

Министерство образования и науки Российской Федерации  
Волгоградский государственный архитектурно-строительный университет

М.К. Беляев  
Р.Р. Мавлютов

## **КОЛЛЕКТИВНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ ЖИЛИЩНОГО СТРОИТЕЛЬСТВА**

**Волгоград. ВолгГАСУ. 2015**



© Федеральное государственное бюджетное  
образовательное учреждение  
высшего профессионального образования  
«Волгоградский государственный  
архитектурно-строительный университет», 2015

УДК 332.145  
ББК 65.049(2Рос)6  
Б447

Рецензенты:

*А.Н. Асаул*, доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой экономики предпринимательства и инноваций Санкт-Петербургского государственного архитектурно-строительного университета;

*О.В. Максимчук*, доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой управления и развития городского хозяйства и строительства Волгоградского государственного архитектурно-строительного университета

**Беляев, М.К.**

Б447 Коллективное инвестирование жилищного строительства [Электронный ресурс] / М.К. Беляев, Р.Р. Мавлютов ; М-во образования и науки Рос. Федерации, Волгогр. гос. архит.-строит. ун-т. — Электронные текстовые и графические данные (1,5 Мбайт). — Волгоград : ВолгГАСУ, 2015. Научное электронное издание. — Систем. требования: PC 486 DX-33; Microsoft Windows XP; Internet Explorer 6.0; Adobe Reader 6.0. — Официальный сайт Волгоградского государственного архитектурно-строительного университета. Режим доступа: <http://www.vgasu.ru/publishing/on-line/> — Загл. с титул. экрана.

ISBN 978-5-98276-777-6

В монографии представлены научно-практические материалы исследований пространственного развития крупных городов России в период постиндустриального перехода. Особое место уделено вопросу формирования современной городской агломерации как территории опережающего развития, в частности Волгоградской агломерации.

Предназначена для специалистов в области региональной экономики, территориального планирования и градостроительной сферы деятельности. Материалы монографии могут быть использованы для учебно-методических целей при обучении студентов экономических и строительных профилей подготовки, при выполнении самостоятельной научно-исследовательской работы бакалаврами, магистрами, аспирантами и практическими работниками в этой области.

УДК 332.145  
ББК 65.049(2Рос)6

ISBN 978-5-98276-777-6



© Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего профессионального образования «Волгоградский государственный архитектурно-строительный университет», 2015

# ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение .....	4
<b>Глава 1. Теоретические основы развития коллективного инвестирования жилищного строительства</b>	
1.1. Обзор терминологии, понятий и категорий исследования.....	8
1.2. Отечественный опыт инвестиционной деятельности в сфере жилищного строительства.....	22
1.3. Нормативно-методическое обеспечение коллективного инвестирования жилищного строительства.....	36
<b>Глава 2. Потенциал коллективного инвестирования как источника финансового обеспечения инвестиционных проектов жилищного строительства</b>	
2.1. Исследование отечественного опыта коллективного инвестирования жилищного строительства.....	55
2.2. Факторы, определяющие развитие коллективного инвестирования как приоритетного источника финансового обеспечения инвестиционных проектов жилищного строительства	80
2.3. Оценка зарубежного опыта коллективных инвестиций в недвижимость .....	95
<b>Глава 3. Модель коллективного инвестирования жилищного строительства</b>	
3.1. Организация инвестиционного процесса в рамках модели.....	108
3.2. Прогностическая оценка эффективности внедрения модели....	118
3.3. Правовое обеспечение функционирования модели.....	135
Заключение.....	144
Библиографический список.....	148
Глоссарий .....	161
Приложения.....	163

## ВВЕДЕНИЕ

В современной России из всех существующих социальных проблем наиболее острой является жилищная. На данный момент отмечается отсутствие государственного обеспечения жильем, которое было присуще экономике дореформенного периода. Население самостоятельно изыскивает источники финансирования приобретения (постройки) жилья.

Экономические преобразования, осуществляемые в нашей стране начиная с первой половины 1990-х гг., одним из своих направлений определяют последовательный перенос центра тяжести при финансировании расходов на жилищное строительство с государственного бюджета на использование средств субъектов, относящихся к частному сектору бизнеса, и сбережений граждан. Здесь роль государства состоит в законодательном, экономическом, административном обеспечении становления рыночных отношений в сфере жилищного строительства.

По факту ежегодного послания Президента Федеральному собранию, датированного 2004 г., императивом для развития экономики России стало выдвижение ряда национальных проектов. Один из них – «Доступное и комфортное жилье – гражданам России» – имеет своей целью разрешение проблемы обеспечения населения жильем. В этих целях был принят пакет законов, призванный активизировать отрасль жилищного строительства.

Развитие жилищной сферы, с ее многоплановым позитивным воздействием на экономику и социальную стабильность, имеет важнейшее значение для России, которая по основным параметрам, в первую очередь по уровню средней обеспеченности населения жильем – 20,2 м<sup>2</sup> на человека, серьезно (в 2,5-3 раза) уступает не только развитым, но и многим развивающимся странам.

Вместе с тем, по информации Росстата, в первом полугодии 2011 г. в России введено в эксплуатацию 243,2 тыс. квартир общей площадью 20,7 млн. кв. м, что составило 96,3% к соответствующему периоду 2010 г. В первом полугодии 2010 г. показатель составил 21,5 млн. кв. м жилья, или 99,4% по сравнению с аналогичным периодом 2009 г. Таким образом, текущий показатель в годовом сопоставлении упал на 3,7%.

В свете обещаний правительства кардинально изменить ситуацию в строительном секторе уже в ближайшие пять лет, картина

представляется в негативном свете. Как заявил в начале 2011 г. премьер-министр В. Путин, в ближайшие пять лет объем жилищного строительства в России должен вырасти в полтора раза. За период действия программы «Жилище» (более 600 млрд. руб.) в стране должно быть возведено почти 370 млн. кв. м жилья. А через восемь лет ежегодные темпы ввода нового жилья должны вырасти более чем в два раза. На совещании по вопросам развития малоэтажного строительства, прошедшем в июле 2011 г. в Новом Ступино, он же назвал «безобразием» чрезмерное количество бюрократических процедур в области строительства. По его словам, сейчас необходимо обеспечить застройщикам максимально удобные условия для работы, снять избыточные административные барьеры.

При этом в России строительный сектор развивался в последние годы по своим канонам. Его рост во многом определялся коррупционной составляющей: землеотводами, согласованиями, подключениями услуг монополистов и т.д. Сейчас, в рамках борьбы с коррупцией, многие порочные (но единственно жизнеспособные в российских условиях) «схемы» стали нежизнеспособными, а на смену им новых пока не возникло. Кроме того, далеко не полностью восстановились объемы ипотечного кредитования, а застройщики, получив уроки кризиса 2008 г., стали работать намного осторожнее, осознавая высокую степень риска ситуации, при которой сроки реализации инвестиционно-строительного проекта превзойдут сроки погашения банковских кредитов.

В сложившихся условиях актуализируется необходимость разработки модели, предусматривающей аккумуляцию финансовых ресурсов мелких инвесторов с целью последующего направления на финансирование инвестиционных проектов жилищного строительства через закрытый паевой инвестиционный фонд, относящийся к категории недвижимости (ЗПИФН). Объективная необходимость разработки системы эффективного взаимодействия участников процесса коллективного инвестирования жилищного строительства с возможностью приобретения инвесторами в собственность жилья через теоретические обоснования и практические предложения по развитию рынка паевых инвестиционных фондов обуславливает актуальность настоящей работы.

Методические и теоретические аспекты роли инвестиций в экономике разработаны в трудах Д. Кейнса, В. Беренса, Р.Х. Холта, Н.А. Бланка, И.В. Сергеева и др. Проблемы инвестиционно-

строительной деятельности отражены в работах таких отечественных ученых как А.Н. Асаул, В.В. Бузырев, В.М. Васильев, В.А. Дмитриев, А.Н. Ларионов, Ю.П. Панибратов, И.В. Федосеев, Н.В. Чепаченко и ряда других.

В специальной литературе и научных исследованиях излагаются преимущественно зарубежные теории и методологии, относящиеся к коллективному инвестированию. Так, исследованию вопросов функционирования института коллективных инвестиций в форме инвестиционных трастов недвижимости посвящены работы таких зарубежных ученых как Stephen A. Ross, Ronald C. Rogers, S. Mishael Giliberto (экономическая сущность инвестиционных трастов недвижимости), Faye A. Elayan, James D. Shilling, Briam A. Maris (структура активов), Albert J. Fredman, John R. Erickson (экономический анализ эффективности капиталовложений).

Переход России к рыночной системе хозяйствования способствовал появлению новых направлений в отечественной экономической науке, способствующих решению актуальных задач. Однако ввиду объективной причины незначительного срока функционирования российского института паевых инвестиционных фондов вообще (начало формирования положено в 1995 г.) и фондов недвижимости в частности (2001 г.), степень изученности проблемы весьма низка. Вместе с тем следует отметить ряд фундаментальных работ отечественных ученых, касающихся правового положения паевых инвестиционных фондов, авторство которых принадлежит В. Липавскому, Д.И. Степанову, Ю.С. Любимову. Исследованию проблем становления института коллективных инвестиций России посвящены труды А.В. Абрамова, М.Л. Ранчинского, М.Г. Натурина.

Несмотря на значительный вклад в исследование института коллективных инвестиций указанными учеными, эффективной модели финансирования жилищного строительства с использованием инструментария закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости не создано. Необходимость дальнейшей проработки теоретических и методических положений экономических механизмов финансирования жилищного строительства обусловили постановку цели и задач настоящей монографии. Ее цель состоит в теоретическом и методическом обосновании направлений развития коллективного инвестирования жилищного строительства.

В качестве основных задач настоящей монографии были определены:

- исследовать теоретические положения сферы инвестирования жилищного строительства;
- проанализировать формы инвестирования строительства жилья и формы приобретения жилья в собственность;
- на базе мировой и российской практики коллективных инвестиций в недвижимость определить факторы развития системы коллективных инвестиций в жилищное строительство;
- разработать организационно-экономическую модель консолидации инвестиционных ресурсов мелких инвесторов для финансового обеспечения инвестиционных проектов жилищного строительства.

В монографии использованы открытые материалы в этой области, в том числе Национальной лиги управляющих, саморегулируемой (некоммерческой) организации «Национальная ассоциация участников фондового рынка» (НАУФОР), Федеральной службы государственной статистики (Росстата). Наряду с этим работа содержит материалы с сайтов паевых инвестиционных фондов, приводит информацию по их управляющим компаниям, что позволяет читателю самостоятельно изучить опыт работы закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости в этой области.

# **Глава 1.**

## **Теоретические основы развития коллективного инвестирования жилищного строительства**

### **1.1. Обзор терминологии, понятий и категорий исследования**

С целью раскрытия сущности коллективного инвестирования жилищного строительства, необходимо определить понятие жилья, как основополагающего предмета, на основе которого базируются вышеозначенная категория.

Для любого современного общества в присущих ему экономических отношениях отмечается насущная необходимость в удовлетворении разнообразных потребностей. При этом рост благосостояния отдельного индивида или общества в целом непременно сопровождается ростом потребностей человека. Ввиду того, что без удовлетворения материальных благ человека его нормальная жизнь попросту невозможна, их следует признать базовыми потребностями. Основной потребностью, является потребность в жилье, как месте проживания, убежище, месте отдыха. Так, согласно теории мотивации Абрахама Маслоу [166], человек имеет множество потребностей, которые можно разделить на пять категорий. В иерархии потребностей по Маслоу потребность в жилище, относящаяся к числу физиологических, требует первостепенного удовлетворения.

Одновременно в системе гражданско-экономических отношений жилье выступает как товар. Недвижимость как товар существует всегда в двух видах: товар-объект (для приобретения в собственность) и товар-услуга (для найма).

Мнение о жилье как о товаре основывается на определении Ларионова А.Н.: «жилье – это специфический капитальный товар длительного пользования, удовлетворяющий важнейшие потребности личности в независимости, ведении обособленного хозяйства, создании собственной семьи, уединении, если необходимо, получении большего комфорта и домашнего уюта» [98].

Экономическая сущность жилья как товара раскрывает Черняк А. В., который считает жилые и общественные здания своеобразным товаром, отличающимся от других товаров общими характерными особенностями, определяющими их особое место на рынке недвижимости в целом и одновременно влияющими на внутриотраслевой функциональный рынок каждого вида объектов: неоднородностью, долговечностью, дороговизной, местонахождением, функциями [72].

Для целей настоящего исследования жилье будет рассматриваться как товар, объект для приобретения в собственность с целью проживания и улучшения своих жилищных условий.

В период становления в Российской Федерации рыночной системы ведения хозяйства было положено начало формированию новой модели инвестиционного процесса, который в реалиях командно-административной экономики Советской России монопольно осуществлялся государством. По мере развития финансового рынка и становления соответствующих ему институтов в инвестиционный процесс всё более активно стали включаться частные структуры – юридические и физические лица в статусе резидентов и нерезидентов, а также институциональные структуры – коммерческие банки, пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные компании и другие финансовые учреждения.

В России в настоящее время актуальность коллективного инвестирования вызвана, с одной стороны, заинтересованностью населения в надежном и прибыльном способе помещения своих доходов, с другой стороны – растущими потребностями российских предприятий во внешних негосударственных источниках финансирования.

В экономическом плане понятие «коллективное инвестирование» означает такую схему организации инвестиционного бизнеса, при которой средства, осознанно и целенаправленно вложенные мелким инвестором в определенное предприятие (фонд), аккумулируются в единый пул под управлением профессионального управляющего с целью их прибыльного последующего вложения.

В соответствии с Комплексной программой мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров<sup>1</sup>, выделяются следующие формы коллективного инвестирования:

---

<sup>1</sup> Комплексная программа мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров. Утверждена указом президента РФ «Об утверждении комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров» от 21.03.1996 г. № 408

- паевые инвестиционные фонды;
- кредитные союзы;
- акционерные инвестиционные фонды;
- негосударственные пенсионные фонды.

Зарождение института коллективных инвестиций в России было положено появлением чековых инвестиционных фондов (ЧИФ). Пробразом ЧИФов стали североамериканские закрытые инвестиционные компании (closed-end investment company), или трасты закрытого типа.

Эра чековых инвестиционных фондов началась с принятием Указа Президента «О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий»<sup>2</sup>. Указом было утверждено Положение, регулирующее порядок учреждения и функционирования ЧИФов, а также примерный устав чекового инвестиционного фонда. Бартер, составлявший в России в первую половину 1990-х гг. основу экономических отношений, нашел свое отражение и в Положении о ЧИФах: акции ЧИФов предлагалось не покупать, а обменивать на приватизационные чеки (ваучеры). В дальнейшем ЧИФы использовали аккумулированные ваучеры для приобретения акций приватизируемых предприятий

По данным Госкомимущества, по состоянию на 1994 г. действовало 690 ЧИФов, к началу 1997 г. в России существовало около 350 работающих специализированных инвестиционных фондов приватизации и около 40 инвестиционных фондов, созданных вне приватизационных программ. Дефолт российской экономики 1998 г. повлек снижение численности ЧИФов до отметки в 100 фондов. По состоянию на 2012 г. подавляющее большинство чековых инвестиционных фондов объявлено банкротами и ликвидированы.

Банкротство ЧИФов было вызвано рядом факторов.

Непродуманная система налогообложения. Управляющие ЧИФов основным фактором, определяющим уровень эффективности функционирования фондов, указывали высокую ставку налога на прибыль фонда, лишавшую смысла любые инвестиции. Так, в 1993 г. акционеры фондов подвергались тройному налогообложению: налог на прибыль предприятия, акции которого находятся в портфеле фонда (ставка – 32%); налог на дивиденды, полученные фондом как

---

<sup>2</sup> Указ Президента «О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий» от 7.10.1992 г. № 1186

юридическим лицом (15%); налог на доходы физических лиц (акционеров фонда).

