УДК 330.322.1,
JEL E22
DOI 10.25205/2542-0429-2019-19-2-65-75

Паевые инвестиционные фонды недвижимости как инструмент коллективных инвестиций в России и США

С. В. Седипкова

*Институт экономики и организации промышленного производства СО РАН
Новосибирск, Россия*

Аннотация

Целью работы является анализ деятельности закрытых паевых инвестиционных фондов (ЗПИФ) недвижимости в России и развития индустрии коллективных инвестиций в целом. Для этого проведено сравнение результатов работы ЗПИФ недвижимости с их аналогами в США. Показано, что ЗПИФ недвижимости занимают важное место в финансовой системе России. Но за период 2013–2017 гг. среднегодовая доходность ЗПИФ недвижимости в России составила 6,14 %, что не превысило инфляцию (7,73 %) и доходность по банковским депозитам (7,86 %). За этот же период в США среднегодовая доходность REITs составила 9,9 %, что в несколько раз превысило инфляцию (1,32 %) и доходность по депозитам (0,6 %), и это объясняет популярность у населения США данного инструмента коллективных инвестиций. По размеру активов российские ЗПИФ недвижимости в разы уступают их аналогам в США. Преимуществом REITs является то, что их акции свободно обращаются на бирже, а для приобретения или продажи паев ЗПИФ недвижимости нужно поймать момент начала формирования или окончания деятельности фонда соответственно, паи на бирже обращаются редко. За период 2015–2017 гг. инфляция в России существенно падает, составив в 2017 г. всего 2,51 %. Вместе с ней постепенно понижаются ставки по депозитам. Если такая тенденция продолжится, то инвестиции в ЗПИФ недвижимости станут более привлекательны. Фактором роста фондов недвижимости также могут стать принятые изменения в ФЗ № 214 «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов...».

Ключевые слова

паевые инвестиционные фонды, закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости, REITs, категории паевых фондов, инвестиции, доходность паевых фондов, коллективные инвестиции, договоры долевого участия

Для цитирования

Седипкова С. В. Паевые инвестиционные фонды недвижимости как инструмент коллективных инвестиций в России и США // Мир экономики и управления. 2019. Т. 19, № 2. С. 65–75. DOI 10.25205/2542-0429-2019-19-2-65-75

REITs as an Instrument of Collective Investments in Russia and the USA

S. V. Sedipkova

*Institute of Economics and Industrial Engineering SB RAS
Novosibirsk, Russian Federation*

Abstract

The objective of the paper is to analyze the activities of Russian mutual funds of real estate and the development of the collective investment industry. To do this, we compare the results of the activities of the Russian mutual funds of real estate with analogues existing in the United States (REITs). We show that such mutual funds of real estate take an important place in the Russian financial system. But the average annual profitability of the closed-end investment fund of real estate in Russia was 6.14 % during 2013–2017, which did not exceed inflation (7.73 %) and the yield on bank deposits (7.86 %). The USA's REITs profitability over the same period was 9.9 %, which is several times higher than inflation (1.32 %) and deposit profitability (0.6 %), which explains the popularity of this collective investment instrument among the population in the United States. The assets of the mutual funds of real estate in Russia are many

times less than the analogues in the USA. The advantage of REITs is that their shares are freely traded on the stock exchange. For the purchase or sale of shares of the closed-end investment fund of real estate, you need to catch the moment of the beginning of the formation or termination of the fund's activity, respectively, and shares are rarely circulating on the exchange. For the period 2015–2017 inflation in Russia drops significantly, reaching 2.51 % in 2017. Together with it, the rates on deposits gradually decrease. If this trend continues, investment in the closed-end investment fund of real estate will become more attractive. The factor of growth of the Russian mutual funds of real estate could be the amendments to the Federal Law No. 214 "About Participation in Shared-Equity Construction of Apartment Houses..."

Keywords

mutual investment funds, REITs, category of share funds, investments, profitability of share funds, collective investment, contracts of individual share

For citation

Sedipkova S. V. REITs as an Instrument of Collective Investments in Russia and the USA. *World of Economics and Management*, 2019, vol. 19, no. 2, p. 65–75. (in Russ.) DOI 10.25205/2542-0429-2019-19-2-65-75

