Погосьян Вадим Суренович. Закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости в России : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Погосьян Вадим Суренович; [Место защиты: ГОУВПО "Российская экономическая академия"].- Москва, 2009.- 128 с.: ил.

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Особенности модели закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости

1.1. Понятие закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости 9

1.2. Классификация закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости

1.3. Экономические характеристики инвестиционных паев ЗПИФов недвижимости

Глава 2. Тенденции развития закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости

2.1. Основные черты зарубежного рынка коллективных инвестиций в недвижимость 45

2.2. Особенности российских закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости

2.3. Проблемы рынка коллективных инвестиций в недвижимость России

Глава 3. Направления совершенствования и перспективы развития закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости

3.1. Перспективы развития рынка коллективных инвестиций 100

3.2. Совершенствование принципов работы закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости

Заключение 128

Список литературы 137

**Введение к работе**

**Актуальность, темы исследования**определяется необходимостью1 всестороннего изучения,синергии рынков ценных бумаг и недвижимого имущества, выраженной в инструменте рынка, коллективных инвестиций - закрытом паевом инвестиционном фонде недвижимости (далее - ЗПИФ недвижимости). Ценные бумаги ЗПИФа недвижимости — инвестиционные паи, с одной стороны, являются удостоверением доли инвестора в имуществе фонда, с другой стороны, - бездокументарной ценной бумагой,, свободно обращающейся на вторичном рынке, в том числе на биржевом.

Появившись впервые лишь в 2003 году, т.е. на семь лет позже фондов, ориентированных на, инвестирование средств в фондовый рынок, ЗПИФьъ недвижимости сегодня занимают ведущие позиции как по объемам активов\* под управлением, так^и по\* количеству действующих фондов. Важной экономической.функцией, выполняемой данной категорией фондов, является привлечение капитала населения-в развивающийся/рынок недвижимости. Принимая во внимание стоимость одного квадратного метра жилой; и нежилой недвижимости в наиболее экономически развитых регионах РФ и соотнося ее со среднестатистическим уровнем доходов граждан, можно сделать вывод, что для подавляющего большинства трудоспособного населения РФ приобретение инвестиционных паев закрытых паевых инвестиционных фондов является единственно доступным способом вложения средств в недвижимость в инвестиционных целях.

Не менее важной является и социальная функция ЗПИФов недвижимости. По оценкам Правительства РФ, при сохранении текущих темпов строительства дефицит жилья в общероссийском масштабе будет устранен не менее, чем через 15f лет. Национальный проект «Доступное и комфортное жилье гражданам России» был призван ускорить срок восполнения этого дефицита, однако практика показала^ что задача требует комплексного и. всестороннего решения не только, со1 стороны, государства, но и со стороны коммерческих организаций и

граждан. Закрытые паевые инвестиционные фонды, вкладывающие капитал частных лиц в строительство жилой недвижимости, способствуют увеличению объема, ежегодно возводимого жилья, а значит, участвуют в решении одной из наиболее важных социальных проблем России.

Поскольку инвестиционные паи ЗПИФов являются инструментом фондового рынка РФ и в то же время формой удостоверения участия их владельцев в рынке недвижимого'имущества, комплексное исследование данного института коллективных инвестиций будет способствовать развитию более тесных экономических связей между различными отраслями российской экономики.

Приведенные выше обстоятельства обусловили выбор темы исследования и определили ее цель.

**Степень научной, разработки**проблем функционирования^ закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости определяется уровнем развития рынка, коллективных инвестиций США, стран Европы, и Азиатско-Тихоакеанского региона. В отчетах зарубежных саморегулируемых организаций, курирующих деятельность институтов коллективных инвестиций в недвижимость, таких как NAREIT (США) и EPRA (Евросоюз), представлены результаты многочисленных исследований, направленных на изучение путей использования привлеченных фондами активов, а также целей, для достижения которых инвесторы приобретают эти инструменты. Некоторые аспекты инвестирования средств в фонды недвижимости нашли отражение в работах зарубежных авторов, таких как Antony Ml, Bowman R., Byrnes В., Harris J., Khamkongkaew W., Koonar K., Nelson. S., Charles and Kim Petty, Roach M., Selengut S., Smyth G., Sternberg J., Teo J., Valentine R., Voudrie J.,Wong P., Wozny В., Yew С. Основные принципы формирования портфелей ценных бумаг, включающих в себя инвестиционные паи ЗПИФов недвижимости, и некоторые вопросы функционирования фондов, недвижимости рассматривались в работах российских исследователей Айзина К., Архиповой Е., Барановской Н., Бачерова А, Белых Л.П., Бескровного А., Богданова А., Булатова BlB., Долгова В., Евстратовой У., Жука Е.,

Кирьянова, М., Колесникова В.И., Коробова А., Кущенко В.В., Морозовой Л., Перельман Е., Плаксенова Е., Рожкова А., Симагина Д., Старых Н., Трусковой О., Шемендюка Р.