Ошибки в выборе инвестиционной стратегии ЧИФов. Прекращение действия приватизационных чеков в июле 1994 г. заставило ЧИФы искать новые источники дохода: некоторые фонды становятся активными игроками на рынке ГКО. Обвал пирамиды ГКО в 1998 г. стал серьезным ударом по финансовому состоянию таких ЧИФов. Другая инвестиционная стратегия, направленная на простое ожидание дивидендов по акциям, находящимся в портфеле фонда, также не имела успеха. Размер выплат акционерам денационализированных предприятий был мал, либо дивиденды вообще не выплачивались. В конечном счете, фонды не только не показывали сколь ни будь существенную доходность, но теряли уставный капитал.

Отсутствие государственного контроля за деятельностью ЧИФов. В России 1990-х гг. контроля за деятельностью ЧИФов не было как такового. Так, положение о ЧИФах не содержало механизмов и процедур государственного регулирования и санкций, которые Госкомимущества могло бы применить к фондам в случае нарушения последними установленных положением норм и правил. Единственной санкцией, которую мог применить Госкомимущества к фонду было приостановление лицензии ЧИФа или же отзыв её.

Отсутствие действенных механизмов контроля инвесторов за деятельностью управляющих ЧИФов – членов совета директоров. Предусматривалось, что собрание акционеров ЧИФа является высшим органом управления фонда. К компетенции общего собрания акционеров ЧИФа относился выбор совета директоров, который в свою очередь назначает и увольняет управляющих фонда. Однако реализовать возможность контроля акционеров над деятельностью фонда не представлялось возможным, так как самые маленькие по количеству акционеров фонды объединяли десятки тысяч человек. Законодательное же требование наличия кворума на собрании акционеров, составляющего не менее 50% численности акционеров, физически не позволяло реализовать данную процедуру.

Волна банкротств ЧИФов середины-конца 1990-х гг. потребовала немедленного государственного вмешательства. На защиту прав акционеров фондов было направлено несколько указов Президент РФ. В институциональном плане они имели цель трансформировать ЧИФы в акционерные либо паевые

инвестиционные фонды (см. рисунок 1). Однако большинство фондов реорганизовалось в акционерные общества открытого типа.

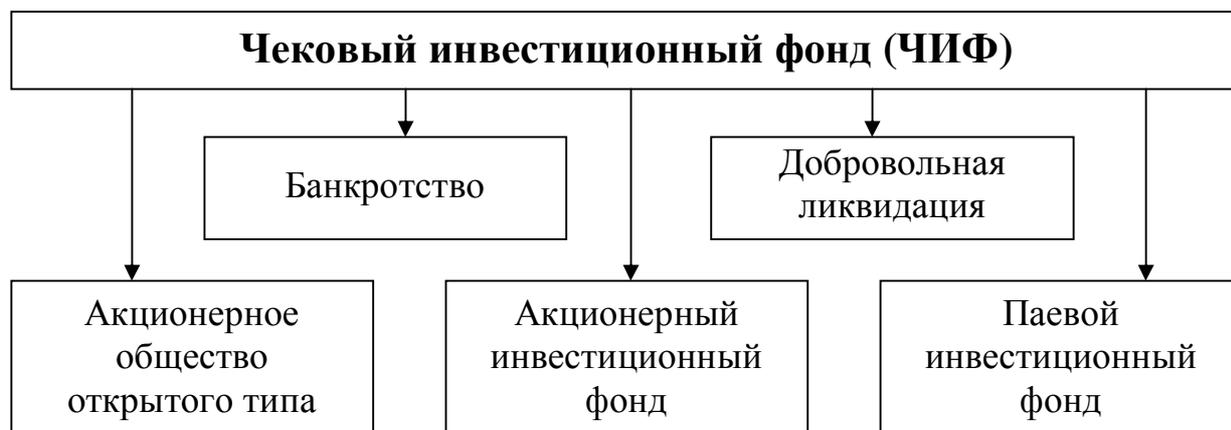


Рисунок 1. Варианты трансформации чековых инвестиционных фондов

Следует признать, что ЧИФы не смогли справиться с возложенными на них задачами. По данным Госкомимущества, ЧИФами было аккумулировано 45 млн. приватизационных чеков – 32% от объема выпуска. ЧИФами на чековых аукционах было приобретено 10% активов приватизированных предприятий. Однако большинство граждан, доверивших свои ваучеры фондам, в результате банкротства ЧИФов лишились их. Редкие примеры удачного инвестирования могут быть охарактеризованы таковыми относительно, так как их акции имеют низкую доходность и малоликвидны. Вместе с тем чековые инвестиционные фонды играют определяющую роль в формировании и последующем развитии в России института коллективных инвестиций.

Для раскрытия сущности коллективного инвестирования жилищного строительства необходимо выделить то главное, что характеризует паевые инвестиционные фонды и их внутренние свойства. Это предполагает определение специфики деятельности закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости как особого вида предпринимательской деятельности. Такой подход применен в Федеральном законе «Об инвестиционных фондах»<sup>3</sup>, в ст. 1 которого предмет регулирования определяется как «...отношения, связанные с привлечением денежных средств и иного имущества путем

<sup>3</sup> Федеральный закон РФ «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ

размещения акций или заключения договоров доверительного управления в целях их объединения и последующего инвестирования в объекты, а также с управлением (доверительным управлением) имуществом инвестиционных фондов, учетом, хранением имущества инвестиционных фондов и контролем за распоряжением указанным имуществом».

Деятельность в качестве паевого инвестиционного фонда (ПИФ) вообще и ЗПИФН в частности включает следующую совокупность отношений:

- привлечение денежных средств и иного имущества массы мелких инвесторов;
- объединение имущества инвесторов в едином имущественном комплексе (фонде), распоряжение которым передается управляющей компании ЗПИФН;
- вложение средств из данного имущественного комплекса на диверсифицированной основе в целях извлечения прибыли в виде инвестиционного дохода (дивидендов, процентов и других доходов, причитающихся собственникам объектов инвестирования) или прибыли от перепродажи объектов инвестирования.

#### ***Мобилизация средств инвесторов.***

Особенность привлечения средств в паевые инвестиционные фонды состоит в применении таких механизмов, которые делают вложения в инвестиционные фонды доступными для массы неопытных инвесторов<sup>4</sup>. Сбережения указанных лиц, которые не всегда могут правильно оценить риски инвестирования и защититься от различных мошенничеств, носят социально-значимый характер, поскольку массовая их потеря может породить серьезные социальные конфликты. По этой причине режим государственного регулирования инвестиционных фондов более строгий по сравнению с другими инвестиционными компаниями.

Доступность паевых инвестиционных фондов для неопытных инвесторов обеспечивается за счет выдачи ими ценных бумаг – инвестиционных паев, рассчитанных на приобретение широким кругом лиц.

На середину первого десятилетия 2000-х гг. российское законодательство об инвестиционных фондах не предусматривало

---

<sup>4</sup> В «Словаре русского языка» С.И. Ожегова слово «искушенный» разъясняется как «хорошо знающий что-н., опытный в чем-н.». Следовательно, неопытным можно признать человека, которой плохо знает какую-то сферу деятельности и не обладает опытом работы в ней.

дифференциации требований к инвестиционным фондам в зависимости от их ориентации на искушенных или неискушенных инвесторов, что объясняется ограниченностью числа внутренних инвесторов и объемов их вложений. На развитом фондовом рынке, например, американском, где число инвестиционных фондов составляет почти 10 тыс., а численность инвесторов – около 100 млн. лиц, в законодательстве об инвестиционных фондах (компаниях)<sup>5</sup> применяется различный подход к регулированию инвестиционных фондов в зависимости от категории их инвесторов.

В соответствии с законодательством, Комиссии по ценным бумагам и биржам США (КЦББ) предоставлено право по освобождению компаний, владельцами которых выступают исключительно искушенные инвесторы («признанные инвесторы», «квалифицированные покупатели», «квалифицированные институциональные покупатели»), от соблюдения ряда требований законодательства об инвестиционных фондах. В настоящее время применяется формальный подход, предполагающий использование количественных критериев для установления меры искушенности инвесторов. Данная категория инвесторов включает профессиональных участников рынка ценных бумаг, институциональных инвесторов и физических лиц, владеющих инвестициями, стоимостью не менее 5 млн. долл.

### ***Объединение имущества инвесторов.***

В ЗПИФН имущество, передаваемое инвесторами в фонд, становится собственностью паевого инвестиционного фонда. Распоряжение имуществом фонда осуществляется уполномоченной управляющей компанией. Отношения между инвесторами и управляющей компанией регулируются стандартными договорами доверительного управления. Передача имущества в ЗПИФН позволяет ограничить имущественную ответственность инвесторов по обязательствам, связанным с его деятельностью, стоимостью принадлежащих им долей в имуществе данного фонда. Имущество ЗПИФН обособляется от имущества управляющей компании и имущества иных инвестиционных фондов, что позволяет оградить его от претензий кредиторов по обязательствам самой управляющей компании и иных третьих лиц.

---

<sup>5</sup> В законодательстве США инвестиционные фонды называются инвестиционными компаниями

### ***Инвестирование активов ЗПИФН.***

Средства, поступившие в ЗПИФН, используются исключительно для инвестирования в целях извлечения доходов в виде прироста рыночной стоимости объектов инвестирования, прибыли от их перепродажи, а также доходов в виде дивидендов, купонных доходов и других выплат, причитающихся владельцам ценных бумаг и других объектов инвестирования. Активы ЗПИФН инвестируются на диверсифицированной основе. Требования по диверсификации активов фондов устанавливаются на законодательном уровне<sup>6</sup> в виде запретов на вложение определенной доли активов ЗПИФН в ценные бумаги одного эмитента, ограничений на приобретение пакета ценных бумаг одного эмитента сверх установленной доли, ограничений или полных запретов на приобретение тех или иных объектов вложений.

В соответствии с законодательством [13], паевые инвестиционные фонды специализируются на вложениях в определенные виды объектов инвестирования, с тем, чтобы инвесторы более ясно понимали принимаемые на себя риски инвестирования. Тип инвестиционного фонда – недвижимости – должен быть известен инвестору заранее, информация об этом раскрывается в инвестиционной декларации ЗПИФН.

Деятельность ЗПИФН отличается от банковской, страховой деятельности и деятельности пенсионных фондов. Кредитные ресурсы предоставляются на условиях возвратности, срочности и платности. По истечении срока займа должник обязуется вернуть кредитору стоимость основного долга и уплатить проценты. Страховые отношения предполагают принятие страховщиками обязательств по выплате застрахованным лицам страхового возмещения при наступлении страхового случая в заранее установленном размере и в сроки. Отношения между пенсионными фондами и их участниками по своей природе могут быть накопительными или страховыми. Накопительные отношения предполагают принятие пенсионным фондом обязательств по выплате вкладчикам вознаграждений в размере и сроки, определяемыми договором между пенсионным фондом и вкладчиком.

---

<sup>6</sup> Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов. Утверждено приказом ФСФР РФ от 28.12.2010 г. № 10-79/пз-н (в редакции Приказа ФСФР РФ от 31.05.2011 г. № 11-24/пз-н)

В отличие от банков, пенсионных фондов и страховых организаций ЗПИФН не предоставляют каких-либо гарантий по срокам и размерам выплачиваемых сумм. Объем средств, возвращаемых инвестору при его выходе из ЗПИФН, не оговаривается заранее; он зависит от стоимости чистых активов фонда и доли данных активов, принадлежащей инвестору.

Таким образом, ЗПИФН представляют собой финансовых посредников, обеспечивающих привлечение средств участников посредством выпуска инвестиционных паев, их объединение и инвестирование на диверсифицированной основе в недвижимость и иные разрешенные объекты в целях извлечения прибыли, а также распределение стоимости их чистых активов пропорционально долям, принадлежащим инвесторам. В качестве особого типа финансовых посредников ЗПИФН предоставляют инвесторам уникальные экономические преимущества, определяющие привлекательность вложений для широкого круга инвесторов.

Объединяя средства множества инвесторов, инвестиционные фонды порождают эффект «экономии масштаба», то есть сокращения условно-постоянных расходов инвесторов по управлению их инвестиционными ресурсами и транзакционных издержек при купле-продаже ценных бумаг и иных объектов, на каждый рубль инвестиций. С помощью инвестиционных фондов для мелких инвесторов снижаются пороговые требования для входа на рынок капиталоемких объектов инвестирования: объекты недвижимости в большинстве случаев недоступны для индивидуальных мелких инвесторов, а объединение средств множества мелких инвесторов в одном паевом инвестиционном фонде позволяет инвестировать в такие объекты.

ЗПИФН обеспечивают *диверсификацию* вложений инвесторов, что позволяет им получить реальный эффект в виде сохранения уровня доходности вложений при уменьшении рисков потерь инвестиций и доходов.

Инвестиционные паи являются публичными ценными бумагами, они доступны для неограниченного числа инвесторов и могут обращаться на биржах. Природа инвестиционных паев весьма близка к экономической природе акций и облигаций с точки зрения оборотоспособности указанных ценных бумаг и публичности. Указанные свойства ценных бумаг инвестиционных фондов отражают объективные экономические потребности привлечения в ЗПИФН средств массы инвесторов.

Развитие ЗПИФН может способствовать решению следующих проблем социально-экономического развития страны.

1. Размещение сбережений населения с позитивной доходностью при умеренных рисках. Цифры Госкомстата России свидетельствуют о внешне благополучной ситуации в сфере сбережений. По словам руководителя Минэкономразвития России Грефа Г.О., в России «едва ли не самый высокий в мире уровень сбережений» [61].

Влияние фондового рынка на сбережения населения практически незаметно. На протяжении последних 10 лет склонность населения к сбережениям в ценных бумагах не превышает 1,0-1,2%; при этом после 1998 г. имеет место тенденция снижения его склонности к сбережениям в форме ценных бумаг с 1,1% в 1998 г. до 0,8%. Данная ситуация обусловлена низким уровнем развития финансового посредничества и недоверием к нему населения.

Повышение склонности к сбережениям в рублевых банковских депозитах в последние несколько лет в большей мере обусловлено внешними факторами (ослаблением позиций доллара, низкими учетными ставками заемных ресурсов на западных рынках и высокими ценами на сырьевые ресурсы на внешних рынках), чем позитивными сдвигами в банковской системе. В этих условиях именно паевые инвестиционные фонды вообще и ЗПИФН в частности могут стать «золотым звеном» в цепи институтов финансовой системы, позволяющим перейти к позитивной реальной ставке доходности для сбережений населения. Они являются наиболее простой, наименее рискованной и экономически эффективной формой вложений домохозяйств в ценные бумаги.

2. Трансформация сбережений в инвестиции в экономику. ЗПИФН преобразуют инвестиции в форму, которая удобна для заемщиков с точки зрения размера капитала, его стоимости и сроков использования. Они способны обеспечивать высокий уровень концентрации капитала, объединяя средства мелких инвесторов. ЗПИФН делают доступными для инвестиций средства значительного количества мелких инвесторов, позволяя в итоге уменьшать стоимость заимствования и удлинять сроки использования заемных ресурсов по сравнению с банковскими кредитами. Аккумулируя значительные ресурсы и инвестируя в недвижимость, ЗПИФН становятся действенным рычагом перераспределения инвестиций между организациями и отраслями экономики. В этих условиях достоинства ЗПИФН как одной из форм финансового посредничества

делают эту форму весьма привлекательной для аккумуляции долгосрочных сбережений граждан и организаций с целью их трансформации на рыночных условиях в инвестиции.

3. Создание конкурентной среды для развития банковского сектора. Отрицательные значения ставок реальной доходности банковских депозитов связаны с недостатками банковской системы. К ним можно отнести: низкий уровень капитализации российских банков, который не позволяет в полной мере использовать эффект масштаба для повышения эффективности банковских операций; распространенная практика предоставления нерыночных кредитов корпоративным клиентам по заниженным ставкам; неэффективное управление банками и другие факторы.

Ускоренное развитие ЗПИФН позволило бы не только предоставить населению альтернативную банковским депозитам инвестиционную возможность, но и оказало бы позитивное влияние на развитие самой банковской системы за счет фактора конкуренции между различными элементами финансовой системы. По мнению экспертов Всемирного банка Д. Каприо и П. Хонохана, «...развитие различных сегментов финансовой системы стимулирует другие сегменты к осуществлению нововведений, повышению качества и эффективности, к снижению цен» [147].