Паевые фонды недвижимости в России

Инвестиции в основной капитал важны для поступательного развития экономики. Одним из видов инвестиций в основной капитал являются инвестиции в недвижимость. В нашей стране был период, когда инвестиции в недвижимость стимулировались в основном со стороны спроса (ипотека), но есть инструмент, позволяющий стимулировать инвестиции в недвижимость со стороны предложения, – это паевые инвестиционные фонды недвижимости. При достаточном развитии этого инструмента фондового рынка застройщикам удалось бы избежать тех сложностей с финансированием постройки объектов недвижимости, с которыми они столкнулись во время кризиса 2008–2009 гг. В странах с развитой экономикой инструменты коллективного инвестирования постепенно вытесняют банковский кредит как источник привлечения финансовых ресурсов компаниями для осуществления реальных инвестиций. Для подъема экономики страны важно развитие паевых инвестиционных фондов недвижимости и остальных инструментов коллективных инвестиций, так как они позволяют аккумулировать средства у населения и направлять в строительство и другие важные отрасли экономики. В настоящее время со стороны государства росту жилищного строительства уделяется много внимания. С одной стороны, все понимают важность развития сферы строительства, но, с другой стороны, идет ужесточение законодательства в сфере регулирования жилищного строительства, и в связи с этим паевые инвестиционные фонды недвижимости, при соблюдении определенных условий, как раз могли бы стать тем инструментом, который защищает интересы всех участников рынка жилищного строительства.

Как отмечает А. Е. Абрамов, «в иностранных академических журналах проблематика взаимных фондов является очень популярной, в России практически отсутствуют научные работы по экономике паевых фондов, особенностям поведения в них инвесторов, тематике их развития» [1. С. 541]. Также мало работ, анализирующих деятельность именно паевых инвестиционных фондов недвижимости, хотя последние имеют свои специфические особенности. Целью данной работы является анализ деятельности паевых инвестиционных фондов недвижимости в России, сравнение их с аналогами в США.

Паевые инвестиционные фонды (ПИФ) являются одним из инструментов коллективных инвестиций, так как многие инвесторы объединяют свой капитал, выкупая их паи. Затем денежные средства передаются под управление профессиональных менеджеров, в данном случае управляющих компаний, которые инвестируют их в различные активы. Считается, что инвестиции в такой форме более выгодны за счет профессионального управления и эффекта масштаба. Более подробно преимущества инвестиционных фондов описаны у А. Е. Абрамова: «...передача управления инвестиционным портфелем профессионалу и экономия личного времени без ущерба для риска и доходности вложений, позволяющего улучшить показатели доходности и риска вашего инвестиционного портфеля; расширение круга инвестиционных активов, куда могут инвестироваться накопления мелких частных инвесторов; экономия на издержках, которые несет инвестор (биржевые и брокерские комиссии, расходы на анали-

тику и т. п.), за счет эффекта масштаба бизнеса; наличие действенных инструментов защиты интересов акционеров (пайщиков) от недобросовестных действий со стороны управляющих инвестициями, депозитариев и других финансовых посредников» [1. С. 18].

По данным на 30.09.2018, в России было 1 457 ПИФ, из которых 1 111 были закрытыми, 303 – открытыми, 42 – интервальными (табл. 1). Количество владельцев акций (паев) составило 1 687 тыс. ед.

Таблица 1

Количество паевых инвестиционных фондов и владельцев их паев

Table 1

The Number of Mutual Funds and Their Owners

Наименование показателя	30.09.2015	30.09.2016	30.09.2017	30.09.2018
Количество зарегистрированных ПИФ, не исключенных из реестра паевых инвестиционных фондов, ед.	1 436	1 534	1 504	1457
Закрытые ПИФ	1 016	1 135	1 136	1111
Открытые ПИФ	372	353	331	303
Интервальные ПИФ	48	46	37	42
Биржевые ПИФ	x	x	x	1
Количество владельцев акций (паев), тыс. ед.		1 463	1 487	1647
Закрытые ПИФ		10	11	10
Открытые ПИФ		373	398	559
Интервальные ПИФ		1 080	1 078	1078

Составлено автором на основе Информационно-аналитических материалов ЦБ РФ ¹.

По направлениям инвестирования российские ПИФ подразделяются на следующие категории: фонды акций, фонды денежного рынка, фонды облигаций, фонды долгосрочных прямых инвестиций, комбинированные фонды, ипотечные фонды, кредитные фонды, индексные фонды, фонды фондов, фонды товарного рынка, хедж-фонды, фонды недвижимости, фонды особо рискованных (венчурных) инвестиций, фонды прямых инвестиций, фонды художественных ценностей, рентные фонды, фонды смешанных инвестиций, фонды финансовых инструментов, фонды рыночных финансовых инструментов. По стоимости чистых активов можно выделить 4 крупных категории, среди которых на первом месте комбинированные фонды, стоимость чистых активов (СЧА) которых на 30.09.2018 составила 1777,4 млрд руб., на втором месте фонды недвижимости с СЧА 546,3 млрд руб., далее фонды долгосрочных прямых инвестиций с СЧА 192,6 млрд руб. и рентные фонды, СЧА которых составила 142 млрд руб. (табл. 2). Размеры активов остальных фондов не так значительны.

