных на розничных инвесторов (по итогам 2021 г.)².

Рост активов ЗПИФ недвижимости в целом обеспечивается, прежде всего, ростом активов комбинированных фондов, ориентированных на квалифицированных инвесторов. Состав инвестиционных деклараций фондов этой группы может быть весьма широким. Например, в число активов данных ЗПИФ могут входить готовые жилые помещения, земельные участки, предназначенные для жилищного строительства, коммерческая недвижимость, находящаяся в многоквартирных домах, инженерные сооружения, квартиры, строящиеся в соответствии с Федеральным законом № 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве...»³, недвижимость нежилых зданий, сдающаяся в аренду. При этом, если оценивать структуру размещения денежных средств квалифицированными инвесторами через инструментариий ЗПИФ, то можно констатировать, что она в целом соответствует структуре рынка инвестиций в недвижимость.

К составу активов не ограниченных в обращении фондов предъявляются жесткие требования, они могут инвестировать денежные средства пай-

щиков только в объекты недвижимости, уже введенные в эксплуатацию; кроме того, часть недвижимости в активах фонда должна относиться к недвижимости, сдаваемой в аренду. Выполнение этих регуляторных требований значительно сокращает количество проектов, в которых могут участвовать фонды, паи которых доступны для неквалифицированных инвесторов, но и уровень риска по инвестиционным паям, обеспеченным качественными объектами недвижимости, вполне сопоставим с рисками, возникающими по облигациям федерального займа. С помощью паев фондов этой группы может быть удовлетворен спрос на долгосрочные консервативные инструменты, предъявляемый розничными инвесторами. К числу мер, нацеленных на снижение уровня рисков для этой группы инвесторов, можно отнести действовавшее до недавнего времени требование о минимальной стоимости пая фондов данной группы и минимальной сумме инвестиций, равной 300 тыс. рублей.

Кроме того, для ЗПИФ разных групп, ориентированных на квалифицированных и неквалифицированных инвесторов, действуют совершенно разные механизмы оплаты паев. Так одной из значимых проблем ЗПИФ недвижимости является возможность сильных просадок стоимости паев при нахождении объектов недвижимости в инвестиционной фазе [1, с. 9]. В структурах коллективного инвестирования, действующих на развитых рынках, подобные ситуации нивелируются за счет выполнения обязательств пайщиков по внесению дополнительных средств. Эта норма в определенной мере поддерживается и в российской практике функционирования паевых инвестиционных фондов, ориентированных на квалифицированных инвесторов; так, национальным законодательством

Таблица 1

Объем денежных средств, находящихся под управлением крупнейших управляющих компаний на рынке закрытых паевых инвестиционных фондов по итогам 2021 г., млрд руб.

Управляющая компания	Объем денежных средств под управлением
ООО «Сбер Фонды Недвижимости»	17,41
АО ВТБ Капитал Управление активами	7,15
УК «Альфа-капитал»	6,51
ООО УК «А класс капитал» (ЗПИФ «ПНК Рентал»)	5,04
УК «Велес Траст»	3,52

¹ Сведения Московской биржи. URL: https://www.moex.com/ru/marketdata/#/mode=groups&group=5&collection=59&boardgroup=57&data_type=current (дата обращения: 25.06.2022).

² Данные управляющих компаний.

³ Речь идет о Федеральном законе от 30 декабря 2004 г. № 214-ФЗ (ред. от 14.03.2022) «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации».

на данный момент по отношению к фондам этой группы предусмотрена возможность неполной оплаты пая с обязательством для пайщиков по внесению дополнительных средств в ПИФ в соответствии с требованиями, выставляемыми управляющей компанией; выпуска новых инвестиционных паев в этих случаях не происходит. В ПИФ, доступных для неквалифицированных инвесторов, действует более консервативная схема оплаты пая. Схема оплаты пая, существующая в ПИФ для квалифицированных инвесторов, в этом случае была бы просто не применимой, поскольку могла бы создать дополнительные убытки для инвесторов.