При этом остается ряд неисследованных или спорных проблем, связанных с вторичным обращением инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов на зарубежных фондовых биржах, влиянием управляющих компаний ПИФов на спрос и ожидания инвесторов, поиском наиболее эффективных путей дистрибуции инвестиционных паев. К тому же данная область экономической науки требует обобщения уже накопленных, но разобщенных знаний и выработки практических рекомендаций.

В центре внимания большинства исследователей находится определение класса недвижимого имущества; инвестирование в которое позволит паевым, инвестиционным фондам продемонстрировать наибольшую доходность при сохранении'заданного уровня риска. Данное исследование направлено на\* изучение-особенностей-функционирования российского рынка коллективных инвестиций в недвижимость, а также проблем, решение которых позволит значительно увеличить объем частного российского и зарубежного капитала, привлекаемого ЗПИФами недвижимости.

**Целью диссертационного исследования**является определение генезиса и эволюции закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости для обеспечения синергетического эффекта от взаимодействия фондового рынка и рынка недвижимости.

В соответствии с поставленной целью работа была ориентирована на решение следующего комплекса взаимосвязанных задач:

определить специфику закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости как формы инвестирования средств в рынок недвижимого-имущества;

дать экономическую характеристику инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости;

выявить преимущества и недостатки закрытых паевых инвестиционных фондов как инструмента инвестирования денежных средств в рынок недвижимого имущества;

провести всестороннюю классификацию закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости;

провести анализ функционирования1 российских закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости и определить основные проблемы, препятствующие их работе;

изучить зарубежный опыт работы рынка коллективных инвестиций\* в недвижимое имущество;

определить перспективы российского рынка коллективных инвестиций и путей развития закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости.

**Объектом» исследования**являются российские закрытые паевые инве  
стиционные фонды недвижимости. *~:*

**Предметом исследования**выступает инвестирование денежных средств в недвижимое имущество с использованием закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости.

**Методологической и теоретической основой**диссертационного исследования являются общенаучные методы познания: диалектика, системный и логический анализ экономической информации и практического опыта, классификация и группировка, исторический и экономико-статистический методы.

В основе исследования проблем функционирования закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости в России лежат работы специалистов, посвященные особенностям работы российского рынка коллективных инвестиций: Абрамова А., Абрамова СИ., Бачерова А., Барда B.C., Белых Л.П., Богла Дж., Воронцовского А. В., Ворфоломеева А., Галанова В.А., Грабарова А., Де-ришевой О., Залко Г., Капитана М., Кидуэлла Д.С., Колесникова В.И., Коробова А., Кривошеевой И.В., Кущенко В.В., Липавского В., Миловидова В.Д., Рубцова Б. Б., Чулюкова Ю.В. и других.

Эмпирическую основу исследования составили:

законодательные акты Российской Федерации, США и других стран, нормативные документы Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг Российской\* Федерации' и Федеральной службы по финансовым рынкам, регулирующие паевые инвестиционные фонды;

статистические и справочные материалы, отчеты саморегулируемых организаций; аналитические и обзорные материалы отечественных и зарубежных институтов и информационных агентств, а также информация фондовых бирж за период с 2002 по 2008 год;

публикации в специальной периодической5 печати России и зарубежных стран, материалы научных конференций.

**Научная новизна результатов исследования**состоит в определении закрытого- паевого инвестиционного фонда в качестве наиболее эффективной формы'инвестирования средствврынокнедвижимогоимущества. >'

Основные научные результаты, полученные в диссертации:

определена, специфика.экономической и юридической сущности закрытых паевых инвестиционных фондов, а также их отличия от иных форм инвестирования денежных средств в рынок недвижимого имущества;

определены особенности, преимущества и недостатки инвестиционных паев закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости по сравнению с иными инструментами фондового рынка, стоимость которых в высокой степени зависит от динамики развития рынка недвижимого имущества;

разработана классификация закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости в соответствии.с группой факторов, влияющих на перечень выполняемых данным институтом рынка коллективных инвестиций функций;

выявлены специфика и особенности функционирования (российской'системы коллективных инвестиций в недвижимость;

сформулированы предложения по изменению порядка работьь закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости. Изменения направлены\* на ре-

шение существующих инфраструктурных проблем и повышение привлекательности российских ЗПИФов недвижимости, как для российских, так и зарубежных инвесторов;

- определены основные пути развития закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости в среднесрочной перспективе.