Первый закрытый паевой инвестиционный фонд (ЗПИФ) недвижимости в России появился в 2003 г. На 31.03.2016 в стране было зарегистрировано 590 ЗПИФ недвижимости и 86 рентных фондов (которые являются разновидностью ЗПИФ недвижимости) с совокупной стоимостью чистых активов свыше 1226 млрд руб., что составляло половину стоимости чистых активов фондов, действовавших на тот момент ². Как видно, за относительно небольшой промежуток времени фонды, инвестирующие в недвижимость, завоевали большую долю рынка.

¹ ЦБ РФ – Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов. URL: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/50843/review_paif_270616.pdf; https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/50843/review_paif_300617.pdf; https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/50843/review_paif_18Q1.pdf (дата обращения 20.02.2019).

² Национальная лига управляющих. URL: <http://www.nlu.ru/pifs-scha.htm?tab=tab1&pageNo=0&s=1&b=0&searchdate=29.01.2016&t=all&c=%CD> (дата обращения 13.10.2016).

Таблица 2

Стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов, млрд руб.

Table 2

Net Asset Value of Mutual Investment Funds, billion rubles

Наименование показателя	30.09.2015	30.09.2016	30.09.2017	30.09.2018
Закрытые ПИФ, в том числе:	2 188,56	2 306,35	2 503,40	2842,42
акций	110,22	114,64	77,31	32,29
денежного рынка	0,56	1,08	0,54	0,32
долгосрочных прямых инвестиций	532,39	663,29	568,93	192,57
ипотечный	12,04	11,49	0,6	0,03
комбинированный	х	х	644,48	1777,44
кредитный	55,65	51,61	27,33	21,05
недвижимости	982,22	1 003,88	826,73	546,27
облигаций	0	1,48	1,51	х
особо рискованных (венчурных) инвестиций	42,92	32,07	26,71	15,73
прямых инвестиций	96,67	63,41	52,92	18,02
рентный	209,35	231,81	179,44	142,09
смешанных инвестиций	86,19	94,5	84,82	85,38
товарного рынка	х	0,05	0,05	х
финансовых инструментов	х	х	0,85	1,78
хедж-фонд	60,13	36,86	11,18	8,93
художественных ценностей	0,22	0,18	х	х
рыночных финансовых инструментов	х	х	х	0,52
Открытые ПИФ, в том числе:	95,93	122,64	190,52	317,47
акций	26,5	34,01	28,83	х
денежного рынка	2,35	1,72	1,37	х
индексный	1,83	2,05	1,05	х
облигаций	36,67	58,02	76,87	х
рыночных финансовых инструментов	х	х	73,35	317,47
смешанных инвестиций	13,25	13,28	4,3	0
фонд фондов	15,33	13,56	4,75	х
Интервальные ПИФ, в том числе:	19,44	18,84	20,07	29,46
акций	3,27	1,98	0,42	0,36
комбинированный	х	х	8,93	17,07
рыночных финансовых инструментов	х	х	4,5	5,28
смешанных инвестиций	2,93	3,27	1,06	1,71
товарного рынка	0,39	0,33	0,17	0,21
фонд финансовых инструментов	х	х	х	0,11
фонд фондов	0,03	0,02	0,01	0
хедж-фонд	12,82	13,24	4,98	4,72
Биржевые ПИФ, в том числе:	х	х	х	0,21
рыночных финансовых инструментов	х	х	х	0,21
Стоимость чистых активов, всего	2 303,93	2 447,83	2 713,99	3189,56

Составлено автором на основе Информационно-аналитических материалов ЦБ РФ³.³ ЦБ РФ – Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов.

В связи со вступлением в силу в конце 2016 г. Указания Банка России о составе и структуре активов АИФ и ПИФ, появился новый вид фондов – комбинированные фонды. Отличительной чертой комбинированных фондов является возможность инвестирования в любой вид активов (в том числе в недвижимость), за исключением наличных денежных средств. В результате в 2017 г. заметно изменилось распределение СЧА по категориям ПИФ. На конец 2018 г. комбинированные ПИФ заняли первое место по размеру СЧА среди ЗПИФ (1777,4 млрд руб.), сместив на вторую строчку фонды недвижимости. СЧА ЗПИФ фондов недвижимости (здесь и далее без учета данных по рентным фондам) составила 546,3 млрд руб.

ПИФ недвижимости в России являются закрытыми, это значит, что инвестор может купить паи только при формировании фонда (или дополнительном выпуске), а предъявить пай к погашению управляющей компании только по окончании срока действия договора доверительного управления. Закрытые ПИФ формируются под определенную инвестиционную стратегию, срок привлечения средств в ЗПИФ недвижимости составляет от 3 до 15 лет.