В течение последних трех лет на рынке наблюдается тенденция роста активов фондов, инвестирующих в недвижимость, при этом рост обеспечивается в основном комбинированными фондами, ориентированными на квалифицированных инвесторов. Существенную роль в росте стоимости активов сыграла значительная переоценка объектов недвижимости. Так, в соответствии с данными, приводимыми ЦИАН, за 2021 г. стоимость новостроек выросла на 29–38 % по разным регионам, однако подобные явления не отражаются автоматически на стоимости активов фондов, инвестирующих в недвижимость; процессы, идущие в отрасли, зачастую выглядят достаточно сложно [6; 7]. В этот период имело место массированное замещение проектов, когда из числа активно работающих выбывали уже зрелые фонды, располагающие крупными активами; им на смену приходили новые фонды с незначительным объемом первоначальных инвестиций. За 2021 г. управляющими компаниями были приняты 44 решения о прекращении деятельности фондов недвижимости и комбинированных фондов, по 19 фондам такие решения принимались общими собраниями пайщиков. Следует отметить, что в течение прошлого года были сформированы 252 комбинированных закрытых паевых инвестиционных фондов и девять фондов недвижимости⁴.

Еще раз подчеркнем, что одной из тенденций последних лет стал активный рост сегмента ЗПИФ недвижимости, паи которых доступны неквалифицированным инвесторам, при этом введение с октября 2021 г. обязательного тестирования при покупке сложных инвестиционных продуктов не стало значительным ограничением для этого процесса.

Если говорить о ЗПИФ недвижимости в целом, то необходимо отметить, что одной из проблем работы этих фондов на данный момент является отсутствие возможности автоматической пролонгации договора доверительного управления ЗПИФ.

Введение данной опции, означающей по сути решение проблемы ограничения срока функционирования фонда, значительно упростило бы механизм функционирования фондов этой группы. Представители профессиональных участников рынка обращались к регулятору с предложениями в решении этого вопроса. Очевидно, в ближайшее время вопрос будет решен, на данный момент участниками рынка прорабатывается технический и правовой механизм реализации автоматической пролонгации договора доверительного управления ЗПИФ. Однако, следует заметить, что введение этой опции возможно только при условии четкого соблюдения прав всех держателей инвестиционных паев, что особенно актуально для ЗПИФ недвижимости, доступных и для неквалифицированных инвесторов. Высока вероятность того, что автоматическая пролонгация договора доверительного управления ЗПИФ будет допущена только при обеспечении возможности погашения паев для пайщиков, не желающих участвовать в автоматической пролонгации.

Характеристики объектов недвижимости, включение которых допускается в ЗПИФ, доступных для неквалифицированных инвесторов, достаточно специфичны – это объекты с четкими инвестиционными параметрами и понятной схемой образования рыночной стоимости; этот вариант формирования спектра объектов обеспечивает возможность максимального снижения рисков инвестирования для розничных держателей паев. Дальнейшему успешному развитию фондов недвижимости этой группы могли бы служить определенные сдвиги в части расширения спектра объектов инвестирования. Так, в число объектов, разрешенных к инвестированию для фондов этой группы, могли бы включаться объекты коммерческой недвижимости, сданные в эксплуатацию относительно недавно, сразу же после заключения долгосрочных договоров аренды. Отказ от действующего на данный момент требования наличия арендной истории у объекта может в определенной мере расширить инвестиционные возможности для фондов, ориентированных на неквалифицированных инвесторов без существенного изменения уровня рисков [8; 9].

Определенные регуляторные новации в части либерализации функционирования ЗПИФ уже введены; так, например с 1 февраля 2022 г. типовые правила доверительного управления заменены требованиями, предъявляемыми к ним, что создаст возможность более гибких формулировок условий функционирования фондов.

Кроме того, представители профессиональных участников рынка ценных бумаг (ПУРЦБ) считали,

⁴ Банк России. Обзор ключевых показателей. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/39840/review_pif_aif_21Q4.pdf.