4. Установление партнерских отношений между бизнесом и обществом. Развитие паевых инвестиционных фондов вообще и ЗПИФН в частности, позволяющих трансформировать сбережения граждан в инвестиции, может помочь формированию института социального партнерства в российском обществе, когда доля доходов значительной части граждан, владеющих ценными бумагами паевых инвестиционных фондов, будет увязана с экономическими результатами и ростом капитализации крупнейших российских компаний. За последнее столетие в странах с развитой экономикой устойчиво растет доля населения, владеющего акциями компаний и ценными бумагами паевых инвестиционных фондов. Укрепление социального партнерства в обществе с помощью ЗПИФН достигается посредством установления прямой зависимости между доходностью сбережений основной массы домохозяйств и результатами функционирования экономики в целом, выраженными в экономическом росте, повышении доходности компаний, уровня корпоративного управления и регулирования фондовым рынком.

В рамках настоящего исследования под коллективным инвестированием жилищного строительства понимается организация

инвестиционного процесса, при которой профессиональный управляющий в лице управляющей компании аккумулирует активы мелких инвесторов с целью последующего инвестирования строительства жилья. Из понятия коллективного инвестирования жилищного строительства проистекает понятие системы коллективных инвестиций в жилищное строительство. Система коллективных инвестиций в жилищное строительство – система экономических отношений между управляющей компанией закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости, его пайщиками и третьими лицами в рамках коллективного инвестирования, предметом которых являются финансирование строительство жилья. Взаимодействие субъектов внутренней и внешней среды системы коллективных инвестиций в жилищное строительство представлено на рисунке 2. При этом субъекты внешней среды осуществляют регулирование, контроль, надзор за деятельностью управляющей компании ЗПИФН.

С точки зрения операционной деятельности коллективное инвестирование имеют ряд характерных отличительных черт:

- лица, предоставляющие свои денежные средства финансовому посреднику (управляющему), сами несут риски, связанные с инвестированием;

- управляющий объединяет средства многих лиц (как физических, так и юридических), обезличивая отдельные взносы в едином денежном пуле и усредняя тем самым указанные риски для участников коллективной инвестиционной схемы;

- в отличие от ряда традиционных форм инвестирования (банки, страховые компании, индивидуальные пенсионные счета и др.) схемы коллективного инвестирования не предполагают обещания заранее оговоренных фиксированных выплат;

- инвестор, участвующий в коллективных инвестиционных схемах, осведомлен о направлениях инвестирования собранных средств и имеет в связи с этим возможность выбрать ту схему (форму) инвестирования, которая в наибольшей степени соответствует его инвестиционным предпочтениям.

Именно коллективные инвесторы призваны стать ключевыми финансовыми посредниками: с одной стороны – выполнять задачи консолидации средств мелких инвесторов, обеспечения профессионального управления инвестициями, диверсификации риска, а с другой стороны – обеспечивать финансирование

предприятий строительной отрасли, позволяя широким массам инвесторов владеть ценными бумагами не напрямую, а опосредованно. Интерес населения к коллективному инвестированию жилищного строительства в среднесрочной перспективе будет расти в зависимости от следующих факторов:

- тенденция к макроэкономической стабилизации и низким темпам инфляционных процессов;

- проведение Центральным банком РФ политики «плавного и предсказуемого обменного курса рубля»;

- общее снижение банковских процентных ставок;

- несовершенство механизмов прямого инвестирования, влекущее непомерно высокие затраты на его осуществление.

Таким образом, ЗПИФН обеспечивают привлечение средств множества инвесторов, их объединение и вложение на диверсифицированной основе в недвижимость и иные разрешенные объекты.

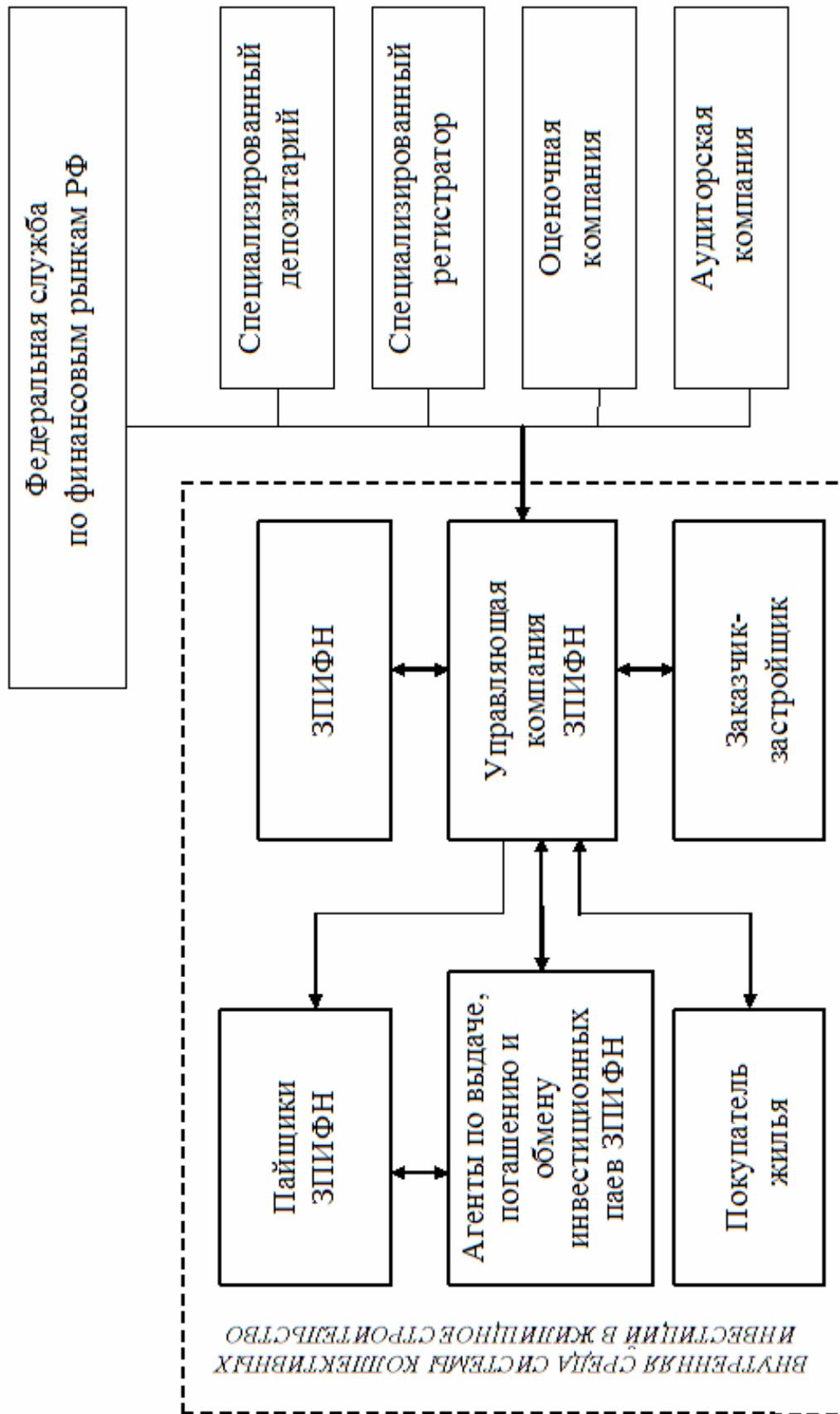


Рисунок 2. Взаимодействие субъектов внутренней и внешней среды системы коллективных инвестиций в жилищное строительство

## 1.2. Отечественный опыт инвестиционной деятельности в сфере жилищного строительства

Особое место на финансовом рынке занимают инвестиции в недвижимость и, прежде всего, в строительство и покупку жилья. Современный российский рынок жилья представляет собой систему экономических отношений между заказчиком, подрядчиками, государством, инвесторами, поставщиками и кредитными учреждениями в области непосредственного производства жилища, его распределения, обмена и потребления с использованием основных факторов производства: земли, труда, капитала и предпринимательской деятельности [98].

При этом к числу предприятий строительного комплекса, как субъектов первичного рынка недвижимости, следует относить заказчика, застройщика, подрядчика, проектировщика. На рынке жилья в статусе пользователей капитальных вложений выступают потребители. Кредиторы, как субъекты финансового рынка обеспечивают потребителей заемными средствами для приобретения жилья. Инвесторы производят финансирование предприятий строительной отрасли.

Схема, представляющая взаимодействия субъектов жилищного строительства (см. рисунок 3), включает следующие рынки:

- первичный рынок недвижимости;
- рынок жилья;
- финансовый рынок.

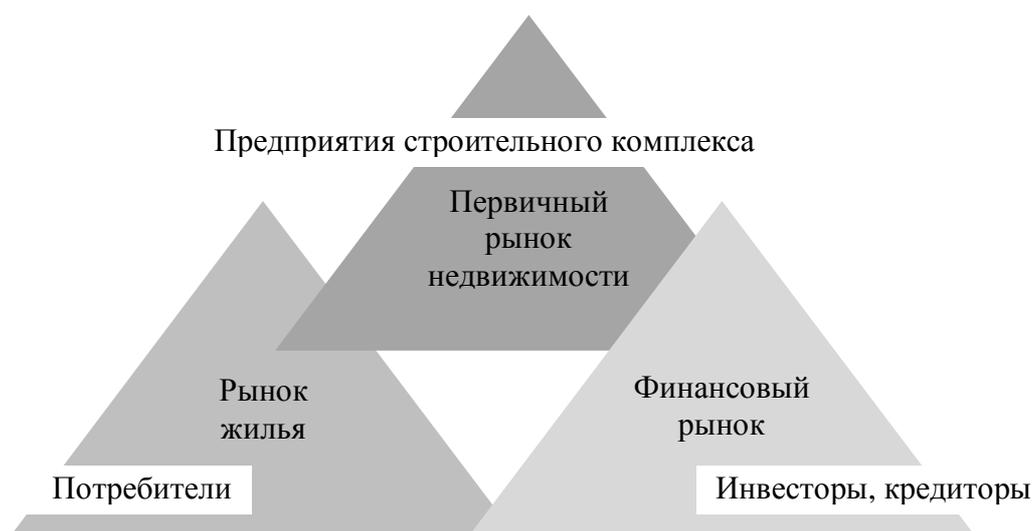


Рисунок 3. Общая схема взаимодействия субъектов жилищного строительства

В России в предреформенный период вопрос обеспечения населения жильем за незначительным исключением являлся прерогативой государства. Система финансирования жилищного строительства заключалась в централизованном распределении бюджетных средств для строительства государственного жилья и его безвозмездном распределении среди граждан, состоявших на учете по улучшению жилищных условий.

Однако существовали в Советской России и другие варианты обеспечения граждан жильем:

– получение государственных субсидий на индивидуальное жилищное строительство (в городах – только до 1961 г., когда индивидуальное строительство в городах с населением свыше 100 тыс. жителей было запрещено);

– участие в долевом строительстве через систему жилищно-строительных кооперативов (после 1958 г.).

Централизация системы финансирования жилищного строительства в условиях острой жилищной проблемы дала свои результаты: объем ввода нового жилья постоянно увеличивался, «очередь» на улучшение жилищных условий постоянно «двигалась». Однако обратной стороной медали централизованного финансирования жилищного строительства явилось естественное стремление к удешевлению строительства за счет его индустриализации, через создание крупных домостроительных комбинатов; унификации возводимых зданий, их обезличивания и отказа от архитектурных излишеств. Гонка за объемами вела к постоянному ухудшению качества строительных работ, результаты чего сказываются сейчас, когда катастрофическими темпами прирастает ветхий и аварийный жилищный фонд, возведенный в период массовой застройки 1950-1970 гг.

Альтернативой длительному ожиданию наступления своей очереди на получение квартиры от государства было участие в жилищно-строительной кооперации. На фоне жесткой централизации жилищно-строительные кооперативы (ЖСК) были единственным отблеском рыночных отношений в жилищном секторе Советской России. Кооперативы появились в 1958 г. после выхода Постановления Совета Министров о целесообразности создания ЖСК в целях ускорения темпов строительства жилья. Условия деятельности кооперативов были просты и понятны большей части населения страны. Вступив в члены ЖСК, можно было гораздо

быстрее получить жилье, чем дожидаться предоставления бесплатного жилья, так как очередь на вступление в ЖСК была короче.

Условия кредитования кооперативом своих членов были чрезвычайно выгодны: ставка процента по кредиту была низкой и фиксированной (от 0,5% до 2,0% в год), сроки кредитования – длительными (10-25 лет), предельная доля кредита – значительной (60-80% от стоимости жилья). Дом, построенный кооперативом, считался его собственностью, а его эксплуатация осуществлялась за счет пайщиков. К началу 1990-х гг. жилищно-строительные кооперативы составляли около 4% жилищного фонда [59].

Очевидно, что льготные условия кредитования ЖСК – это не что иное, как форма государственной поддержки данного способа финансирования жилищного строительства: 2% годовых, которые взимались до 1991 г., были ниже банковской ставки по вкладам сроком до одного года и только на 1% выше официального уровня инфляции. Уже к 1990 г. реальные процентные ставки по кредитам были отрицательными, и в дальнейшем разрыв только увеличивался.

В годы перестройки те ЖСК, в которых строительство не было завершено, сильно пострадали. Причиной послужил резкий скачок инфляции и рост цен на строительные работы. С большим трудом и только спустя годы государству удалось разрешить эту проблему, регулярно отвлекая часть бюджетных средств на достройку домов ЖСК. В 1990-х гг. кооперативное строительство претерпело спад.

Участие в ЖСК ассоциировалось у населения с финансовыми пирамидами, от деятельности которых пострадали многие. Поэтому движение жилищной кооперации, столь популярное в советские годы, в 1990-х практически сошло на нет. Первые кооперативы новой формации стали появляться только после 2000 г.

С ликвидацией плановой централизованной системы управления развитием народного хозяйства прежние организационные формы управления в строительстве исчезли. Исчезла и дореформенная система финансирования капитальных вложений, что явилось результатом принципиальных преобразований как в политической, так и в экономической системах России. В результате этих преобразований изменился состав и структура источников финансирования жилищного строительства.

В настоящее время существует множество источников капитальных вложений. В их число входят и средства федерального бюджета, все многообразие региональных и муниципальных

бюджетов, корпоративные и частные собственники, банковские и другие финансовые структуры, заинтересованные в получении прибыли, а также структуры, представляющие интересы зарубежного капитала.

Различные авторы [35], [55], [41], [43], [54], [83] предлагают всевозможные классификации источников финансирования жилищного строительства. На основе изученного материала, на наш взгляд, достаточно логичной является классификация, представленная Катаевым С.В. и отраженная на рисунке 4.

