





Екатерина Черных
генеральный директор
УК «Современные фонды недвижимости»

БОЛЬШИЕ ВОЗМОЖНОСТИ

РАЗВИТИЕ РЫНКА КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ ЧЕРЕЗ ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ: ИСТОРИЯ, ПРОБЛЕМЫ, ПЕРСПЕКТИВЫ

Человечество любит получать доход и не любит его терять. Стремление получать доход присуще людям разного достатка, но у него есть серьезный ограничитель: давно известно, что деньги идут к деньгам. Иными словами, для наращивания дохода необходим первоначальный капитал. Причем пути его получения трудны и неочевидны.

Эти задачи — распределения рисков и компенсации недостаточности первоначального капитала — с блеском решаются путем использования конструкции паевого инвестиционного фонда. Причем обе сразу. При этом сама конструкция

придумана достаточно давно: в 1774 году. Тот факт, что этот механизм по-прежнему, даже более двух столетий спустя, является на рынке коллективных инвестиций основным, лучше всяких слов говорит о его качестве.

..*

Первые паевые инвестиционные фонды (mutual funds) возникли в результате финансового кризиса, поразившего Европу в начале 1770-х годов.

Как это бывает, кризису предшествовал бум. Бум же часто порождает масштабные планы, требующие серьезных инвестиций. Так и тут. Британская Ост-Индская компания, в предше-

ствующие годы успешно осуществлявшая широкую торговую экспансию, для финансирования своих амбициозных колониальных проектов взяла большие займы. В это время компания осуществляла (и осуществила) захват Бенгалии, сопутствовавшие расходы вызвали у компании финансовые затруднения. Кроме того, компания начала торговать с Америкой, деятельность британской монополии стала поводом для Бостонского чаепития, а с чаепития стартовала американская война за независимость, обнулившая соответствующие инвестиции английских торговцев.

Поскольку расходы увеличивались, а доходы от колониальных проектов падали, Ост-Индская компания в 1772 году обратилась за финансовой помощью к британскому Казначейству, уже и без того порядком истощенному. Ост-Индская компания была изначально очень крупной корпорацией, так что последствия ее финансовых затруднений ощущались очень серьезно, причем не только в Европе, но и во всем мире.

В это же время в затруднительное положение попал финансовый сектор Голландии. Он столкнулся и со своими собственными проблемами (как у британцев, они имели колониальные причины), но также почувствовал на себе негативное влияние кризиса британского финансового рынка.

На этом фоне голландский торговец Адриан Ван Кетвич объединил деньги нескольких подписчиков для создания инвестиционного фонда. Этот паевой фонд — первый в мире — был создан, как уже сказано, в 1774 году. Финансовый риск для инвесторов, в основном мелких, распределялся в нем за счет диверсификации в активы ряда европейских стран и американских колоний, где инвестиции

подкреплялись доходом от плантаций (это была ранняя версия сегодняшних ценных бумаг, обеспеченных закладными).

Подписаться на закрытый паевой фонд, который Ван Кетвич назвал «Eendragt Maakt Magt» («Единство рождает силу»), инвесторы могли до момента, пока не раскуплены все 2 тысячи паев. После этого участие в фонде было доступно только путем покупки паев у действующих пайщиков на открытом рынке. Проспект фонда предусматривал ежегодную отчетность, доступную инвесторам по требованию.

Проект успешно стартовал, потребовалось повторение успеха. Два последующих фонда, учрежденные в Нидерландах, усилили акцент на диверсификацию для снижения риска и оказались привлекательным направлением вложений даже для инвесторов с минимальным капиталом.

Фонд Ван Кетвича просуществовал до 1824 года. А созданный им механизм по-прежнему прекрасно работает.

Вскоре идея объединения капиталов и распределения рисков через использование формата закрытого паевого фонда стала популярной в Великобритании и Франции, а в 1890-х годах добралась и до США. Первые паевые фонды были закрытыми и выпускали фиксированное количество паев.

В США первым закрытым паевым фондом стал Boston Personal Property Trust, основанный в 1893 году.