что нормой, ограничивающей возможности инвестирования для частных лиц в ЗПИФ недвижимости, являлось требование к достаточно высокой стоимости пая (300 тыс. руб.). На данный момент требование к минимальной стоимости пая изменено (100 тыс. руб.). Снижение регуляторных требований к этому параметру безусловно расширит возможности покупки данных ценных бумаг физическими лицами, не располагающими значительными суммами. Снижение величины указанного параметра сделает комфортным приобретение паев в рамках индивидуальных инвестиционных счетов, упростит процесс диверсификации портфелей для инвесторов, располагающих небольшими денежными средствами, снимет в определенной мере сложности вторичного обращения паев. По мнению автора настоящей статьи, в сочетании с требованием прохождения тестирования для розничных инвесторов при покупке сложных инвестиционных продуктов изменение нижней границы стоимости пая не приведет к росту рисков для данной группы инвесторов.

Инвестиционные паи ПИФ в целом наряду с акциями относятся к числу ценных бумаг долевой группы, но лишь по инвестиционным паям ЗПИФ существует возможность участия в управлении фондами. Развитию сегмента ЗПИФ недвижимости могло бы способствовать расширение возможностей доступа к участию в голосовании, введение электронной формы голосования на общем собрании держателей паев. Эта форма голосования уже весьма активно и успешно применяется в акционерных обществах. В конце марта 2022 г. Банком России опубликован проект Положения «Об общих собраниях владельцев инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда», который в настоящее время активно обсуждается в среде ПУРЦБ. К числу основных нововведений относятся сокращение сроков проведения общего собрания и возможность проведения электронного голосования пайщиков ЗПИФ.

В силу высокого уровня интегрированности российского фондового рынка в мировую финансовую систему, национальный рынок стал одной из основных мишеней введенных против нашей страны санкций. В этих условиях вопрос интенсивного развития российского фондового рынка, как в среднесрочной, так и в долгосрочной перспективах становится особенно актуальным. Активное импортозамещение должно быть обеспечено стабильным финансированием, осуществляемым не только за счет средств государственного бюджета, ресурсов кредитных организаций, но и за счет средств, привлекаемых на фондовом рынке. Рост национального фондового рынка в ближайшие годы будет поддерживаться внутренними инвесторами, для которых должен быть обеспечен набор привлекательных и комфортных с точки зрения сочетания

риска и доходности инструментов. Необходимо продолжать политику стимулирования частного инвестирования, как индивидуального, так и коллективного. Паи закрытых паевых инвестиционных фондов, инвестирующих в объекты недвижимости, в ближайшие годы, очевидно, останутся одними из привлекательных инструментов национального рынка.

Литература

1. Тропина Ж.Н. Проблемы развития закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости // Вестник ИЭАУ: электронный научный журнал. 2015. № 9. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=24182101> (дата обращения: 21.06.2022).
2. Доценко С.А. Текущее состояние индустрии инвестиционных фондов в России и США // Инновации и инвестиции. 2019. № 9. С. 175–180.
3. Тропина Ж.Н. Новые категории паевых инвестиционных фондов и перспективы развития коллективного инвестирования в России // Вестник ИЭАУ: электронный научный журнал. 2020. № 28. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=43095706> (дата обращения: 21.06.2022).
4. Тропина Ж.Н. Инвестиционные стратегии, реализуемые в рамках закрытых инвестиционных фондов недвижимости // Контентус. 2015. № 11 (40). С. 105–110.
5. Тропина Ж.Н. Специфика организации процесса реализации инвестиционных проектов посредством паевых инвестиционных фондов // Вестник ИЭАУ: электронный научный журнал. 2016. № 13. URL: <https://ieay.ru/wp-content/files/nd/vestnik/13/Tropina-01.pdf>.
6. Павлова А.В. Коммерческая недвижимость и закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости как объекты частных инвестиций в 2021 году // Экономика, предпринимательство и право. 2021. Т. 11, № 5. С. 1245–1270.
7. Сунь Д. Текущая ситуация паевых инвестиционных фондов на российском рынке: большая часть богатства находится в руках очень небольшого числа людей // Вестник Академии знаний. 2021. № 5 (46). С. 388–393. DOI: 10.24412/2304-6139-2021-5-388-393.
8. Таранишина А.А. Тенденции развития российского рынка коллективного инвестирования // Вектор экономики: электронный научный журнал. 2021. № 4 (58). URL: <http://www.vectoreconomy.ru/images/publications/2021/4/financeandcredit/Taranishina.pdf>.
9. Семернина Ю.В., Дудина Е.С., Ядчук Н.М. Анализ ключевых параметров развития индустрии паевых инвестиционных фондов в России // Математическое и компьютерное моделирование в экономике, страховании и управлении рисками. 2021. № 6. С. 286–290.