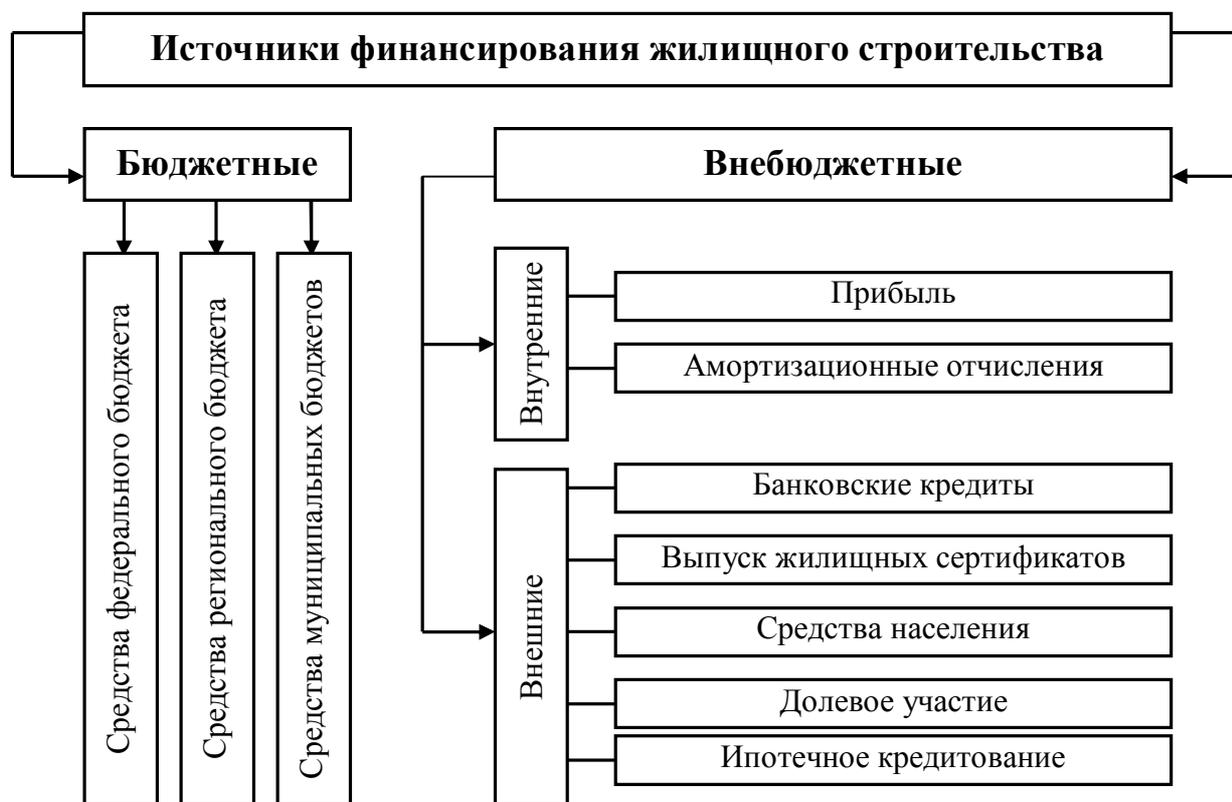


Рисунок 4. Источники финансирования жилищного строительства

В настоящее время бюджетный метод финансирования инвестиций подразделяется на:

- финансирование на безвозвратной основе (как правило, эти средства выделяются из федерального бюджета);
- возвратное финансирование на льготной основе (сроки возврата бюджетных средств составляют от двух до шести лет с учетом индекса инфляции);

– целевое долгосрочное кредитование (ссуды выдаются предприятиям-застройщикам при наличии государственной экспертизы на срок до шести лет с их погашением после ввода в эксплуатацию).

Основным недостатком бюджетного финансирования является постоянный дефицит средств в бюджете и сегодня данный метод финансирования может рассматриваться только как средство адресной поддержки малообеспеченных слоев населения. В то же время централизованные бюджетные вливания могут служить средством налаживания самого процесса жилищного строительства, пока в полной мере не оказались задействованы другие источники финансирования.

Из федерального бюджета выделяются средства на строительство жилья для военнослужащих, лиц, выезжающих из районов Крайнего Севера и приравненных к ним местностей. Из местных бюджетов средства выделяются на строительство домов социального жилищного фонда для очередников бюджетных организаций. Государство принимает различные программы обеспечения жильем определенных категорий граждан; к сожалению, ни одна из принятых программ в полной мере не была выполнена.

Для расширения видов и источников финансирования рынка недвижимости происходит поиск таких форм взаимодействия государства с инвесторами, которые позволяют увеличить их капиталовложения в недвижимость.

Рассмотрим внебюджетные внутренние источники финансирования строительства. Чистое самофинансирование – это та часть прибыли предприятия, которая не поступает акционерам или учредителям (в фонд потребления), а отчисляется в резерв (фонд накопления). Реинвестирование прибыли – более приемлемая и относительно дешевая форма финансирования предприятия, расширяющего свою деятельность. Оно позволяет избежать дополнительных расходов, которые будут иметь место при выпуске новых акций. Другим существенным преимуществом является сохранение сложившейся системы контроля за деятельностью предприятия. Предприятиям, направляющим прибыль на инвестиции, предоставляются налоговые льготы.

Несмотря на ряд преимуществ, как правило, чистое самофинансирование в общей структуре валового самофинансирования занимает сравнительно малую долю. Структура

зависит от объема получаемой прибыли. Большинство предприятий с невысокими прибылями не способны использовать всю гамму имеющихся возможностей в этой области, в результате чего их чистое самофинансирование практически равно нулю. Предприятия на цели финансирования капитальных вложений направляют все более незначительную часть прибыли. Перспективный анализ не позволяет прогнозировать увеличение массы прибыли, направляемой на финансирование капвложений из этого источника.

Такой вывод обусловлен следующими обстоятельствами:

– тем, что строительство, в том числе строительство жилья, занимает достаточно длительный промежуток времени, то есть существует достаточно большой разрыв во времени между инвестированием и получением прибыли;

– вынужденными приоритетами в направлении прибыли на внеинвестиционные цели, когда основная масса после уплаты налогов направляется на прирост оборотных средств и поддержание социальной инфраструктуры, а также – в фонд потребления.

Амортизационные отчисления на полное восстановление основных средств составляют основу для инвестиций в основной капитал. Размеры амортизационных отчислений устанавливаются в процентах к балансовой стоимости основных средств и называются нормами амортизационных отчислений. Такой подход не всеми признается правильным: многие авторы считают, что цель амортизационных отчислений состоит в своевременной замене станка, с тем, чтобы количество и качество его работы не менялось. Цена восстановления (замещения) может быть выше цены покупки (первоначальной стоимости) станка, то есть амортизационные отчисления следует рассчитывать не на базе цены покупки (первоначальной стоимости), а именно на основе цены замещения. Кроме того, срок службы станка может быть резко сокращен вследствие физического, а морального износа, что заметно сокращает амортизационный период.

В действительности величина амортизационных отчислений устанавливается в законодательном порядке. Предприятие не может следовать в амортизационной практике тем или иным теоретическим концепциям, а должно придерживаться действующего налогового законодательства. Практически амортизационные отчисления исчисляются исходя из закупочной стоимости оборудования. Сумма

амортизационных отчислений подлежит вычету из налогооблагаемой прибыли.

Возможности использования амортизационных отчислений как источника долговременного финансирования в настоящее время в России используются далеко не полностью, в силу нижеследующих причин.

Во-первых, проводившиеся в прошлом переоценки не могли в полной мере восполнить обесценение инвестиционных ресурсов предприятий, что приводило к снижению доли амортизационных отчислений в финансировании капитальных вложений. Большая доля амортизации собственно для инвестиционных нужд предприятий остается невостребованной. Остальная амортизация идет на пополнение оборотного капитала, являясь большим подспорьем для производителей, зажатых в тиски хронического дефицита платежных средств. Не исключено, что во многом благодаря именно этому в последнее время предприятиям удается удерживать производство от дальнейшего сокращения.

Во-вторых, малое использование амортизации на инвестиции можно объяснить тем, что сравнительная (дисконтированная) прибыльность капитальных вложений в реальный сектор экономики в подавляющем большинстве оказывается отрицательной величиной. Контроль использования амортизации в России отсутствует. Попытки жестко контролировать амортизацию предпринимались в Российской Федерации неоднократно. В коридорах власти за годы реформ рождалось много идей, как заставить работать амортизацию на инвестиции – от контроля коммерческих банков и налоговых служб до зачисления амортизации на специальные счета. Однако все они в конечном счете так и остались на бумаге. В условиях хронического дефицита оборотных средств и отсутствия предпосылок для эффективных инвестиций осуществление таких проектов принесет только вред.

Рассмотрим внебюджетные внешние источники финансирования строительства жилья. В настоящее время государство практически перестало строить бесплатное жилье даже для социально защищенных слоев населения.

Резкое сокращение государственных капитальных вложений в жилищное строительство и кризис в сфере ведомственного строительства жилья привели к тому, что муниципальные власти (а вслед за ними и предприятия) уже на ранних этапах развития

жилищного рынка стали привлекать средства частных инвесторов по схеме долевого участия.

Схема долевого участия строительства многоквартирных домов вышла на первый план в середине-конце 1990-х гг. По состоянию на 2005 г. до 84% объемов жилого фонда, вводимого в эксплуатацию, было возведено по схеме участия в строительстве [114], выделены следующие источники инвестирования строительства (см. рисунок 5).

Существует ряд подходов к выделению фаз (периодов) в процессе жизненного цикла инвестиционно-строительного проекта. Уместно привести один из них [144], определяющий видоизменение состояния проекта на три фазы: концептуальную, реализации проекта, эксплуатации. С принятием Федерального закона РФ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов»<sup>7</sup> определяющее значение приобрел период получения разрешения на строительство, как необходимого документа для начала привлечения денежных средств участников долевого строительства. Возможно, преобразовать приведенный выше подход и выделить следующие периоды в процессе жизненного цикла инвестиционного проекта по строительству жилья:

- предьинвестиционный период строительства жилья;
- инвестиционный период строительства жилья;
- период эксплуатации.

При этом в авторском подходе монографии под этими понятиями понимается следующее.

Предьинвестиционный период строительства жилья – этап, предшествующий получению заказчиком-застройщиком разрешения на строительство.

Инвестиционный период строительства жилья – этап, следующий за получением заказчиком-застройщиком разрешения на строительство.

Период эксплуатации – этап, который следует за сдачей объекта в эксплуатацию и включает процесс поддержания объекта в нормальном состоянии в соответствии с эксплуатационными параметрами.

---

<sup>7</sup> Федеральный закон РФ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» от 30.12.2004 г. № 214-ФЗ, ст. 3

В соответствии с приведенным подходом произведено отнесение источников поступления инвестиционных ресурсов в ходе реализации инвестиционно-строительного проекта (см. рисунок 5).



Рисунок 5. Источники инвестиций в жилищном строительстве

Определяющее значение в вопросе поступления инвестиционных средств из тех или иных источников на предынвестиционном и инвестиционном периоде строительства жилья обусловлено тем, что в ходе первого заказчику-застройщику надлежит получить пакет разрешительных документов, согласование которых находится в компетенции значительного числа чиновников разного уровня, которые в большинстве случаев в рамках своих должностных полномочий склонны к манипулированию заказчиком-застройщиком и явно или завуалировано стимулируют его к мздоимству.

Опрос 45 крупнейших строительных компаний показал [114], что наибольшим препятствием роста объемов строительства жилья являются трудности, связанные с получением необходимых согласований и разрешений на осуществление строительства. Данное обстоятельство обуславливает то, что в течение предынвестиционного периода строительства жилья формируется значительный объем издержек, который составляет себестоимость

возводимого объекта и достигает в отдельных случаях доли в 15-20% и более. Посему, как было отмечено выше, большая часть вводимого жилья строится по схеме долевого участия и для финансирования проекта в течение данного периода заказчики-застройщики вынуждены изыскивать средства из внутренних резервов, либо прибегать к внешним заимствованиям, что неминуемо приводит к росту себестоимости жилья (см. рисунок 6).

В связи с этим оправданным представляется подход рассмотрения источников инвестиций на предьинвестиционном периоде строительства жилья как наиболее привлекательной формы сотрудничества заказчика-застройщика с инвесторами.

Ввиду низкого уровня прозрачности сферы жилищного строительства, инвестирование на предьинвестиционном периоде строительства жилья сопряжено с рисками нерыночного характера. В этом отношении значительный интерес представляют данные обнародованного РЕЦЭП исследования ученых Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов под руководством члена-корреспондента РАН И. Елисеевой [60].

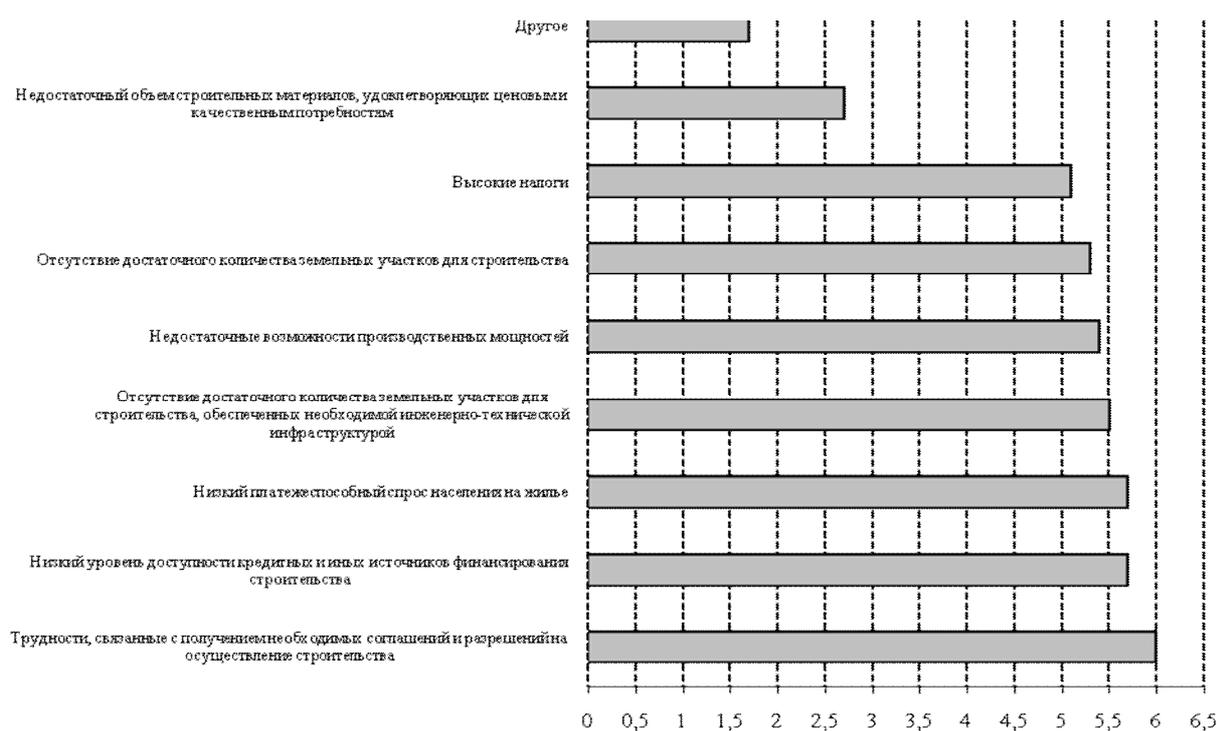


Рисунок 6. Статистика ответов представителей 45 крупнейших строительных компаний

На вопрос «Каковы, на Ваш взгляд, основные препятствия для увеличения Вашей компанией объемов строительства жилья?» («9» обозначает наивысший приоритет, «8» – следующий по значению и т.д.)

Для исследования теневой экономики в строительной отрасли в качестве экспертов-респондентов были выбраны работники санкт-петербургских налоговых служб, финансовых подразделений и бухгалтеры предприятий. Были определены показатели теневой экономической деятельности в строительстве (в %, в среднем по отрасли): искажение фонда оплаты труда – 67,4%; сокрытие налогов – 46,7%; неучтенная прибыль – 28,6%; неучтенная валовая добавленная стоимость – 44,2%. Распространенность неучтенных операций в строительстве в общем объеме по этапам представлена в таблице 1.

Таблица 1. Распространенность неучтенных операций в строительстве

<b>Стадии технологического процесса</b>	<b>В % к общему объему операций по каждому этапу</b>
Поставка материалов	36,8
Строительно-монтажные работы	50,7
Реализация строительной продукции и услуг	35,7

Инвестирование за счет банковских кредитов в большинстве своем сопровождается отсутствием возможности контроля целевого использования средств в ходе реализации инвестиционно-строительных проектов. Это предопределяет низкий уровень привлекательности участия данных субъектов в инвестиционном процессе. Следствием чего является относительно более высокая стоимость заимствований на менее продолжительные сроки. Поэтому инвестирование за счет данных субъектов имеет место в условиях их участия в капитале заказчика-застройщика или иных неформальных связей между заемщиком и кредитором.