* **

Появление различных форм коллективных инвестиций обусловлено сочетанием нескольких причин. Это, во-первых, возможность оперировать небольшими инвестициями (не нужно покупать проект целиком), во-вторых, желание диверсифицировать портфель (непрямые вложения проще распределить, чем инвестицию в объект),

в-третьих, налоговые соображения и ликвидность (лёгкость обналичивания инвестиций). Так, появление частных фондов прямых инвестиций (private equity) и первых паевых фондов было направлено на решение проблемы высокого порога входа на рынок, диверсификации и снижения специфических рисков проектов.

Структура открытых фондов и организация вторичного рынка паев для закрытых паевых фондов были первыми попытками увеличения ликвидности на рынке инвестиций в недвижимость и крупные проекты.

Появление акционерных компаний по управлению недвижимостью и торгуемых инвестиционных фондов недвижимости (REIT) стало следующим этапом на пути к увеличению ликвидности, снижению рисков и контролю качества управления активами, находящимися в коллективной собственности.

Нельзя не отметить усилия регуляторов, которые позволили привлечь на инвестиционный рынок и рынок недвижимости широкий круг инвесторов — в первую очередь, крупных институциональных инвесторов. Налоговые льготы для паевых инвестиционных фондов, правила распределения прибыли, ограничения на тип активов и размер заемных средств — все эти нормы сделали коллективное инвестирование через паевые инвестиционные фонды менее рискованными, сохранив доходность активов на высоком уровне. В результате в большинстве развитых стран мира за последние 30 лет наблюдается рост капитализации паевых инвестиционных фондов и компаний: как в абсолютных значениях, так и в доле от ВВП.

* **

Российский рынок закрытых паевых инвестиционных фондов (в част-

ности, инвестиций в недвижимость) в последние годы развивался в направлении привлечения более широкого круга инвесторов и обеспечения защиты их интересов. В 2019–2021 годах законодатель ввел в регулирование российского рынка изменения, направленные на сокращение административных процессов, повышение инвестиционной привлекательности коллективных инвестиций и защиту частных инвесторов. Во многом эти изменения касаются закрытых паевых фондов. Был принят ряд новых норм, сближающих российское законодательство с основными принципами международного регулирования деятельности участников фондового рынка.

Эксперты Национальной ассоциации участников финансового рынка (НАУФОР) и РАНХиГС, проанализировав развитие российского фондового рынка, пришли к выводу, что едва ли не единственным значимым фактором позитивных изменений за последние годы стал приход на рынок розничных инвесторов. При этом розничные инвесторы ориентированы преимущественно на быстрый доход и приобретение рискованных активов¹.

В этой ситуации для сохранения у частных инвесторов позитивного интереса к фондовому рынку и защиты от потери сбережений Банк России инициировал принятие законодательных норм о защите прав частных инвесторов. С 22.08.2021 вступил в силу федеральный закон от 31 июля 2020 года № 306-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и отдельные законодательные акты Российской Федерации», согласно которому неквалифицированные инвесторы должны проходить тестирование для возможности приобретения ряда финансовых

инструментов. Главная цель нововведений, как заявляет регулятор, — дать возможность инвестору принимать решение на основе осознанного выбора². Тестирование неквалифицированных инвесторов проводится при совершении необеспеченных сделок, при заключении договоров репо, приобретении производных финансовых инструментов, структурных облигаций и инвестиционных паев закрытых паевых инвестиционных фондов, не предназначенных для квалифицированных инвесторов.

В отношении закрытых паевых фондов недвижимости введена норма³, предусматривающая прием заявок от физических лиц на выдачу инвестиционных паев, не ограниченных в обороте, только после тестирования. В случае отрицательного результата тестирования физическое лицо может заявить о принятии рисков, связанных с приобретением паев, и приобрести инвестиционный продукт на сумму, не превышающую 100 тысяч рублей либо размер денежных средств, установленный Банком России.

Последствием нарушения данного положения является обязанность управляющей компании по требованию инвестора погасить принадлежащие ему паи, компенсировать за свой счет сумму убытков и оплатить проценты в соответствии со статьей 395 Гражданского кодекса Российской Федерации.