Сведения об авторе

Тропина Жанна Николаевна – канд. экон. наук, доцент Департамента банковского дела и финансовых рынков ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва, Россия.

E-mail: tropina_zanna@inbox.ru

CLOSED-END MUTUAL FUNDS INVESTING IN REAL ESTATE. DEVELOPMENT PROSPECTS

Zh. Tropina

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

The article deals with topical issues of the development of such significant representatives of the collective investment segment of the national financial market as closed-end mutual funds investing in real estate. The author, investigating the problems of the functioning of mutual investment funds of this group, analyzes the changes proposed by the Bank of Russia regarding the expansion of the range of objects allowed for investment funds focused on unqualified investors. The article gives an assessment of the prospects for the development of this segment of the collective investment industry, considers measures the implementation of which could stimulate the development of funds of this group and ensure a large-scale arrival of retail investors.

Key words: mutual funds, qualified investors, unqualified investors, management companies, investment declaration, real estate objects.

References

1. Tropina Zh.N. Problems of development of closed-end mutual real estate investment funds, *Vestnik IEAU: elektronnyi nauchnyi zhurnal*, 2015, No. 9. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=24182101>. (In Russ.)
2. Dotsenko S.A. The current state of the investment fund industry in Russia and the USA, *Innovatsii i investitsii*, 2019, No. 9, pp. 175-180. (In Russ.)
3. Tropina Zh.N. New categories of mutual funds and prospects for the development of collective investment in Russia, *Vestnik IEAU: elektronnyi nauchnyi zhurnal*, 2020, No. 28, available at: <https://ieay.ru/wp-content/files/nd/vestnik/28/Tropina-01.pdf>. (In Russ.)
4. Tropina Zh.N. Investment strategies implemented within the framework of closed real estate investment funds, *Kontentus*, 2015, No. 11 (40), pp. 105-110. (In Russ.)
5. Tropina Zh.N. The specifics of the organization of the process of implementing investment projects through mutual funds, *Vestnik IEAU: elektronnyi nauchnyi zhurnal*, 2016, No. 13. URL: <https://ieay.ru/wp-content/files/nd/vestnik/13/Tropina-01.pdf>.
6. Pavlova A.V. Commercial real estate and closed-end real estate mutual funds as objects of private investment in 2021, *Ekonomika, predprinimatel'stvo i pravo*, 2021, Vol. 11, No. 5, pp. 1245–1270. (In Russ.)
7. Sun' D. The current situation of mutual funds in the Russian market: most of the wealth is in the hands of a very small number of people, *Vestnik Akademii znanii*, 2021, No. 5 (46), pp. 388-393. DOI: 10.24412/2304-6139-2021-5-388-393. (In Russ.)
8. Taranishina A.A. Trends in the development of the Russian collective investment market, *Vektor ekonomiki: elektronnyi nauchnyi zhurnal*, 2021, No. 4 (58), available at: <http://www.vectoreconomy.ru/images/publications/2021/4/financeandcredit/Taranishina.pdf>.
9. Semernina Yu.V., Dudina E.S., Yadchuk N.M. Analysis of key parameters of the development of the mutual fund industry in Russia, *Matematicheskoe i komp'yuternoe modelirovanie v ekonomike, strakhovanii i upravlenii riskami*, 2021, No. 6, pp. 286–290. (In Russ.)

About the author

Zhanna N. Tropina – Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the Department of Banking and Financial Markets of the Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia.
E-mail: tropina_zanna@inbox.ru