Низкий уровень привлекательности предприятий строительной отрасли в качестве заемщиков определяется рядом внутренних

проблем самих предприятий, к числу которых относятся следующие [53]:

– отсутствие эффективной стратегии развития предприятия и структурированной системы планов. Зачастую поведение заказчиков-застройщиков носит хаотичный характер: приобретение участков земли под застройку не сопровождается тщательной инвестиционной экспертизой проекта, что влечет убыточность проектов и высокий риск банкротства компании вследствие операционного разрыва ликвидности;

– неэффективная организационная структура предприятия. Как наследие плановой экономики, консерватизм прежнего топ-менеджмента зачастую не позволяет оперативно реагировать на динамические воздействия внешней среды, реорганизовать структуру, сокращать издержки, повышая тем самым конкурентоспособность. Однако и в молодых строительных компаниях могут наблюдаться неэффективные структурные образования, что вызывается малым опытом или низким уровнем профессионализма менеджмента;

– неупорядоченная (бессистемная) учетная политика. Хаотическое осуществление учета затрат, отсутствие эффективной информационной базы снижают возможности и адекватность планирования, делают невозможным полноценный экономический анализ.

Помимо этого, для самих строительных компаний банковское кредитование не является достаточно эффективным источником финансирования жилищного строительства. С момента принятия решения о начале строительства до начала производства строительно-монтажных работ проходит 1-2 года. В течение этого периода производится подготовка пакета соответствующей документации – проектной, разрешительной, получение земельного участка под строительство. Эти мероприятия формируют значительную часть затрат, источником финансирования которых являются кредитные ресурсы банка. И ввиду отсутствия поступлений в виде оплаты покупателями жилья, данные издержки будут покрыты через относительно большой срок [102].

Согласно ст. 110 Жилищного кодекса РФ<sup>8</sup>, жилищно-строительный кооператив (ЖСК) есть добровольное объединение граждан и (или) юридических лиц на основе членства в целях

<sup>8</sup> Федеральный закон РФ «Жилищный кодекс Российской Федерации» от 29.12.2004 г. № 188-ФЗ

удовлетворения потребностей граждан в жилье, а также управления жилыми и нежилыми помещениями в кооперативном доме. ЖСК как источник инвестирования располагает средствами своих членов, за счет которых вправе осуществлять инвестирование строительства.

Гражданину или юридическому лицу, принятым в члены жилищного кооператива, на основании решения общего собрания членов жилищного кооператива (конференции) предоставляется жилое помещение в домах жилищного кооператива в соответствии с размером внесенного паевого взноса.

Для приобретения в собственность жилья член ЖСК должен:

– накопить паевой взнос. Пайщик ЖСК в соответствии с Индивидуальным графиком накопления паевого взноса ежемесячно (до последнего числа каждого месяца) выплачивает текущий паевой взнос;

– выбрать конкретное жилье. Исходя из заявленной пайщиком при вступлении в ЖСК стоимости жилья, он с помощью уполномоченной риэлтерской компании выбирает для себя жилье;

– вселиться в жилье. После приобретения жилья в собственность ЖСК пайщик заключает с ЖСК договор безвозмездного пользования (ссуды) приобретенным жилым помещением и подписывает Индивидуальный график рассрочки выплаты пая, содержащий сведения о выплаченной части паевого взноса, условиях рассрочки и оплаты членских взносов. Член ЖСК получает возможность вселиться в жилье и прописаться туда вместе с членами семьи. С момента вселения пайщик оплачивает коммунальные и иные платежи, связанные с эксплуатацией жилья;

– оплатить жилье полностью. Член ЖСК своевременно в соответствии с Индивидуальным графиком рассрочки выплаты пая или досрочно вносит ежемесячные паевые и членские платежи.

Как только пайщик полностью выплатил свой паевой взнос, а также оплатил положенные членские взносы, он в соответствии с п. 4 ст. 218 Гражданского кодекса РФ<sup>9</sup> становится собственником жилья и ему выдается справка ЖСК о полной выплате пая. Эта справка является основанием для регистрации права собственности пайщика в городском бюро регистрации (территориальном органе Федеральной регистрационной службы – Росрегистрации). С этого момента член ЖСК, как собственник жилья, может из него выйти.

---

<sup>9</sup> Федеральный закон РФ «Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая» от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ

Следует заключить, что ЖСК – это кооператив одного дома. Пайщики ЖСК могут объединить свои взносы только на строительство конкретного объекта недвижимости. Таким образом, ЖСК следует рассматривать в качестве инвестора жилищного строительства в рамках возведения конкретного многоквартирного дома, что значительно ограничивает сферу применения данного источника инвестирования в рамках реализации инвестиционно-строительных проектов по комплексной застройке.

Заказчик-застройщик, как и любой субъект экономических отношений, решением, утверждаемым высшим органом управления<sup>10</sup>, вправе выступать в качестве эмитента долговых ценных бумаг – облигаций.

При этом минимальный объем размещения облигационного займа должен быть рыночным (привлекательным для инвесторов), то есть достаточным для создания активного вторичного рынка, и составлять не менее 0,5-1,0 млрд. руб. Это обусловлено тем, что, как правило, стоимость услуг организатора размещения займа является постоянной величиной, и чем меньше объем займа, тем большую долю от него составляет стоимость услуг организатора. Несмотря на то, что организаторы готовы провести размещение займа объемом и 50 млн. руб., итоговая стоимость этих средств может оказаться выше ставки по кредиту на такую же сумму [128].

Таким образом, данный источник финансирования строительства жилья может рассматриваться как доступный лишь ограниченному кругу крупных компаний, которые имеют достаточную кредитную историю и способными обеспечить заемщиков гарантиями по возврату привлеченных средств.

Закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости как источник инвестиций в жилищном строительстве подробно рассмотрен в параграфе 1.3.

---

<sup>10</sup> Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ

### **1.3. Нормативно-методическое обеспечение коллективного инвестирования жилищного строительства**

Рассмотрение нормативно-методического обеспечения коллективного инвестирования жилищного строительства, по нашему мнению, необходимо начать с анализа правовых основ инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений.

Правовые и экономические основы инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, на территории Российской Федерации определены Федеральным законом «Об инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений»<sup>11</sup>. Этим же законом устанавливаются гарантии равной защиты прав, интересов и имущества субъектов инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений. Под капитальными вложениями согласно ст. 1 вышеозначенного Федерального закона понимаются инвестиции в основной капитал (основные средства). Здесь наибольший интерес представляет жилищное строительство – сфера материализации трудовых, финансовых и других ресурсов в создании объектов жизнеобеспечения людей как главного социального фактора развития общества.

Отвечая на вопрос, является ли жилищное строительство инвестиционной деятельностью, и какую роль в этом процессе играет покупатель жилья необходимо привести определения инвестиционной деятельности и инвестиций, приводимое ст. 1 Федерального закона «Об инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений»:

инвестиционная деятельность – вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта;

инвестиции – денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

---

<sup>11</sup> Федеральный закон РФ «Об инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ

Согласно приведенным определениям, наличие в качестве одной из целей вложения инвестиций – получение прибыли – позволяет отнести жилищное строительство к инвестиционной деятельности. Вторая цель вложения инвестиций, выражающаяся достижением «иного полезного эффекта»<sup>12</sup> позволяет считать покупателя жилья инвестором. Помимо этого п. 1.2 Положения по бухгалтерскому учету долгосрочных инвестиций<sup>13</sup> устанавливается связь долгосрочных инвестиций с осуществлением капитального строительства в форме нового строительства, а также реконструкции, расширения и технического перевооружения не только действующих предприятий, но и объектов непромышленной сферы.

Таким образом, представленные доводы позволяют обозначить принадлежность как жилищного строительства к инвестициям, так и покупателей жилья к инвесторам. При этом инвесторами будут являться не только «промежуточные» собственники, но и «конечные» покупатели – пользователи. И устойчивое взаимодействие всех субъектов инвестиционной деятельности будет предопределяться именно наличием платежеспособного спроса на жилье со стороны конечных покупателей – пользователей. В связи с чем одним из направлений работы становится поиск таких схем финансирования жилищного строительства, которые бы позволили расширить круг конечных покупателей-пользователей.

Согласно федеральному законодательству [33], в жилищном строительстве основными участниками инвестиционного процесса следует признать следующих субъектов экономических отношений: инвестор, заказчик, застройщик, подрядчик, проектировщик, пользователи объектов капитальных вложений.

Представляется необходимым привести подход определений участников инвестиционной деятельности, как субъектов сферы жилищного строительства.

Инвестором является субъект инвестиционной деятельности, который осуществляет из собственных или заемных средств финансирование строительства жилья и имеет юридические права на полное распоряжение результатами инвестиций, то есть собственно жильем. В сферу деятельности инвестора входит:

- определение области приложения инвестиций;

<sup>12</sup> В частности, «иной полезный эффект» для покупателя может выражаться через удовлетворение требований, предъявляемых к стандартам качества в разрезе уровней комфортности жилья.

<sup>13</sup> Положение по бухгалтерскому учету долгосрочных инвестиций. Утверждено письмом Минфина РФ от 30.12.1993 г.

- разработка условий контрактов на строительство объектов;
- выбор проектировщиков, подрядчиков и поставщиков;
- осуществление финансово-кредитных отношений с участниками инвестиционного процесса.

Инвестор может выступать в роли заказчика, застройщика, пользователя объекта строительства, выполнять функции застройщика.

Заказчик – это юридическое или физическое лицо, принявшего на себя функции организатора и управляющего по строительству объекта, начиная от разработки технико-экономического обоснования и заканчивая сдачей объекта в эксплуатацию.

Градостроительный кодекс РФ<sup>14</sup> определяет понятие застройщик как физическое или юридическое лицо, обеспечивающее на принадлежащем ему земельном участке строительство, реконструкцию, капитальный ремонт объектов капитального строительства, а также выполнение инженерных изысканий, подготовку проектной документации для их строительства, реконструкции, капитального ремонта.

Подрядчик (генеральный подрядчик) – это строительная организация, осуществляющая по договору подряда (контракту) строительство объекта. Подрядчик в случае привлечения для выполнения отдельных видов работ субподрядные строительные, монтажные специализированные организации приобретает статус генерального подрядчика. При этом привлечение субподрядных организаций производится по согласованию с заказчиком, и ответственность за качество и сроки выполнения субподрядными организациями соответствующих работ перед заказчиком несет генеральный подрядчик.

Проектировщик (генеральный проектировщик) – это проектная или проектно-изыскательская и научно-исследовательская организация, разрабатывающая по договору (контракту) с заказчиком проекта объект строительства.

Пользователями объектов жилищного строительства являются граждане, приобретшие последние за счет собственных или заемных средств. На текущий момент наблюдается низкий уровень прозрачности строительного рынка России вообще и жилищного строительства в частности, что во многом вызвано значительными административными барьерами в сфере выделения участков под

<sup>14</sup> Федеральный закон РФ «Градостроительный кодекс Российской Федерации» от 29.12.2004 г. № 190-ФЗ

застройку, получения разрешительной документации на строительство, общей коррумпированностью чиновников. Таким образом, предприятия строительного комплекса вынуждены функционировать в условиях, характеризующихся отсутствием рыночных механизмов регулирования рынка жилищного строительства. Данное обстоятельство адекватно определяет предпосылки к концентрации функций субъектов жилищного строительства в сфере деятельности одного экономического агента.

На рисунке 7 приведена схема, отражающая возможность совмещения одними субъектами жилищного строительства функций других субъектов. Весь спектр функций, выполняемых субъектами жилищного строительства от обеспечения инвестирования до непосредственно ведения строительства жилья, может быть сконцентрирован у генерального подрядчика (подрядчика).

Вместе с тем российская деловая практика активно использует конструкцию заказчик-застройщик, определение которого не содержится ни в Гражданском кодексе РФ, ни в других законодательных актах. Поэтому представляется необходимым привести авторскую позицию относительно определения понятия заказчик-застройщик, как субъекта инвестиционной деятельности в сфере жилищного строительства.

ФУНКЦИИ ИНВЕСТОРА	ФУНКЦИИ ЗАКАЗЧИКА	ФУНКЦИИ ЗАСТРОЙЩИКА	ФУНКЦИИ ГЕНЕРАЛЬНОГО ПОДРЯДЧИКА
<ul style="list-style-type: none"> <li>- определение области приложения инвестиций</li> <li>- разработка условий контрактов</li> <li>- осуществление финансово-кредитных отношений и др.</li> </ul>			
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- организация и управление строительством</li> </ul>		
		<ul style="list-style-type: none"> <li>- подготовка проектно-сметной документации</li> <li>- финансирование строительства</li> <li>- материально-техническое обеспечение</li> <li>- надзор за строительством и др.</li> </ul>	
			<ul style="list-style-type: none"> <li>- производство строительного-монтажных работ своими силами или с привлечением субподрядчиков</li> </ul>

Рисунок 7. Совмещение функций субъектами жилищного строительства

В законодательстве Советской России, правопреемницей которой стала Российская Федерация, понятие заказчик-застройщик было введено Постановлением Госстроя СССР «Об утверждении положения о заказчике-застройщике»<sup>15</sup>. Согласно п. 12 вышеозначенного Положения, заказчик-застройщик является юридическим лицом, распоряжается денежными средствами, выделяемыми на финансирование капитальных вложений, а также всеми материальными ценностями, учитываемыми на балансе капитального строительства. Основные функции заказчика-застройщика также содержатся в указанном Положении. Их можно классифицировать следующим образом:

- обеспечение проектно-сметной документации;
- финансирование, учет и отчетность;
- материально-техническое обеспечение;
- освоение строительных площадок;
- надзор за строительством;
- приемка в эксплуатацию законченных строительством объектов;
- осуществление технического надзора.

Для осуществления функций заказчика-застройщика до последнего времени требовалось получение лицензии. Это предписывалось ст. 17 Федерального закона «О лицензировании отдельных видов деятельности»<sup>16</sup>, которая предусматривает, что для строительства зданий и сооружений, за исключением сооружений сезонного и вспомогательного назначения, необходимо получение лицензии. Порядок получения данной лицензии регламентирован Положением о лицензировании деятельности в области проектирования и строительства<sup>17</sup>. Указанным Положением в состав видов деятельности, подлежащих лицензированию, включено выполнение функций заказчика-застройщика.

Однако 1.07.2009 г. произошло прекращение лицензирования деятельности по строительству зданий и сооружений на основании п. 6 ст. 18 Федерального закона «О лицензировании отдельных видов деятельности». Отмена строительных лицензий стала отправным

<sup>15</sup> Постановлением Госстроя СССР «Об утверждении Положения о заказчике-застройщике (едином заказчике, дирекции строящегося предприятия) и техническом надзоре» от 2.02.1988 г. №16

<sup>16</sup> Федеральный закон РФ «О лицензировании отдельных видов деятельности» от 8.08.2001 г. № 128-ФЗ

<sup>17</sup> Положение о лицензировании деятельности по строительству зданий и сооружений I и II уровней ответственности в соответствии с государственным стандартом. Утверждено Постановлением Правительства РФ «О лицензировании деятельности в области проектирования и строительства» от 21.03.2002 г. № 174 (в ред. Постановления Правительства РФ от 3.10.2002 г. № 731)

пунктом в глобальных изменениях, касающихся строительного бизнеса в России. Еще совсем недавно готовая строительная фирма с лицензией представляла собой все, что было нужно для начала собственного дела в этом сегменте рынка. Членство в саморегулируемой организации (СРО) пришло на смену выдачи лицензий и стало обязательным шагом на пути развития бизнеса в строительной области. Именно на этом отличии нового механизма регулирования строительной деятельности и построен шаг правительства РФ, решившего очистить рынок от фирм-однодневок и мошенников, прикрывающихся фирмой готовой со строительной лицензией для отмывания денег, заработанных другими путем.

В авторской трактовке понятие заказчик-застройщик, как субъект инвестиционных отношений в области жилищного строительства, имеет следующий вид.

Заказчик–застройщик – юридическое лицо, обеспечивающее за счет собственных или заемных средств на земельном участке, принадлежащем ему на правах собственности или аренды, строительство жилья, а также выполнение инженерных изысканий и подготовку проектной документации.