Отличием ЗПИФ недвижимости от других паевых инвестиционных фондов является законодательно установленная возможность инвестировать в недвижимое имущество. Поскольку недвижимость сама по себе является надежным объектом инвестиций, и к тому же ЗПИФ недвижимости, имея достаточные финансовые средства, инвестируют в большое количество объектов недвижимости, тем самым диверсифицируя (снижая) риски, то теоретически ЗПИФ недвижимости являются надежным инструментом инвестирования. Но, к сожалению, на практике ситуация складывается не совсем так. Выявляются случаи использования ЗПИФ недвижимости в «серых схемах», например, завышение стоимости их паев, находящихся на балансе банков. С 2008 г. все паевые инвестиционные фонды для квалифицированных инвесторов, в том числе и ЗПИФ недвижимости для квалифицированных инвесторов, могут не публиковать финансовую отчетность, поэтому некоторые авторы относят их к «теневому» сектору российской финансовой системы [1. С. 109].

Основными операциями на рынке недвижимости существующих ЗПИФ является финансирование строительства объектов недвижимости и приобретение существующих объектов недвижимости с целью сдачи в аренду («рентные» фонды). Спектр возможных операций ЗПИФ недвижимости гораздо шире, чем у других фондов, и в одном фонде допустимо смешение инвестиционной и рентной деятельности, а также другие операции на рынке недвижимости (купля-продажа земли, жилой и коммерческой недвижимости и т. д.) [2]. Прирост стоимости фонда формируется за счет двух составляющих: общего роста рынка недвижимости и роста стоимости конкретных квартир в процессе постройки дома. Во время кризиса 2008–2014 гг. цены на недвижимость оказались намного стабильнее по сравнению со стоимостью корпоративных акций, это привело к тому, что в период с 2008 по 2014 г. СЧА закрытых фондов акций существенно снизилась – с 130,2 до 39,3 млрд руб., а СЧА фондов недвижимости возросла на 100,6 млрд руб., т. е. инвесторы переключились с акций на недвижимость [2].

Для застройщиков ЗПИФ недвижимости позволяют привлечь дополнительные средства под проекты строительства. Они объединяют средства многих инвесторов, что дает возможность выйти на рынок даже некрупным (по меркам рынка недвижимости) инвесторам, готовым размещать суммы от 50 тыс. руб.

Плюсы для инвесторов:

- возможность инвестирования в недвижимость, не имея крупных сумм денежных средств. В отличие от покупки недвижимости под ипотеку, желающим разместить свои средства в ЗПИФ недвижимости не надо обладать обязательным минимумом денег от стоимости квартиры (как правило, это 30 %);
- диверсификация портфеля. Поскольку нет прямой корреляции между доходностью ЗПИФ недвижимости и фондов акций, облигаций, то включение в портфель паев ЗПИФ недвижимости позволяет снизить риски;

- защита от инфляции. Стоимость недвижимости и арендная плата повышаются с учетом роста общего уровня цен;
- минимизация налоговых выплат. Инвестиционный доход пайщика облагается налогом на доходы только при распределении прибыли. Таким образом, в случае направления полученного дохода на финансирование новых проектов пайщик экономит на отложенном моменте налогообложения прибыли [3].

Погасить пай ЗПИФ недвижимости можно при прекращении фонда, но также пайщик может досрочно реализовать их на бирже по рыночной стоимости. Однако поскольку на торгах имеется мало предложений на покупку и продажу паев, то сделки с паями на бирже в России пока неликвидны [4] в отличие от зарубежных стран: в США биржевая торговля акциями REITs очень популярна. На европейских биржах объемы торгов фондами недвижимости даже превышают объемы торгов акциями и облигациями.

Real Estate Investment Trust в США

REITs (Real Estate Investment Trust) – инвестиционные фонды недвижимости в США. Появились в 1960 г. Именно из США аналоги REITs стали распространяться в другие страны мира.

В 2017 г. в США было 222 действующих REITs с размером активов 749,5 млрд долл. США, что в составило 3,85 % ВВП США ⁴.

REITs привлекательны для инвесторов тем, что освобождены от налога на прирост стоимости, облагаются налогом только дивиденды. Однако их тоже можно освободить от налогообложения, если реинвестировать дивиденды. Чтобы получать налоговые льготы, REITs должны удовлетворять некоторым условиям, основные из них таковы:

- не менее 90 % налогооблагаемого дохода должно выплачиваться ежегодно в качестве дивидендов;
- должно быть вложено не менее 75 % совокупных инвестиционных активов в объекты недвижимости;
- не менее 75 % общего дохода компании должно извлекаться из источников, связанных с недвижимостью, включая арендную плату или проценты по закладным в рамках ипотечного кредитования;
- акции должны находиться в свободном обращении;
- минимальное число акционеров – 100;
- не более 20 % активов может состоять из долей налогооблагаемых дочерних структур ⁵.