Банку России предоставляются права устанавливать предпродажные правила информирования потребителей финансовых продуктов и блокировать продажу финансовых инструментов инвесторам, не имеющим статус квалифицированных, если в течение календарного года им неоднократно предоставлялась неполная или недостоверная информация об этих инструментах, или если действия про-

давца создают существенную угрозу законным интересам физических лиц. Регулятор вправе обязать продавца выкупить за свой счет у инвестора финансовый продукт, проданный ему с нарушением, с возмещением всех понесенных расходов.

Все эти действия регулятора привели к тому, что с 2021-го года число розничных инвесторов закрытых паевых инвестиционных фондов устойчиво растет от квартала к кварталу. По итогам второго квартала 2024 года впервые в истории рынка объем чистого притока средств в массовые ЗПИФ был сопоставим с объемами притоков средств в наиболее популярные у физических лиц ОПИФ и БПИФ (согласно отчету Банка России). Чистый приток средств в розничные фонды недвижимости говорит о росте популярности такого вида инвестирования среди физических лиц. А популярность растет по причине того, что фонды делают доступными вложения в качественную коммерческую недвижимость для широкого круга инвесторов, в том числе, с небольшими капиталами.

Инвестиции в недвижимость ассоциируются у каждого человека с надежностью и безопасностью. Такое отношение вызвано, с одной стороны, тем, что в современном мире человек живет, как правило, в домах (около половины населения земного шара — в многоквартирных домах); и уникальностью каждого земельного участка, с другой стороны. Создается иллюзия, что цены на недвижимость всегда растут, особенно на жилье. Однако это далеко не так. Доступной для большей части населения инвестиций в недвижимость является покупка квартиры или собственного дома. Но самостоятельно диверси-

фицировать свои вложения в разные объекты недвижимости (особенно коммерческой) может лишь очень малая часть людей на земле. Уверенность в надежности недвижимости как инвестиционного инструмента часто не дает человеку взглянуть на такие инвестиции трезво и с учетом тех изменений, которые происходят на рынке. А изменения происходят практически постоянно. В реальности цена на недвижимость является отражением соотношения уровня доходов экономики и плотности населения.

Поэтому мы видим, как высоки цены в местах с высокой численностью населения на квадратный метр земли, и как они могут падать, когда население покидает тот или иной город, если в нем нет работы. Соответственно, как только численность населения начинает уменьшаться, цены на все виды недвижимости в этом городе начинают падать.

Важным аспектом рынка недвижимости является цикличность происходящих на нем процессов. В США, начиная с 1970-х годов наблюдалось три полных цикла, проходивших по похожему сценарию. В других странах Европы, а также в Азии и России похожие события происходили, начиная с 90-х годов. В начале цикла цены на недвижимость достигают высоких значений в силу повышенного интереса инвесторов, вызванного, например, экономическим ростом и увеличением доходов населения при низких ставках на банковские депозиты. Так как рыночная стоимость недвижимости превышает стоимость строительства или реконструкции объектов, то наблюдается рост предложения коммерческой недвижимости, строительный бум. На рынок недвижимости привлекается большое количество акционерного и долгового капитала. В какой-то момент

предложение коммерческой недвижимости превышает спрос на нее со стороны арендаторов, стоимость аренды снижается, часть помещений остаются вакантными, поэтому снижается рентная доходность недвижимости. Зачастую рыночная стоимость недвижимости становится ниже стоимости нового строительства, что может создать строительным компаниям серьезные проблемы при выплате долговых обязательств и может привести их к банкротству.

.

Как показывает история, именно в эти кризисные моменты чаще всего происходит смена форм коллективных инвестиций в недвижимость. Появляются (или становятся популярными у большего числа инвесторов) новые структуры, вводятся новые регулирующие нормы. Ярким примером таких изменений на рынке недвижимости является взрывной интерес инвесторов к частным фондам прямых инвестиций и инвестиционным трастам недвижимости (REIT), который произошел в США после кризиса ссудо-сберегательных ассоциаций во второй половине 80-х годов.

В некоторых случаях кризис на рынке недвижимости может привести к общему экономическому или финансовому кризису (как, например, произошло во время ипотечного кризиса 2007–2009 годов). По прошествии времени и вследствие изменений, произошедших в структуре рынка недвижимости и его регулировании, происходит восстановление экономики, возобновляется интерес к недвижимости, наблюдается очередной подъем инвестиций в недвижимость. Таким образом, цикл приходит к своему завершению.