Согласно Закону РСФСР «Об инвестиционной деятельности в РСФСР»<sup>18</sup>, основным правовым документом, регулирующим производственно- хозяйственные и другие взаимоотношения субъектов инвестиционной деятельности, является договор (контракт) между ними. И условия договоров (контрактов), заключенных между субъектами инвестиционной деятельности, сохраняют свою силу на весь срок их действия.

Позднее Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации» ст. 8 закрепил данные положения применительно к сфере капитальных вложений: отношения между субъектами инвестиционной деятельности осуществляются на основе договора и (или) государственного контракта, заключаемых между ними в соответствии с Гражданским кодексом Российской Федерации.

Особенностью жилищного строительства в России, как сектора рынка недвижимости, в период с середины 1990-х гг. и до настоящего времени стало применение форм финансирования инвестиционно-строительных проектов, основанных на совместном инвестировании.

---

<sup>18</sup> Закон РСФСР «Об инвестиционной деятельности в РСФСР» от 26.06.1991 г. № 1448-1

Авторский подход к описанию инвестирования жилищного строительства посредством совместного инвестирования приведен на рисунок 8.



Рисунок 8. Схема совместного инвестирования жилищного строительства

Согласно схеме, в реализации инвестиционно-строительного проекта на основе совместного инвестирования принимают участие следующие субъекты:

1) заказчик-застройщик, как организатор строительства, осуществляющий финансирование строительно-монтажных работ частично за счет собственных средств с привлечением заемных средств, а также средств соинвесторов в лице потребителей;

2) потребители, как пользователи объекта строительства, осуществляющие с заказчиком-застройщиком совместное инвестирование строительства;

3) кредитор, как заемщик заказчика-застройщика;

4) подрядчик (генеральный подрядчик), как производитель строительно-монтажных работ.

В рамках настоящей монографии под *совместным инвестированием жилищного строительства* понимается инвестирование строительства жилья, осуществляемого за счет средств физических и юридических лиц с возникновением у них права общей собственности на объект жилья.

Гражданским кодексом РФ форма договора об инвестиционной деятельности не предусмотрена. В связи с чем ввиду отсутствия четко обозначенной правовой базы, регулирующей заключение инвестиционных договоров, участники инвестиционного процесса руководствуются ст. 421 Гражданского кодекса РФ «Свобода договора», в соответствии с которой стороны могут заключать договор, как предусмотренный, так и не предусмотренный законом или иными правовыми актами. При этом условия договора определяются по усмотрению сторон или обычаями делового оборота, которые применимы к отношению сторон.

Необходимо отметить тот немаловажный факт, что отсутствие в законодательстве соответствующей регламентации обуславливает возможные риски в связи с вероятностью переквалификации соответствующих договоров. Вместе с тем отмечается отсутствие единообразной судебной практики по спорам, возникающим между участниками инвестиционной деятельности. Такого рода нерегулированность детальности субъектов капитальных вложений в гражданском законодательстве чревата различными неблагоприятными правовыми и налоговыми последствиями, поскольку изменение квалификации договора влечет изменение в системе его отражения в бухгалтерском учете и налогообложении.

В жилищном строительстве предметом инвестиционного контракта (договора), заключаемого между инвесторами, инвесторами и заказчиком-застройщиком, является реализация инвестиционного проекта по строительству конкретного многоквартирного дома. Во второй половине 1990-х гг. широкую практику получило инвестирование строительства жилья через схему долевого строительства, которая впервые была применена в 1997 г. в Санкт-Петербурге, а в дальнейшем получила распространение по всей территории России, и является сейчас доминирующей.

Отсутствие правовой базы, четко регламентирующей такого рода инвестиционную деятельность, до последнего времени (2005 г.) порождало значительные риски, которые вынужденно несли субъекты совместного инвестирования в лице физических лиц. Так, договоры граждан с организациями, привлекающими денежные средства граждан для строительства многоквартирных жилых домов, носили самые различные названия: подряда, долевого участия в строительстве, совместной деятельности, приобретения квартиры по возмездному договору, в том числе с привлечением трудового

участия гражданина-дольщика, купли-продажи квартиры с рассрочкой платежа, безвозмездной передачи квартиры в собственность, уступки требования (цессии) и другие. Отсутствие однозначной трактовки подобного рода взаимоотношений в случае возникновения взаимных притязаний сторон (организаций, аккумулирующих денежные средства граждан, и граждан) и обращения к судебному разбирательству выявляло тот факт, что наряду с договорами, применение которых допускается законом и правовыми актами, широкое распространение имели договорные отношения, не регламентированные вообще как-либо.

Ввиду объективных обстоятельств – отсутствие лицензии, отсутствие опыта и навыков управления строительством – инвесторы прибегают к услугам заказчика-застройщика. Договоры между инвестором и заказчиком-застройщиком можно классифицировать в зависимости от того, принимает ли на себя заказчик-застройщик функции генерального подрядчика.

В первом случае заказчик-застройщик является стороной договора строительного подряда, во втором – нет. Являясь стороной договора строительного подряда, заказчик-застройщик самостоятельно распоряжается средствами, предоставленными ему инвестором, контролирует и обеспечивает строительный процесс. В случае, когда заказчик-застройщик является генеральным подрядчиком, инвестор вправе требовать передачу объекта, соответствующего условиям договора. Какого-либо права контроля за действиями субподрядчиков инвестор лишен, так как он не является стороной договора строительного подряда. В этом случае для обеспечения интересов инвестора возможно прибегнуть к двум механизмам.

Во-первых, в договор с заказчиком-застройщиком включается положение, согласно которому последний обязан при заключении договоров с субподрядчиками согласовывать их с инвестором, а также положение, согласно которому заказчик-застройщик при заключении договора с субподрядчиками обязан предусмотреть условие о возможности контроля и надзора за строительством со стороны инвестора.

Во-вторых, возможно заключение трехстороннего договора. Данный договор заключается между инвестором, заказчиком-застройщиком и генеральным подрядчиком. Трехсторонний договор позволяет нивелировать описанные выше недостатки, а также

открывает широкие возможности для дополнительных гарантий инвестора. Так, возможно предусмотреть в договоре, что в случае ненадлежащего исполнения заказчиком-застройщиком своих обязанностей, инвестор может привлечь другого заказчика-застройщика и отнести расходы на его привлечение на не исполнившего свои обязательства заказчика-застройщика. Генеральный подрядчик при этом обязан допустить привлеченного заказчика-застройщика на строительную площадку по получении уведомления от инвестора.

В общемировой практике важную роль на рынке недвижимости играет институт коллективных инвестиций. В соответствии с Комплексной программой мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров [5] поставлена цель по созданию развитой системы коллективного инвестирования, к числу форм которого причислены паевые инвестиционные фонды. Активное становление нормативно-правовой базы пришлось на последние пять лет. Основой послужило принятие федерального закона «Об инвестиционных фондах» [34].

Согласно последнему, паевой инвестиционный фонд (ПИФ) это «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, и из имущества, полученного в процессе такого управления». Право учредителя доверительного управления (пайщика) на долю (и ее размер) в имуществе, составляющем ПИФ, удостоверяется ценной бумагой – инвестиционным паем, который выдается управляющей компанией. Таким образом, инвестиционный пай является бездокументарной ценной бумагой, удостоверяющей права ее владельца на долю в имуществе, составляющем ПИФ, и на иные права, предоставляемые пайщику в соответствии с вышеозначенным Федеральным законом.

Статья 13 [34] устанавливает, что в доверительное управление открытым и интервальным паевыми фондами могут быть переданы лишь денежные средства, в то время как в закрытый паевой фонд может быть передано и иное имущество (в том числе недвижимое). Под недвижимым имуществом, которое может быть передано в закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости, понимаются «находящиеся на территории Российской Федерации земельные участки, участки недр, обособленные водные объекты и все объекты,

которые связаны с землей так, что их перемещение без несоразмерного ущерба их назначению невозможно, в том числе здания, сооружения, жилые и нежилые помещения, леса и многолетние насаждения, кондоминиумы, предприятия как имущественные комплексы, за исключением недвижимого имущества, отчуждение которого запрещено законодательством Российской Федерации».

Федеральной службой по финансовым рынкам РФ установлен ряд требований, суть которых состоит в том, что наименование фонда должно содержать указание на состав его активов<sup>19</sup>. Таким образом, закрытый паевой инвестиционный фонд, основным активом которого является недвижимое имущество, должен иметь наименование закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости (ЗПИФН). Доля недвижимого имущества в ЗПИФН должно составлять не менее 40% активов фонда. В состав активов ЗПИФН могут также входить: ценные бумаги (акции, облигации, инвестиционные паи и т.д.), проектно-сметная документация, доли в уставных капиталах обществ с ограниченной ответственностью, имущественные права на недвижимое имущество (в том числе права аренды недвижимого имущества), имущественные права по обязательствам из договоров участия в долевом строительстве объектов недвижимого имущества и денежные средства, включая иностранную валюту.

Решение о создании ЗПИФН принимает управляющая компания. После чего производится разработка Правил доверительного управления. Эти правила содержат в себе условия самого договора доверительного управления и являются основополагающим документом в процессе функционирования фонда. При этом в Правилах доверительного управления должны быть отражены следующие сведения:

- название паевого инвестиционного фонда;
- тип паевого инвестиционного фонда (открытый, интервальный, закрытый);
- полное фирменное наименование управляющей компании;
- полное фирменное наименование специализированного депозитария;
- инвестиционная декларация;

---

<sup>19</sup> См.: п. 1.2 Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов. Утверждено постановлением ФКЦБ РФ от 14.08.2002 г. № 31/пс

- стоимость имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по достижении которой паевой инвестиционный фонд является сформированным;
- срок формирования паевого инвестиционного фонда;
- права и обязанности управляющей компании;
- порядок подачи заявок на приобретение, погашение и обмен инвестиционных паев;
- порядок и сроки включения в состав паевого инвестиционного фонда внесенных денежных средств (иного имущества);
- порядок и сроки выплаты денежной компенсации в связи с погашением инвестиционных паев;
- порядок определения расчетной стоимости инвестиционного пая;
- порядок и сроки внесения в реестр владельцев инвестиционных паев записей о приобретении, об обмене, о передаче и погашении инвестиционных паев;
- права владельцев инвестиционных паев;
- размер вознаграждения управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, аудитора;
- виды и максимальный размер расходов, связанных с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом, подлежащих оплате за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд;
- порядок раскрытия информации о паевом инвестиционном фонде.

После регистрации Правил доверительного управления в Федеральной службе по финансовым рынкам РФ управляющая компания обязана опубликовать их в печатном издании, указанном в самих правилах. Затем начинается период формирования имущества ЗПИФН. Этот период должен начаться не позднее 6 месяцев с момента регистрации Правил доверительного управления и не может продолжаться более 3 месяцев. Формирование имущества ЗПИФН происходит путем присоединения пайщиков (учредителей управления) к Договору доверительного управления (условия которого определяются Правилами доверительного управления) путем приобретения пая. Дата начала и дата окончания

формирования имущества фонда указывается в Правилах доверительного управления. Приобретение пая происходит путем оформления заявки на приобретение инвестиционных паев ЗПИФН (носящих безотзывный характер) и его оплаты в порядке, установленном главой 4 Федерального закона «Об инвестиционных фондах». Фонд будет считаться сформированным при условии внесения в него имущества на сумму не менее 25 млн. руб.<sup>20</sup>

Этапом завершения создания ЗПИФН становится регистрация факта приобретения инвестиционного пая учредителем управления регистратором, осуществляющим ведение реестра фонда, и регистрация Федеральной регистрационной службой факта передачи имущества в ЗПИФН.

Началом формирования института коллективных инвестиций реального сектора послужило постановление ФКЦБ РФ от 14.08.2002 г. № 31/пс [10]. Последнее ввело разделение паевых инвестиционных фондов на категории, одной из которой явился паевой инвестиционный фонд недвижимости (ЗПИФН). Вышеозначенное постановление определяло структуру активов ЗПИФН таким образом, что основную их часть в размере 40-90% должны составлять объекты недвижимого имущества, объекты незавершенного строительства. Одновременно напрямую не оговаривалась возможность применения средств фонда на цели инвестирования в строительство. Что, впрочем, можно было обойти, включив в состав активов права по договорам долевого участия в строительстве. Письмом ФСФР РФ от 29.12.2004 г. № 04-ВС-01/12692<sup>21</sup> регулятор признал практику включения в число активов ЗПИФН договоров соинвестирования, долевого участия, предметом которых является реконструкция или строительство объектов недвижимости неправомерной. Положением о составе и структуре активов паевых инвестиционных фондов [12] установлено временное ограничение, позволявшее приобретать и содержать в числе активов фонда такого рода права (трактующиеся как инвестиционные договора) вплоть до, соответственно, 22.03.2008 г. и 22.03.2009 г.

---

<sup>20</sup> Приказ ФСФР РФ «О минимальной стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по достижении которой паевой инвестиционный фонд является сформированным» от 2.11.2006 г. № 06-125/пз-н, п. 1

<sup>21</sup> Письмо ФСФР РФ «О составе активов акционерных инвестиционных фондов и закрытых паевых инвестиционных фондов, относящихся к категории фондов недвижимости» от 29.12.2004 г. № 04-ВС-01/12692

Новым этапом в становлении института коллективных инвестиций в форме ЗПИФН стало возможность включения в структуру активов имущественных прав по обязательствам из договоров, на основании которых осуществляется строительство (создание) объектов недвижимого имущества.

Будет оправданным признать, что ЗПИФН на данном этапе получили возможность реализовать свой потенциал в качестве активного участника строительного рынка России, имеющего возможность непосредственного финансирования проектов по возведению недвижимости за счет своих активов. А это, с одной стороны, формирует его роль в макроэкономическом масштабе страны как источника обновления основных фондов и, с другой стороны, обуславливает его новое значение как рыночного инструмента коллективного инвестирования.

Схема совместного инвестирования жилищного строительства, приведенная на рисунке 8, трансформируется в следующую схему, описывающую коллективное инвестирование жилищного строительства (см. рисунок 9).



Рисунок 9. Схема коллективного инвестирования жилищного строительства

Субъекты системы коллективных инвестиций в жилищное строительство, составляющие её внутреннюю среду, представлены в таблице 2. Субъекты внешней среды системы коллективных инвестиций в жилищное строительство приведены в таблице 3.

Управляющей компанией ЗПИФН могут быть только открытое или закрытое акционерное общество, общество с ограниченной (дополнительной) ответственностью, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации. При этом Российская Федерация, её субъекты, муниципальные образования не вправе являться участниками управляющей компании.

Деятельность управляющей компании ЗПИФН осуществляется на основании специального разрешения (лицензии). Лицензирующим органом управляющей компании является ФСФР РФ.