**Практическая значимость результатов исследования состоит**в определении наиболее насущных и актуальных проблем, решение которых позволит привлечь капитал частных и институциональных инвесторов на рынок коллективных инвестиций в недвижимость. Кроме того, классификация фондов недвижимости и определение различных путей использования этого института будут способствовать дальнейшей интеграции рынка ценных бумаг и рынка недвижимого имущества за счет более полного использования их экономических потенциалов. Результаты работы также могут быть использованы управляющими компаниями паевых инвестиционных фондов при формировании стратегии развития закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости на среднесрочную перспективу.

## Понятие закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости

Современный рынок ценных бумаг предлагает инвесторам широкий перечень финансовых инструментов, обладающих различными свойствами и качествами, степенью риска и потенциальной доходностью. Одним из факторов, влияющих на данные показатели, является направление использования эмитентом ценной бумаги полученного капитала. Учитывая1 высокую историческую волатильность российского фондового рынка для диверсификации активов в среднесрочной перспективе представляется оправданным использование инструментов, ориентированных на получение дохода от инвестиций на рынке недвижимого имущества. В. наибольшей степени данную функцию призваны выполнять инвестиционные паи закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости (далее - ЗГШФ недвижимости, фонд). Их особенность состоит в, том, что с точки зрения экономической сущности они-являются капитала инвестора или группы инвесторов, в одном или нескольких объектах недвижимого имущества, выраженном в ценной бумаге — инвестиционном пае. Инвестиционные паи ЗПИФов недвижимости широко распространены на рынках ценных бумаг государств Западной Европы и США, но при этом являются относительно новым инструментом на нашем рынке.

В Российской Федерации деятельность фондов недвижимости регулирует Федеральный закон от 29 ноября 2001 года «Об инвестиционных фондах»1. В соответствии, со статьей 10 закона паевой инвестиционный фонд - обособленный имущественный комплекс, состоящий из. имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения-этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления ш из имущества, полученного в процессе такого управления, доля: в праве собственности на; которое удостоверяетсяценной бумагой; выдаваемой управляющей компанией;

Учредитель доверительного управления передает имущество управляющей компании для включения его; в состав паевого инвестиционного фонда; с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления.

Основными характеристиками, на основании которых построена деятельность по доверительному управлению имуществом, составляющим паевые инвестиционные фонды, а также на г основании которых складываются особенности правового и налогового статуса имущества, составляющего паевош инвестиционный фонд, являются:

обособленнышимущественнышкомплекс, то есть это: объект гражданских прав и обязанностей» в связиїиіпоповоду которого возникают отношения между субъектами гражданских правоотношений;

имущество; поделенное на равные по стоимости и объему предоставляемых прав доли; не имеющие материального выражения, удостоверенные бездокументарными ценными бумагами — инвестиционными паями;

## Основные черты зарубежного рынка коллективных инвестиций в недвижимость

История существования, российских закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости насчитывает немногим более 5 лет, однако даже столь непродолжительный опыт в сравнении с другими странами является существенным. На сегодняшний день лишь несколько стран имеют более продолжительную практику работы этого инструмента коллективных инвестиций. К ним относятся: США, Австралия, Бельгия, Греция, Канада, Япония, Нидерланды, Турция, Сингапур. В других странах подобные структуры, появились, либо позднее 2002 года, когда возможность,создания ЗПИФов недвижимости появилась в России, либо отсутствуют до сих пор.

Впервые возможность создания фондов недвижимости (Real Estate Investment Trust - REIT) появилась в США в 1960 году, когда конгресс принял соответствующие законодательные нормы,(Real Estate Investment Trust Act). До этого момента только состоятельные граждане и корпорации имели финансовые ресурсы, необходимые для инвестирования в дорогостоящие проекты, связанные с недвижимым имуществом, такие как строительство торговых центров, развлекательных парков и медицинских учреждений. Новое законодательство освобождало узконаправленные организации (трасты) от налога на доходы организаций при соблюдении некоторых требований. Это было сделано в расчете на то, что налоговые льготы побудят инвесторов объединять свои финансовые ресурсы в трастах недвижимости, давая тем самым рядовым американцам инвестиционные возможности, доступные ранее только узкой прослойке элиты. Спустя три года после внесения поправок в законодательство был сформирован первый в США REIT.