Для сравнения, в российской практике ЗПИФ недвижимости:

- дивиденды выплачиваются не всеми управляющими компаниями и не в такой пропорции;
- в объекты недвижимости должно быть вложено не менее 40 % совокупных инвестиционных активов.

Выделяют три основные категории REITs: долевыми, ипотечными и гибридными. К долевым REITs относится примерно 91 % всех фондов недвижимости. Они приобретают объекты недвижимости и выступают управляющей компанией. Главный источник дохода – арендная плата от сдачи внаем принадлежащих им объектов. Ипотечные REITs составляют 7 % от общего количества фондов недвижимости, специализируются на прямом кредитовании и операциях с закладными на недвижимость. Гибридные REITs представляют собой комбинацию

⁴ Number of real estate investment trusts (REITs) in the United States from 1975 to 2017. URL: <https://www.statista.com/statistics/916661/REITs-usa-number> (дата обращения 01.12.2018); Financial Accounts of the United States – Z.1. URL: <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20181206/html/1129.htm> (дата обращения 25.06.2019).

⁵ Real Estate Investment Trusts (REITs). URL: <https://www.sec.gov/fast-answers/answersREITshtml.html> (дата обращения 15.11.2018).

долевых и ипотечных REITs. Гибридные REITs инвестируют активы как в недвижимость, так и в ипотечное кредитование. К этой группе относится около 1 % фондов недвижимости ⁶.

Сравнение ЗПИФ недвижимости в России и REITs в США

ЗПИФ недвижимости в России – это имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями), без образования юридического лица, а REITs – юридическое лицо, которое за счет коллективных инвестиций покупает недвижимое имущество и управляет им. В научной литературе нет единого мнения, можно ли ЗПИФ недвижимости и REITs называть аналогами. Л. Г. Селютина и К. О. Булгакова считают: «Паевой инвестиционный фонд недвижимости является российским аналогом международных взаимных фондов (REITs – real estate investment trust), распространенных среди частных и корпоративных инвесторов в США» [5], Н. П. Дементьев отмечает, что «Российские паевые инвестиционные фонды (ПИФ) считаются аналогами взаимных фондов в странах Запада» [2], а Г. Калашников пишет: «Россия переняла опыт западных стран, создав в 2003 году собственный вариант фонда недвижимости – закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости (ЗПИФ недвижимости). Его часто считают аналогом REITs, однако это не так» [6].

Согласно толковому словарю Д. Н. Ушакова, аналог – это нечто, представляющее соответствие, подобие, сходство с чем-нибудь ⁷. ЗПИФ недвижимости определенно представляет сходство с REITs в плане функций, а именно они оба аккумулируют денежные средства инвесторов, и объектом инвестиций для обоих является недвижимость. Поэтому, на наш взгляд, ЗПИФ недвижимости можно назвать аналогом REITs. Отличием их является то, что REITs создаются в форме акционерных обществ или трастов и не предполагают обязанности выдачи и погашения их акций (паев) исключительно по стоимости чистых активов, определяемой назначенным управляющей компанией оценщиком. REITs вправе привлекать средства с помощью IPO и SPO.

Российский рынок инвестиционных фондов недвижимости относительно молодой, поэтому его объемы не такие значительные, как в США. Из данных табл. 3 можно увидеть, что СЧА фондов недвижимости США 749,5 млрд.долл., СЧА фондов недвижимости России 11,23 млрд. долл. Давайте попробуем разобраться, в чем же причина большого объема инвестиций в REITs.

Во-первых, фондовый рынок США один из самых развитых в мире и является первым по объемам капитализации. REITs существуют более полувека, за это время налажены механизмы функционирования, разработано законодательство, завоевано доверие инвесторов. За время существования REITs еще ни разу не было случая их банкротства. Волатильность является показателем риска. Гленн Мюллер, профессор Денверского университета, отмечает: «Они [REITs] гораздо менее волатильны, чем рынок в целом... REITs исторически были инвестициями с низкой волатильностью» ⁸.

Вторая и, скорее всего, самая важная причина заключается в том, что доходность REITs оказалась значительно выше доходности по депозитам и инфляции, в отличие от ситуации, сложившейся в России, как показали проведенные расчеты (см. табл. 3).