Согласно п. 2 ст. 39 [34], в круг обязанностей управляющей компании ЗПИФН входит:

- передавать имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, для учета и (или) хранения специализированному депозитарию, если для отдельных видов имущества нормативными правовыми актами Российской Федерации не предусмотрено иное;
- передавать специализированному депозитарию незамедлительно с момента их составления или получения копии всех первичных документов в отношении имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, а также подлинные экземпляры документов, подтверждающих права на недвижимое имущество;
- представлять в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг отчетность в установленном им порядке;
- раскрывать информацию о паевом инвестиционном фонде;
- соблюдать иные требования, предусмотренные настоящим Федеральным законом и нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Таблица 2. Субъекты системы коллективных инвестиций в жилищное строительство

Субъект	Цель деятельности
1. Управляющая компания ЗПИФН	Максимизация прибыли от деятельности, осуществляемой а форме доверительного управления ЗПИФН путем совершения любых юридических и фактических действий в отношении составляющего его имущества
2. Закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости	Не имеет, т.к. является объектом доверительного управления
3. Агенты по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев ЗПИФН	Максимизация прибыли от деятельности по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев ЗПИФН
4. Учредители доверительного управления (пайщики ЗПИФН)	Максимизировать прибыль посредством передачи имущества в доверительное управление управляющей компании ЗПИФН
5. Заказчик-застройщик	Получить инвестирование на наиболее выгодных условиях
6. Потребители (покупатели жилья)	Приобрести по возможности лучшее жилье

Таблица 3. Субъекты внешней среды системы коллективных инвестиций жилищного строительства

Субъект	Цель деятельности
1. Специализированный депозитарий	Учет и хранение имущества, составляющего ЗПИФН
2. Специализированный регистратор	Ведение реестра владельцев инвестиционных паев ЗПИФН
3. Оценочная компания	Оценка имущества, составляющего ЗПИФН
4. Аудиторская компания	Проведение аудита управляющей компании ЗПИФН
5. Правительство РФ (в лице ФСФР РФ)	Регулирование и надзор за деятельностью управляющей компании ЗПИФН Создание условия для надежного и эффективного функционирования системы коллективных инвестиций в жилищное строительство

Агентами по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев ЗПИФН могут быть только юридические лица – профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие лицензию на осуществление брокерской деятельности. Агент по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев ЗПИФН действует от имени и за счет управляющей компании ЗПИФН на основании договора поручения или агентского договора, заключенного с управляющей компанией ЗПИФН, а также выданной ею доверенности

Специализированным депозитарием ЗПИФН могут быть только акционерное общество, общество с ограниченной (дополнительной) ответственностью, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации и имеющие соответствующую лицензию и лицензию на осуществление депозитарной деятельности на рынке ценных бумаг.

Согласно п. 2 ст. 45 [34], специализированный депозитарий обязан:

- принимать на хранение и хранить имущество, составляющее ЗПИФН, если для отдельных видов имущества нормативными правовыми актами Российской Федерации не предусмотрено иное;
- давать управляющей компании согласие на распоряжение имуществом, составляющим ЗПИФН, а также исполнять поручения управляющей компании о передаче ценных бумаг, составляющих ЗПИФН, за исключением случаев, предусмотренных настоящим Федеральным законом;
- принимать и хранить копии всех первичных документов в отношении имущества, составляющего ЗПИФН, а также подлинные экземпляры документов, подтверждающих права на недвижимое имущество;
- представлять в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг отчетность в порядке, установленном его нормативными правовыми актами;
- представлять в ревизионную комиссию (ревизору) акционерного инвестиционного фонда документы, необходимые для ее деятельности;
- регистрироваться в качестве номинального держателя ценных бумаг, составляющих ЗПИФН, если иной порядок учета прав на ценные бумаги не предусмотрен в соответствии с законодательством Российской Федерации;

– осуществлять контроль за определением стоимости чистых активов ЗПИФН, а также расчетной стоимости инвестиционного пая, количества выдаваемых инвестиционных паев и размеров денежной компенсации в связи с погашением инвестиционных паев;

– провести конкурс для определения другой управляющей компании ЗПИФН в случае аннулирования лицензии у управляющей компании этого ЗПИФН;

– соблюдать иные требования, предусмотренные настоящим Федеральным законом и нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Согласно п. 2 ст. 47 [34], осуществлять деятельность специализированного регистратора ЗПИФН вправе только юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление деятельности по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг, или специализированный депозитарий этого ЗПИФН.

В соответствии с договором, заключенным управляющей компанией ЗПИФН с аудитором, ежегодной аудиторской проверке подлежат:

– бухгалтерский учет, ведение учета и составление отчетности в отношении имущества, составляющего ЗПИФН, и операций с этим имуществом;

– состав и структура имущества, составляющего ЗПИФН;

– оценка расчетной стоимости одного инвестиционного пая, суммы, на которую выдается один инвестиционный пай, и суммы денежной компенсации, подлежащей выплате в связи с погашением инвестиционного пая;

– соблюдение требований, предъявляемых к порядку хранения имущества, составляющего ЗПИФН, и документов, удостоверяющих права на имущество, составляющее ЗПИФН;

– сделки, совершенные с активами ЗПИФН.

Итак, коллективное инвестирование жилищного строительства производится с использованием структуры закрытого паевого инвестиционного фонда (ЗПИФН). ЗПИФН является рыночным, публичным инвестиционным инструментом, использование которого строго регламентировано.

Основные выводы и результаты по Главе 1.

Во-первых, проведено исследование на предмет определения сущности коллективного инвестирования жилищного строительства, в результате чего в рамках настоящей монографии под *коллективным*

инвестированием жилищного строительства установлена организация инвестиционного процесса, при которой профессиональный управляющий в лице управляющей компании аккумулирует активы розничных инвесторов с целью последующего инвестирования строительства жилья

Во-вторых, были рассмотрены взаимоотношения субъектов инвестирования жилищного строительства, что позволило выявить тенденцию совмещения функций заказчика, застройщика и частично инвестора одним субъектом – заказчиком-застройщиком и определить авторскую трактовку понятиям «заказчик-застройщик», «совместное инвестирование жилищного строительства».

В-третьих, уточнены и классифицированы источники инвестиций в строительство жилья на основе отнесения поступлений средств в течение предьинвестиционного периода и инвестиционного периода строительства жилья, основанием для выделения которых является факт получения заказчиком-застройщиком разрешения на строительство, с авторским определением данных категорий.

В-четвертых, анализ нормативно-методического обеспечения коллективного инвестирования жилищного строительства выявил высокую степень проработанности положений, регламентирующих функционирование закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости, что позволило признать последний рыночным, публичным инвестиционным инструментом, использование которого строго регламентировано.

## **Глава 2.**

### **Потенциал коллективного инвестирования как источника финансового обеспечения инвестиционных проектов жилищного строительства**

#### **2.1. Исследование отечественного опыта коллективного инвестирования жилищного строительства**

Функционирование ЗПИФН как инвестиционного фонда реального сектора подвержено влиянию различных факторов, связанных с рыночными перспективами объектов инвестирования. В то же время их деятельность во многом определяется нормативно-правовыми условиями функционирования принципиально новых инструментов в рамках консервативного рынка недвижимости. ЗПИФН получили развитие в 2002 г. с ведением ряда категорий паевых фондов, к числу которых он и относится [10].

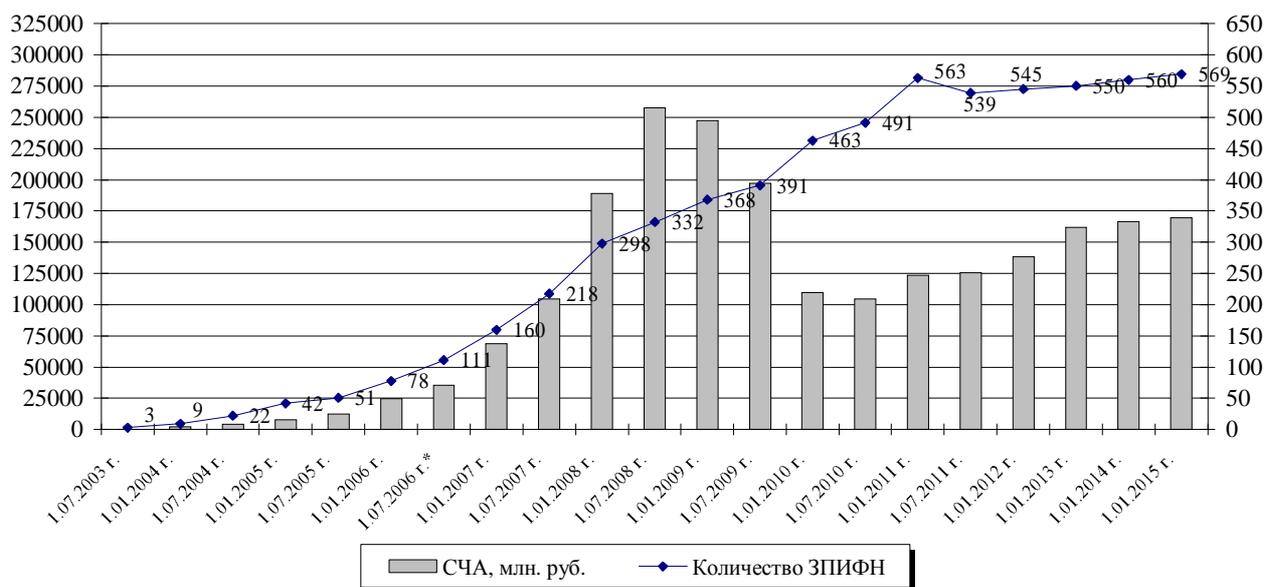
В период 2002-2005 гг. основным способом размещения средств ЗПИФН являлось приобретение прав по договорам участия в долевом строительстве. Данное обстоятельство было обусловлено несовершенством нормативно-правовой базы и фактором неопределенности, как следствием неуверенности участников рынка в новом инструменте.

Начало становлению системы коллективных инвестиций в жилищное строительство было положено следующей редакцией Положения о составе и структуре активов паевых инвестиционных фондов [11], которая утвердила право ЗПИФН включать в состав своих активов «имущественные права по обязательствам из договоров, на основании которых осуществляется строительство (создание) объектов недвижимого имущества», а действующая редакция Положения [13] – закрепила это право. Согласно динамике численности ЗПИФН, именно этот факт стал толчком к формированию значительного числа ЗПИФН в 2006-2007 гг. (см. рисунок 10).

Таким образом, начиная с 1.03.2006 г. ЗПИФН вправе выступать в качестве инвестора в рамках договора строительного подряда,

предметом которого является строительство жилья. То есть ЗПИФН может рассматриваться в качестве субъекта коллективных инвестиций жилищного строительства. Общая схема функционирования ЗПИФН имеет следующий вид:

- создание ЗПИФН;
- реализация инвестиционных паев – формирование ЗПИФН;
- инвестирование строительного проекта 1;
- включение в состав активов ЗПИФН объекта 1;
- реализация объекта 1;
- инвестирование строительного проекта 2– реинвестирование, средств полученных от реализации объекта 1;
- включение в состав активов объекта 2;
- реализация объекта 2;
- инвестирование строительного проекта  $n$ – реинвестирование, средств полученных от реализации объекта  $n-1$ ;
- включение в состав активов объекта  $n$ ;
- реализация объекта  $n$ ;
- прекращение ЗПИФН, погашение инвестиционных паев ЗПИФН.



\*Вступление в силу «Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» в новой редакции.

Источник: составлено на основе статистических данных Национальной лиги управляющих.

Рисунок 10. Динамика изменения суммы чистых активов ЗПИФН и численности ЗПИФН

Анализ мировой практики функционирования института коллективных инвестиций в недвижимость показал высокую эффективность финансовых инструментов, применяемых ею (см. параграф 2.3), и позволил нам обосновать необходимость её стимулирования, как неотъемлемого условия развития рыночного механизма трансформации сбережений в инвестиции.

Прототипом при создании данного финансового института с определенными оговорками следует признать инвестиционные трасты недвижимости США (Real Estate Investment Trusts, REITs) категории Equity. Исследование российской практики коллективного инвестирования в форме ЗПИФН 2002-2007 гг. с применением сравнительного анализа функционирования Real Estate Investment Trusts в период 1961-2007 гг. позволил выявить и классифицировать следующие факторы развития экономических отношений в рамках системы коллективных инвестиций в жилищное строительство (см. рисунок 11).



Рисунок 11. Классификация факторов развития экономических отношений в рамках системы коллективных инвестиций в жилищное строительство

Факторы внутреннего характера могут быть скорректированы консолидацией внутренних резервов субъектов системы коллективных инвестиций жилищного строительства. Факторы внешнего характера не поддаются корректировки иначе как через вмешательство регулятора в лице ФСФР РФ.

1.1. Отсутствие практики реализации инвестиционных проектов по возведению жилой недвижимости. Обусловлено главным образом тем, что в период 2002-2006 гг. практика инвестирования строительных проектов ЗПИФН имела место лишь посредством договоров участия в долевом строительстве (так называемых инвестиционных контрактов). С 1.03.2006 г. регулятор рынка коллективных инвестиций в лице ФСФР допустил возможность включения в состав активов ЗПИФН имущественных прав по обязательствам из договоров, на основании которых осуществляется строительство (создание) объектов недвижимого имущества. Практическая реализация инвестиционно-строительного проекта по возведению жилой недвижимости с применением ЗПИФН должна обрести следующий вид:

1) этап формирования ЗПИФН, в ходе которого происходит аккумулирование активов (денежных средств, земельных участков или прав их аренды, проектно-сметной документации);

2) заключение управляющей компанией закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости (УК) с заказчиком-застройщиком договора строительного подряда, предметом которого является строительство объектов на земельном участке, входящем в состав активов ЗПИФН;

3) передача имущественных прав по обязательствам вышеозначенного договора в состав активов ЗПИФН;

4) передача ЗПИФН заказчику-застройщику проектно-сметной документации, в случае отсутствия – разработка с последующей включение в состав активов ЗПИФН;

5) получение заказчиком-застройщиком разрешения на строительство;

6) этап производства строительно-монтажных работ заказчиком-застройщиком за счет средств, поступающих в качестве финансирования в рамках договора строительного подряда.

7) получение заказчиком-застройщиком разрешения на ввод в эксплуатацию возведенного объекта;

8) включение объекта в состав активов ЗПИФН.

1.2. Необходимость единовременного (в течение 3 месяцев) аккумулирования значительного объема активов, как условие формирования ЗПИФН. Согласно п. 1 ст. 17 [34], срок формирования паевого инвестиционного фонда должен начинаться не позднее шести месяцев с момента регистрации правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом и не должен превышать три месяца. Поскольку минимальная сумма активов закрытого паевого инвестиционного фонда, по достижении которой фонд может быть признан сформированным, составляет 25 млн. руб. [20], возникает затруднение относительно возможности аккумулирования столь значительного объема средств в ограниченное время. А факт того, что ЗПИФН предполагается использовать в качестве инвестора инвестиционно-строительного проекта по возведению жилья в рамках комплексной застройки, обуславливает необходимость в единовременном аккумулировании активов, стоимость которых исчисляется, по крайней мере, несколькими сотнями млн. руб.

Разрешение данного вопроса мы видим в консолидации финансовых ресурсов кредитных организаций на этапе формирования ЗПИФН с последующей реализации паев через филиальную сеть последних.

1.3. Низкий уровень ликвидности инвестиционных паев ЗПИФН. Малый срок функционирования института коллективных инвестиций в форме паевых инвестиционных фондов вообще и ЗПИФН в частности обуславливает затруднение в формировании ликвидного рынка обращения инвестиционных паев закрытых паевых инвестиционных фондов.

По состоянию на I квартал 2007 г. инвестиционные паи лишь 16 ЗПИФН имеют биржевое обращение на российских площадках ММВБ и РТС (см. Приложение 2). Крупнейшим по капитализации фондом – 166,3 млн. долл. – является ЗПИФН «Эй Джи Капитал ИНТЕРРА». Фонд под управлением УК «Эй Джи Капитал Менеджмент» реализует два проекта в сфере малоэтажного жилищного строительства: коттеджный поселок (197 коттеджей) на площади 58 га, 1000 коттеджей и таунхаусов на площади 70 га.

Ценные бумаги данного фонда характеризуются самой высокой ликвидностью благодаря низкой расчетной стоимости инвестиционного пая, составляющей 1 долл. Паи фонда входят в котировальный список А 2 бирж ММВБ и РТС, чего не имеют паи других ЗПИФН. При этом ликвидность паев ЗПИФН «Эй Джи

Капитал ИНТЕРРА» можно сравнить лишь с ликвидностью акций компаний «второго эшелона» с капитализацией 0,3-1,5 млрд. долл.

Агентами по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев могут быть юридические лица – профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие лицензию на осуществление брокерской деятельности. К числу последних относятся банки.