Но простой обыватель, не являющийся специалистом в этих вопросах, не способен наблюдать и анализировать описанные процессы.

Совсем другие результаты дает возможность инвестировать в недвижимость с профессиональной управляющей компанией через паевые инвестиционные фонды. Такой формат позволяет инвесторам не только стать владельцами крупных коммерческих объектов, но и диверсифицировать свои риски.

.

Технологический прогресс и изменения, происходящие в последние десятилетия в экономике, непосредственным образом влияют на будущее коллективных инвестиций в недвижимость. Они способствуют появлению новых возможностей для инвестиций, смещают интерес инвесторов к тем или иным объектам, изменяют практику управления и эксплуатации недвижимости.

Рост популярности Интернет-транзакций и онлайн-покупок сдвигают спрос инвесторов на недвижимость в сторону складских помещений. С ростом автоматизации доставки грань между торговыми центрами и складскими помещениями будет постепенно стираться. Эксперты ожидают, что число традиционных торговых центров значительно снизится в пользу объектов доставки «последней мили». В последние годы все большую ценность приобретает идея мобильности, возможности легко сменить место жительства. Современные молодые люди предпочитают жилье снимать, а не приобретать. Если эта тенденция продолжится, то в будущем можно прогнозировать высокий спрос на аренду жилья, что сделает коллективные инвестиции в жилую недвижимость более выгодными.

Согласно опросу менеджеров и инвесторов в недвижимость от компании SEIC⁴, в последнее время происходит сдвиг интереса инвесторов в сторону

городов второго и третьего порядка (особенно в США). Снижение интереса инвесторов к недвижимости в крупнейших городах вызвано слишком высокими ценами на недвижимость и рисками потери рентной доходности в случае очередного кризиса. По мнению опрошенных, наибольший потенциал для привлечения инвестиций имеется у городов с большими университетами, научными центрами и/или больничными комплексами.

Изменение климата (выражающееся, например, в участившихся за последние годы наводнениях) увеличивает риски для отдельных объектов недвижимости – зданий на берегу водоемов или в местности с опасностью оползней. Подобные природные катаклизмы создают в будущем риски для инвестиционных фондов и инвесторов, заставляя участников рынка пересматривать свои инвестиционные стратегии.

Многие инвесторы, особенно в Европе, все больше ориентируются на ESG-парадигму, включающую при принятии инвестиционных решений экологические, социальные и управленческие критерии. В связи с этим можно прогнозировать увеличение спроса на объекты недвижимости, удовлетворяющие требованиям ESG. Некоторые эксперты отмечают, что ESG состоит из меняющегося набора критериев, что может создавать дополнительные риски для инвестиций в будущем.

Идея объединения капиталов и распределения рисков через использование закрытых паевых фондов является наиболее популярным инвестиционным инструментом для большинства инвесторов в современном мире. Преимущества для инвесторов включают профессиональное управление портфелем, снижение рисков, удобство и справедливое ценообразование. Массовые фонды недви-

жимости на российском рынке пока занимают очень небольшую нишу: на их долю приходится около 500 млрд рублей — из 13 трлн рублей общей капитализации рынка закрытых паевых инвестиционных фондов. Вместе с тем динамика роста последних трех лет говорит о больших возможностях и перспективах этой отрасли для финансового рынка страны и расширения инвестиционных возможностей частного инвестора. ■

ПРИМЕЧАНИЯ

- ¹ «Продуманная акция. Как будут работать механизмы защиты инвесторов». РБК + <https://chr.plus.rbc.ru/news/60f55ae07a8aa9af97a35e32>.
- ² Участники фондового рынка доработали стандарты для защиты инвесторов <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2021/07/27/879620-uchastniki-fondovogo-rinka-dorabotali-standarti>.
- ³ Статья 21.1 «Особенности выдачи инвестиционных паев закрытых паевых фондов физическим лицам», закон № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах», введена Федеральным законом от 26.07.2019 № 248-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».
- ⁴ <https://seic.com/sites/default/files/SEI-IMS-Future-of-Real-Estate-Investing-Whitepaper-US.pdf>.