В-третьих, преимуществом REITs является то, что их акции можно купить и продать в любой момент, так как их акции торгуются на бирже, а для приобретения паев ЗПИФ недвижимости нужно поймать момент начала формирования фонда, а для вывода средств дожидаться окончания деятельности фонда, от 3 до 15 лет. Также, возможно, на поведение инвесторов в России влияет тот факт, что у ЗПИФ недвижимости нет законодательно установленных, гарантированных нижних границ по выплате дивидендов.

⁶ REITs – инвестиционные фонды недвижимости. URL: <https://tranio.ru/articles/REITs/> (дата обращения 25.11.2018).

⁷ Толковый словарь русского языка / Под ред. Д. Н. Ушакова. М.: Сов. энцикл.; ОГИЗ; Гос. изд-во иностр. и нац. словарей, 1935–1940.

⁸ Industry Veteran Says REITs Remain Low-Volatility Investments. URL: <https://www.REITs.com/news/videos/industry-veteran-says-REITs-remain-low-volatility-investments> (дата обращения 20.06.2019).

Таблица 3

Сравнение данных ЗПИФ недвижимости в России и REITs в США,
а также некоторых аспектов рыночной конъюнктуры в этих странах.

Table 3

Comparison of Closed-End Mutual Funds of Real Estate in Russia and REITs in the US,
as well as Some Aspects of Market Conditions in These Countries

Показатель	ЗПИФ недвижимости (данные по России)	REITs (данные по США)
Время существования, лет	15	58
СЧА в 2017 г., млрд долл. США	11,23	749,5 *
Доля ВВП, %	0,71	3,85
Возможность продажи / покупки	Паи можно приобрести в момент формирования фонда, продать при закрытии (на бирже редко обращаются)	Акции находятся в свободном обращении
Выплата дивидендов	Выплачивается не всеми управляющими компаниями, нет законодательно установленных параметров	Не менее 90 % дохода ежегодно
Средняя инфляция за 2013–2017 гг., %	7,73	1,32
Средняя доходность за 2013–2017 гг., %	6,14 **	9,9 ***
Средневзвешенная процентная ставка по депозитам физических лиц за 2013–2017 гг., %	7,86	0,6 ****
Страхование средств на брокерских счетах от банкротства	Не застрахованы	Застрахованы

Составлено автором на основе данных из различных источников:

* Financial Accounts of the United States – Z.1. URL: <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20181206/html> (дата обращения 25.06.2019);

** ЦБ РФ. Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов. URL: <https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/50843/> (дата обращения 20.02.2019);

*** Real estate investment trust. URL: https://en.wikipedia.org/wiki/Real_estate_investment_trust#United_States (дата обращения 01.12.2018);

**** Average Bank Interest Rates in 2018: Checking, Savings, Money Market, and CD Rates. URL: <https://www.valuepenguin.com/banking/average-bank-interest-rates> (дата обращения 15.01.2019).

За пятилетний период, оканчивающийся 2017 годом, инвестиции в REITs в Америке принесли ежегодную среднюю доходность в 9,9 %, превысив доходность по банковским вкладам в 16,5 раза, которая составила 0,6 %, и превысив инфляцию в 7,5 раза, составившую в США 1,3 %. За тот же период в России сложилась противоположная ситуация: доходность ЗПИФ недвижимости составила 6,1 %, не превысив инфляцию, которая была на среднегодовом уровне 7,7 %, и доходность вкладов, составившую 7,9 %. Такие показатели объясняют, почему население России гораздо больше средств вкладывает в банковские депозиты, а не в инструменты фондового рынка. Но более существенным преимуществом депозитов, является то, что доход по ним гарантирован, а сами средства на вкладах застрахованы. В отличие от банковского депозита, при покупке паев ЗПИФ недвижимости и REITs доход не гаранти-

рован, а сами инвестированные средства могут быть утеряны, доходность зависит от успешности проекта строительства, цен на недвижимость, ставок по аренде и т. п. Что касается страхования, отметим, что в финансовой системе США средства на брокерских счетах страхуются от банкротства.

За период 2015–2017 гг. инфляция в России существенно упала, составив в 2017 г. всего 2,51 %. Вместе с ней постепенно понижаются ставки по депозитам, с 9,3 % в 2015 г. до 6,7 % в 2017 г. Если такая тенденция продолжится, то инвестиции в ЗПИФ недвижимости станут более привлекательны. Генеральный директор компании «Открытие Брокер» Юрий Минцев заявил: «Для того чтобы привлечь население на фондовый рынок, ставки по вкладам должны упасть до 3 %. А это в нашей стране рано или поздно произойдет, потому что от ставок по депозитам зависят ставки по кредитам. Все, что больше 10 %, очень тяжело для бизнеса, где проекты часто долгосрочные. Для развития экономики нужны низкие ставки по кредитам, а кредиты берутся из депозитов как физических, так и юридических лиц»⁹. Для подъема экономики также нужен развитый рынок инвестиционных фондов, чтобы предприятия могли заимствовать деньги напрямую у населения.