Первоначальная версия Акта об инвестиционных трастах недвижимости имела ряд существенных недостатков. В частности, она требовала от администратора траста найма за комиссию третьих лиц для управления и сдачи в аренду имущества. Эти ограничения были сняты лишь в 1986 году, путем внесения соответствующих поправок. Еще тринадцать лет спустя в 1999 году Акт об инвестиционных трастах недвижимости был снова усовершенствован до того состояния, в котором он работает в данный момент. Новые поправки позволили трастам создавать, налогооблагаемые филиалы, которые предоставляли арендаторам имущества траста различные виды услуг, не являющихся элементами инвестирования в недвижимость, например, текущее эксплуатационное обслуживание, охрана и т.п.

По сравнению с российскими ЗШИФами американские REIT имеют массу отличий. Правовая форма институтов коллективных инвестиций в недвижимость в США — это трасты или общества, имеющие налоговый режим; корпораций. Акционерами: траста должны быть не менее 100 физических и/или юридических лиц, из которых пяти или менее лицам не может принадлежать более 50 % акцийв течение следующих подряд шести месяцев; Не менее 90% полученг ного трастом годового дохода должно быть распределено среди его акционеров, причем не менее 75 % этого дохода должно быть получено от инвестиций в недвижимость и закладные.

## Перспективы развития рынка коллективных инвестиций

Существующий в настоящее время в России рынок коллективных инвестиций является типичным развивающимся рынком. Он характеризуется, с одной стороны, высокими темпами позитивных количественных и качественных изменений, с другой стороны - наличием многочисленных проблем, носящих комплексный характер и препятствующих более эффективному его развитию.

Несмотря на высокие темпы его совершенствования, российские компании, как и население, пока не рассматривают институты коллективного инвестирования в качестве основного механизма сбережения и накопления. Вместоэто-го они традиционно размещают свободные средства в.банковских депозитах, ставка по которым редко превышает уровень инфляциив стране.4 Кроме того, среди населения по-прежнему отсутствует спрос на инструменты долгосрочного инвестирования. По данным ряда управляющих компаний средний срок размещения денежных средств в паевых инвестиционных фондах не превышает полутора лет. Вместе с тем, опыт экономически развитых стран показывает, что целевой аудиториейинвестици-онных фондов, в том числе категории недвижимости, является как раз экономически активное население, стремящееся таким образом профинансировать свои отложенные нужды, такие как затраты на образование детей, улучшение жилищных условий, увеличение пенсии.

Анализ мирового опыта функционирования паевых инвестиционных фондов и их аналогов, рассчитанных на привлечение средств частных инвесторов, показывает, что все страновые рынки коллективных инвестиций можно разделить на три группы:

Офшорные меяедународные центры. Яркими представителями данной группы являются Люксембург, Ирландии и Гонконг, играющие роль международных офшоров для глобальных инвестиционных фондов. Эти страны характеризуются высоким уровнем развития фондового рынка. Уникальность этих стран для акционеров (пайщиков) международных фондов состоит в льготном режиме налогообложения, упрощенной регистрации фондов, стабильности условий ведения бизнеса. Анализ данных информационного ресурса EmergingPortfolio.com показывает, что больше активов международных фондов, инвестирующих в Россию, приходится на фонды, зарегистрированные в Люксембурге. Это может свидетельствовать о том, что российские инвесторы в стремлении снизить политические риски и снизить налоговое бремя предпочитают создавать фонды за рубежом и уже через них вкладывать средства в российские активы.

Интересно, что, если Люксембург уже очень давноіявляется центром притяжения международных инвестиционных фондов, то Ирландия и Гонконг стали такими центрами лишь за последние 10-15 лет. В1 Ирландии доля инвестиционных фондов в ВВП выросла с 10,6% в 1996г. до 349,3% в 2006 г14. Доля гонконгских инвестиционных фондов в ВВП выросла с 16% в 1992 г. до 333,0% в 2006 г15. Основной причиной этому стали изменения законодательства, создавшие благоприятный инвестиционный климат для иностранных инвесторов.

Страны с высоким уровнем развития инвестиционных фондов. К этой группе можно отнести большинство стран Западной Европы, а также США, Канаду, Южную Корею, Бразилию, Новую Зеландию, в которых доля СЧА инвестиционных фондов в ВВП варьируется в диапазоне от 10 до 100%. Средний уровень доли СЧА инвестиционных фондов в ВВП по этим странам за последние 15 лет составляет 26,5%.