Еще одним фактором роста ЗПИФ недвижимости в России могут стать принятые изменения в законодательстве. В июле 2018 г. вступили в силу поправки к Федеральному закону от 30.12.2004 № 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов...», ужесточающие требования к застройщикам. С 01.07.2019 они в обязательном порядке должны были перейти на продажи с использованием эскроу-счетов. По этой схеме деньги дольщиков будут храниться в банке, а застройщик получит их только после сдачи дома в эксплуатацию. Таким образом, отменяются договоры долевого участия в строительстве в существовавшем ранее виде. Компании начнут вести строительство либо на свои средства, либо за счет банковских кредитов. В связи с этим, как отмечают профессиональные участники финансового рынка, возрос интерес к паевым инвестиционным фондам как потенциальной альтернативе работы по Федеральному закону № 214-ФЗ. ЗПИФ недвижимости не может выступить полноценной заменой договору долевого участия в строительстве по нескольким причинам:

- приобретение инвестиционного пая не предполагает выделение имущества в ПИФ, так как все активы фонда принадлежат владельцам инвестиционных паев на праве общей долевой собственности; выделение же квартиры на уровне другого договора (например, в виде заключения предварительного договора с третьим лицом) связано с существенным увеличением рисков для покупателя;
- участие в ПИФ связано с принятием пайщиками инвестиционных рисков, которыми управляет Управляющая компания ПИФ, в том числе рисков банкротства застройщика, незавершения или несвоевременного завершения строительства;
- ПИФ должен быть для квалифицированного инвестора, т. е. покупатель должен соответствовать требованиям, предъявляемым к квалифицированным инвесторам (наиболее распространенное требование при признании физического лица квалифицированным инвестором – наличие на банковском счете суммы не менее 6 млн руб.).

Как отмечают эксперты, при доработке некоторых условий ЗПИФ недвижимости может превратиться «в истинный инструмент инвестирования и создаст реальную альтернативу финансированию по договорам долевого участия в строительстве»¹⁰.

За рубежом для защиты дольщиков применяется аналогичная схема. В некоторых странах существует также следующая схема: например, во Франции, после одобрения финансирования проекта и начальной стадии строительства покупатель жилья в новостройке вносит первый транш за квартиру – 20 % стоимости жилья. Когда завершается этап возведения дома, – еще 30 %, на следующей стадии готовности – 20 %. Оставшуюся часть клиент оплачивает

⁹ Минцев Ю. Чтобы привлечь население на фондовый рынок, ставки по вкладам должны упасть до 3 %. URL: <http://www.banki.ru/news/interview/?id=9542260> (дата обращения 15.12.2018).

¹⁰ Куликова Е. Сможет ли ПИФ стать альтернативой договорам долевого участия в строительстве? URL: <http://www.pifconsulting.ru/articles/DDU.html> (дата обращения 15.12.2018).

уже после ввода дома в эксплуатацию. Фактически покупатель поэтапно финансирует строительство, и так же поэтапно застройщик оплачивает свой кредит. При этом контролем строительных работ занимаются специальные сюрвейерные (или инспекционные) компании. Что касается США, то из различных источников можно понять, что там проблема обманутых дольщиков не распространена, так как, прежде всего, там низкая процентная ставка по кредитам, и поэтому у строительных компаний нет необходимости привлекать деньги покупателей на ранних этапах строительства.

Инвестиционные фонды недвижимости занимают важное место в финансовой системе в России и в других странах. В нашей стране на активы ЗПИФ недвижимости приходится 17 % стоимости чистых активов действующих сформированных паевых фондов. Их отличием от большинства инструментов коллективных инвестиций является законодательно установленная возможность инвестировать в недвижимость, минимальный срок инвестиций составляет 3 года. По размеру активов российские ЗПИФ недвижимости примерно в 60 раз уступают их аналогам в США. СЧА фондов недвижимости США – 749,5 млрд долл., СЧА фондов недвижимости России – 11,23 млрд долл. За период 2013–2017 гг. среднегодовая доходность ЗПИФ недвижимости в России составила 6,14 %, что даже не превысило инфляцию (7,73 %) и доходность по банковским депозитам (7,86 %). За этот же период в США среднегодовая доходность REITs составила 9,9 %, что в несколько раз превысило инфляцию (1,32 %) и доходность по депозитам (0,6 %), и это объясняет популярность у населения США данного инструмента коллективных инвестиций. Отличием REITs от ЗПИФ недвижимости является то, что их акции можно купить и продать в любой момент, так как они торгуются на бирже. Для приобретения паев ЗПИФ недвижимости нужно поймать момент начала формирования фонда, а для вывода средств дожидаться окончания деятельности фонда, от 3 до 15 лет. Также, у ЗПИФ недвижимости нет законодательно установленных, гарантированных нижних границ по выплате дивидендов. Инвестиции в фонды недвижимости (да и вообще, в любые инвестиционные фонды) проигрывают депозитам в том, что доход по ним не гарантирован, и сами инвестированные средства не застрахованы от потери. Факторами роста российских ЗПИФ недвижимости могут стать повышение их доходности и понижение ставок по депозитам, что повлечет за собой перенаправление средств инвесторов, а также проработка возможности применения ЗПИФ недвижимости в качестве альтернативы договорам долевого участия, которые отменены в России с 01.07.2019. Требуется изучения вопроса о пересмотре законов, дающих право фондам для квалифицированных инвесторов не публиковать отчетность, так как это создает «теневой» рынок коллективных инвестиций. Возможно, следует распространить действие закона «Об акционерных обществах» на ЗПИФ недвижимости.

Список литературы

1. **Абрамов А. Е., Акшенцева К. С., Чернова М. И., Логинова Д. А., Новиков Д. В., Радьгин А. Д., Сивай Ю. В.** Экономика инвестиционных фондов. М.: ИД «Дело» РАНХиГС, 2015. 720 с.
2. **Дементьев Н. П.** Паевые инвестиционные фонды в России и США // Ресурсные и институциональные условия формирования инновационной экономики: Сб. науч. тр. / Отв. ред. А. В. Алексеев, Л. К. Казанцева. Новосибирск: Изд-во ИЭОПП СО РАН, 2015. С. 23–38.
3. **Асаул А. Н., Иванов С. Н., Старовойтов М. К.** Экономика недвижимости: Учебник для вузов. 3-е изд., испр. СПб.: АНО «ИПЭВ», 2009. 304 с.
4. **Антонова И. С., Коптелова Е. С.** Факторы инвестиционной привлекательности закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости // Вестник науки Сибири. 2015. № 2.
5. **Селютина Л. Г., Булгакова К. О.** Использование механизма закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости для строительства социально доступного жилья // Меж-

дународный журнал прикладных и фундаментальных исследований. 2015. № 12. С. 1293–1296.

6. **Калашников Г.** Коллективные инвестиции в недвижимость: REITs и ЗПИФ // CRE. 2013. № 16. С. 66–69.

References

1. **Abramov A. E., Akshentseva K. S., Chernova M. I., Loginova D. A., Novikov D. V., Radygin A. D., Sivaj Yu. V.** *Ekonomika investicionnyh fondov* [Economy of investment funds]. Moscow, Delo, RANEP Publ., 2015, 720 p. (in Russ.)
2. **Dementyev N. P.** Mutual funds in Russia and the USA. In: Alekseev A. V., Kazantseva L. K. (eds.). *Resource and Institutional Conditions for the Formation of an Innovative Economy*. Novosibirsk, IEIE SB RAS Publ., 2015, p. 23–38. (in Russ.)
3. **Asaul A. N., Ivanov S. N., Starovoytov M. K.** *Real estate economy*. St. Petersburg, IPEV Publ., 2009, 304 p. (in Russ.)
4. **Antonova I. S., Koptelova E. S.** Factors of investment attractiveness of a closed-end mutual fund of real estate. *Bulletin of Science of Siberia*, 2015, no. 2. (in Russ.)
5. **Selyutina L. G., Bulgakova K. O.** Using the mechanism of closed-end real estate investment funds for the construction of socially affordable housing. *International Journal of Applied and Fundamental Research*, 2015, no. 12, p. 1293–1296. (in Russ.)
6. **Kalashnikov G.** Collective Investments in Real Estate: REIT and ZPIF. *CRE*, 2013, no. 16, p. 66–69. (in Russ.)

Материал поступил в редколлегию

Received
22.03.2019

Сведения об авторе

Седипкова Снежана Владимировна, аспирант, Институт экономики и организации промышленного производства СО РАН (пр. Академика Лаврентьева, 17, Новосибирск, 630090, Россия)

snezhana.nsk@gmail.com

ORCID 0000-0001-7591-8340

Information about the Author

Snezhana V. Sedipkova, Postgraduate Student, Institute of Economics and Industrial Engineering SB RAS (17 Academician Lavrentiev Ave., Novosibirsk, 630090, Russian Federation)

snezhana.nsk@gmail.com

ORCID 0000-0001-7591-8340