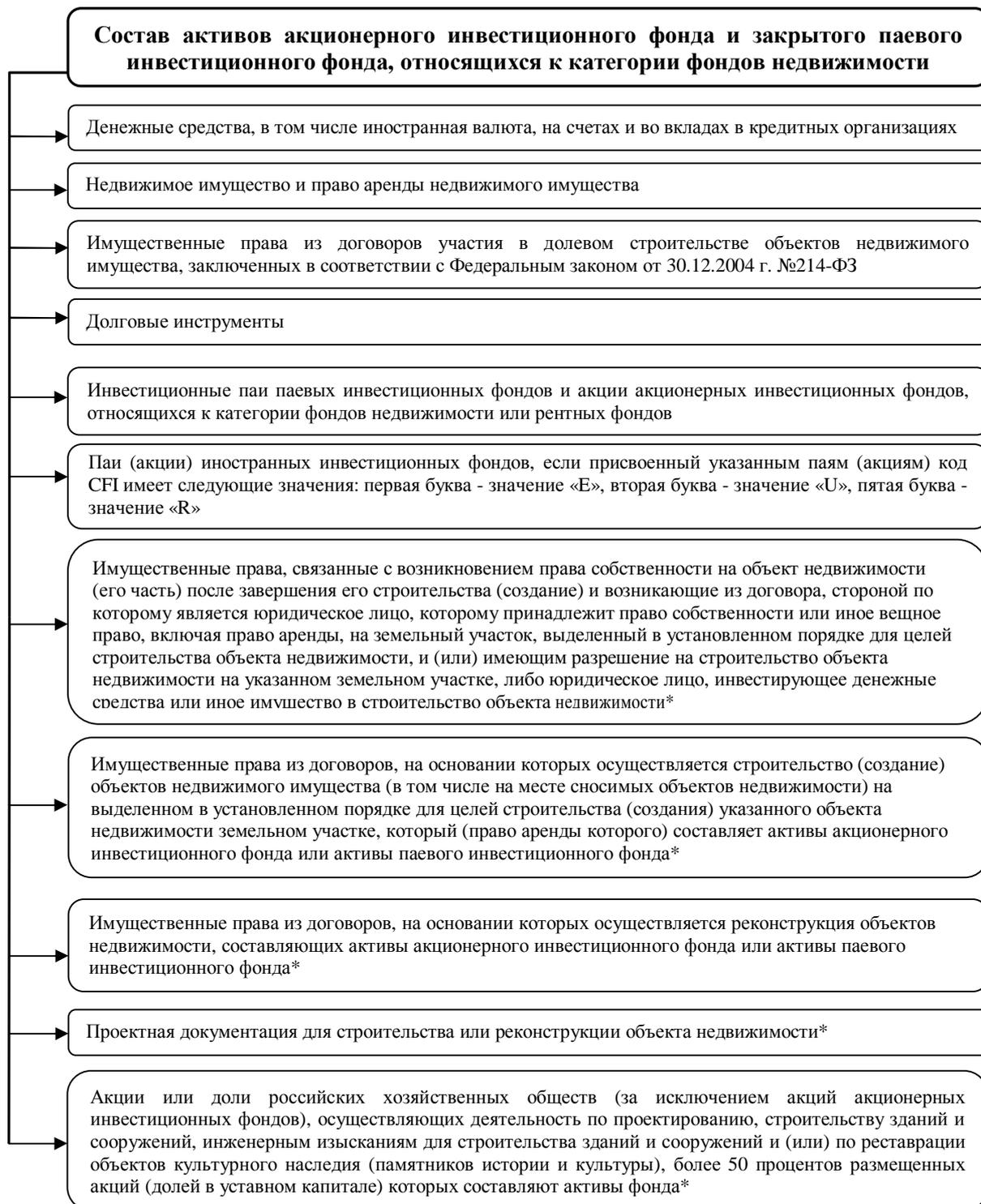
Мировой опыт показывает целесообразность создания на базе кредитных организаций – банков – финансовых супермаркетов, предлагающих уже сложившейся клиентской базе новый инвестиционный продукт [88]. Сеть филиалов банков по состоянию на 2011 г. в 20 раз превышает численность представительств УК. Налаживание работы по покупке-продаже инвестиционных паев через филиальную сеть кредитных организаций позволит повысить уровень ликвидности инвестиционных паев ЗПИФН.

2.1. Отсутствие классификации ЗПИФН в зависимости от состава активов. Законодатель установил возможность инвестирования средств, аккумулированных ЗПИФН, в определенный круг активов. Основным документом, регламентирующим деятельность ЗПИФН, являются правила доверительного управления. Инвестиционная декларация как часть последних устанавливает требования к составу активов, направления инвестирования. Ст. 35 [34] установлено, что инвестиционная декларация должна содержать:

- описание целей инвестиционной политики управляющей компании паевого инвестиционного фонда;
- перечень объектов инвестирования;
- описание рисков, связанных с инвестированием в указанные объекты инвестирования;
- требования к структуре активов паевого инвестиционного фонда.

Нормативным правовым актом федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, устанавливающим требования к структуре активов ЗПИФН, является Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов [13]. Согласно Положению, «не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного года оценочная стоимость объектов недвижимого имущества, имущественных прав на недвижимое имущество |...| и (или) акций (долей) российских хозяйственных обществ, осуществляющих

деятельность по проектированию, строительству зданий и сооружений [...], должна составлять не менее 40 процентов стоимости активов». Помимо этого в число активов, составляющих ЗПИФН, может входить ряд инструментов (см. рисунок 12).



\* Для фондов, паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов.

Рисунок 12. Состав активов акционерного инвестиционного фонда и закрытого паевого инвестиционного фонда, относящихся к категории фондов недвижимости

Под недвижимым имуществом Положением понимаются находящиеся на территории РФ или иностранного государства, являющегося членом Группы ФАТФ, земельные участки, участки недр, обособленные водные объекты и все объекты, которые связаны с землей так, что их перемещение без несоразмерного ущерба их назначению невозможно, в том числе здания, сооружения, жилые и нежилые помещения, леса и многолетние насаждения, предприятия как имущественные комплексы, объекты незавершенного строительства.

Разделом II «Инвестиционная декларация» Типовых правил доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом<sup>22</sup> установлено, что целью инвестиционной политики управляющей компании ЗПИФН может быть:

- 1) приобретение объектов недвижимости с целью их последующей продажи и (или) с целью сдачи в аренду или субаренду;
- 2) приобретение объектов недвижимости с целью их реконструкции и последующей продажи, изменения профиля объекта и последующей продажи и (или) с целью сдачи в аренду или субаренду;
- 3) строительство объектов недвижимости с целью продажи, сдачи в аренду.

Анализ распределения средств ЗПИФН, основанный на группировке фондов в зависимости от установленной Инвестиционной декларацией оных целей инвестирования, показал, что в первых фондах сосредоточено 17% суммы чистых активов, во вторых – 2%, в третьих – 81% [118].

Выделены следующие формы практического применения закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости:

- строительный ЗПИФН;
- рентный ЗПИФН;
- девелоперский ЗПИФН;
- ЗПИФН как инструмент налоговой оптимизации;
- ЗПИФН как инструмент защиты собственности.

Рассмотрим каждую из приведенных форм применения ЗПИФН подробно.

Инвестиционная декларация строительного ЗПИФН до 1.03.2006 г. была ограничена имущественными правами по

---

<sup>22</sup> Типовые правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом. Утверждено постановлением Правительства РФ от 25.07.2002 г. №564

обязательствам из договоров участия в долевом строительстве объектов недвижимого имущества, заключенных в соответствии с Федеральным законом «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» [35].

С 1.03.2006 г. в состав активов строительного ЗПИФН возможно включение имущественных прав по обязательствам из договоров, на основании которых осуществляется строительство (создание) объектов недвижимого имущества, при соблюдении следующих условий [11], [12], [13]:

- договор заключен в письменной форме;
- предметом договора является обязанность лица, с которым заключен договор, в предусмотренный договором срок своими силами и (или) с привлечением других лиц обеспечить строительство (создание) объекта недвижимости или построить (создать) указанный объект и передать в состав имущества, составляющего ЗПИФН, построенный (созданный) объект недвижимости, и обязанность ЗПИФН (управляющей компании ЗПИФН) принять указанный объект недвижимости и оплатить его;
- строительство (создание) объекта недвижимости осуществляется на земельном участке, который (право аренды которого) составляет активы ЗПИФН и который выделен в установленном порядке для целей строительства (создания) указанного объекта недвижимости;
- ЗПИФН (управляющая компания ЗПИФН) не несет за счет имущества, составляющего ЗПИФН, риск случайной гибели или случайного повреждения построенного (созданного) объекта недвижимости до его передачи в состав имущества, составляющего ЗПИФН.

Данное обстоятельство стало ключевым в реализации потенциала ЗПИФН как для инвесторов, так и для самих строительных компаний. Классическую схему инвестирования в строительные проекты через ЗПИФН можно в общем виде обозначить следующим образом [76]:

1. Этап формирования ЗПИФН – инвесторы-пайщики формируют ЗПИФН путем внесения денег и/или земельных участков;
2. Заключение управляющей компанией (действующей в качестве доверительного управляющего имуществом ЗПИФН)

договора на строительство (реконструкцию) объекта(ов) недвижимости на земельном участке, находящемся в составе ЗПИФН, и передача имущественного права по обязательствам из договоров, на основании которых осуществляется строительство (создание / реконструкция) объектов недвижимого имущества в активы ЗПИФН;

3. На этапе строительства за счет ЗПИФН финансируются строительные работы;

4. По завершении строительного проекта готовые объекты недвижимости передаются в состав активов ЗПИФН и реализуются, а полученные денежные средства могут выплачиваться инвесторам-пайщикам ЗПИФН.

Судьба строительного ЗПИФН по завершении строительного проекта(ов) может быть определена не только инвестиционной декларацией ЗПИФН, как частью Правил доверительного управления ЗПИФН, и / или его управляющей компанией. Пайщики ЗПИФН, оценив промежуточные результаты управляющих, входящих в состав управляющей компании ЗПИФН, с их активами и дальнейшие перспективы инвестирования в рамках данного ЗПИФН, могут принять решение о продолжении работы в выданном направлении – строительство / реконструкция объектов недвижимости – посредством рефинансирования дохода, полученного ЗПИФН, или досрочно прекратить действие договора доверительного управления ЗПИФН и, таким образом, «зафиксировать» полученную прибыль.

Наиболее стабильными в правовом отношении следует признать рентные ЗПИФН, которые ориентированы в основном на инвесторов, являющихся владельцами крупных объектов (комплексов недвижимого имущества). Так называемый рентный ЗПИФН, или ЗПИФН текущего дохода, создается с целью аккумуляции денежных средств, поступающих от арендаторов в качестве арендных платежей, на обособленном балансе, а именно на балансе ЗПИФН.

Ключевым моментом является то, что полученная рентная прибыль не включается автоматически в налогооблагаемую базу при исчислении налога на прибыль собственника имущества, а становится активом имущественного комплекса – собственно, ЗПИФН, который в соответствии с действующим гражданским законодательством [34] не является юридическим лицом.

Юридические аспекты такой формы организации инвестиционной деятельности в большей степени является предметом для дискуссии в плане его экономической составляющей.

Её суть в том, что в данном виде ЗПИФН представляется как санкционированный законодателем «налоговый оффшор», как для рантье, так и для девелоперов.

Поскольку рентный доход, получаемый данным ЗПИФН, не облагается ни налогом на прибыль (для юридических лиц), ни налогом на доходы физических лиц, поступающие в ЗПИФН деньги в виде арендных платежей, как правило, не только направляются на выплату промежуточных доходов пайщикам ЗПИФН, но и реинвестируются в рамках ЗПИФН в реконструкцию существующих объектов и приобретение новой недвижимости.

Таким образом, у реального собственника есть возможность выбрать: либо «безналоговый» режим, предполагающий отсутствие промежуточных выплат пайщикам ЗПИФН, либо периодические выплаты пайщикам из средств фонда, либо «сбалансированный» ЗПИФН, который отвечает как инвестиционным ожиданиям пайщиков ЗПИФН, так и текущим потребностям в содержании и эксплуатации имеющихся объектов недвижимости, входящих в состав активов ЗПИФН.

Девелоперские ЗПИФН, по аналогии с рентными ЗПИФН, рассчитаны на владельцев недвижимости, в основном на компании, с риэлтерским профилем деятельности – купля-продажа зданий и земельных участков – и девелоперов, которые осуществляют управление недвижимостью и / или изменение профиля, площадей и других рыночных параметров объектов недвижимости.

Ключевые аспекты девелоперских ЗПИФН в целом повторяют рентный ЗПИФН, но в данном случае ориентированы в большей степени на активных участников инвестиционно-строительного комплекса, которые заинтересованы в извлечении прибыли за счет перепродажи недвижимости и в реинвестировании полученного дохода в другие проекты. В связи с вышеуказанными изменениями [11], вступившими в силу 1.03.2006 г., девелоперские компании, так же как и строительные компании, получили новый стимул к работе с инструментарием коллективных инвестиций в недвижимость в форме ЗПИФН.

Продиктованная в большей степени стремлением снизить риски для розничного инвестора, а не желанием диверсифицировать линейку активов для ЗПИФН консервативность первоначальной редакции Положения о составе и структуре активов [10] фактически нивелировала целесообразность вовлечения ЗПИФН в процесс

девелопмента на рынке недвижимости. На данный момент контракты на реконструкцию (наравне с контрактами строительства) решают проблему профильного размещения активов интенсивно работающего девелоперского ЗПИФН.

Следует отметить, что рассмотренный выше строительный ЗПИФН может по окончании строительства стать рентным ЗПИФН или девелоперским ЗПИФН – в зависимости от стратегии, которой следует инвестор. ЗПИФН может также сохранить первоначальный профиль своей деятельности, продолжив финансирование строительства новых объектов недвижимости, или стать ЗПИФН, где часть имущества будет сдаваться в аренду, а часть полученной прибыли будет реинвестироваться в новое строительство.

***ЗПИФН как инструмент налоговой оптимизации*** привлекателен для владельцев недвижимости, чьи налоговые издержки, обусловленные сдачей имеющейся недвижимости в аренду, часто весьма обременительны и негативно отражаются на финансовых результатах деятельности арендодателей, девелоперов и риэлтеров.

Суть налоговой оптимизации в рамках ЗПИФН заключается в возможности реинвестирования доходов в структуре ЗПИФН, то есть вне баланса юридического лица – собственника построенного объекта недвижимости или арендодателя.

Полученная прибыль, свободная от налогообложения, может быть эффективно использована в рамках существующего ЗПИФН, как для развития строительного направления или репрофилирования фонда, так и для диверсификации бизнеса за счет формирования так называемого «смешанного фонда», совмещающего в себе черты рентного ЗПИФН и девелоперского ЗПИФН. Причем возможности по реинвестированию для ЗПИФН не ограничиваются только объектами профильного характера – недвижимостью, права на недвижимость, инвестиционные контракты. Инвестиционная декларация ЗПИФН может допускать приобретение и более ликвидных активов: корпоративных и государственных ценных бумаг, инвестиционных паев других фондов, иностранных акций и облигаций.

При этом в сравнении с аналогичным размещением средств юридическим или физическим лицам, обязанность по уплате налога на доход или на прибыль возникает лишь в случае продажи или погашения инвестиционных паев ЗПИФН или при получении

промежуточного дохода по ним. Реализация подобных проектов оптимальна при создании ЗПИФН на срок, как минимум в 2-3 раза превышающий продолжительность строительства.

**ЗПИФН как инструмент защиты собственности** от недружественного поглощения может быть использован в силу следующих обстоятельств.

Во-первых, сведения о собственнике имущества – пайщика – содержатся не в органах государственной регистрации прав на недвижимость или реестре регистратора акций, а у специализированного регистратора данного ЗПИФН. Доступ к информации о владельцах инвестиционных паев ЗПИФН весьма ограничен по сравнению с публичными едиными государственными реестрами. В этом случае весьма затруднительно составить какое-либо представление о бенефициарии, если пайщиком является номинальный держатель инвестиционных паев ЗПИФН.

Во-вторых, фактический переход прав собственности на недвижимость, составляющую активы ЗПИФН, не требует обращения в органы регистрации прав на недвижимое имущество. Следует продать инвестиционные паи другому лицу, что и удостоверяет переход прав собственности на объект недвижимости, как часть активов ЗПИФН. Данное обстоятельство позволяет наиболее оперативно реагировать на возможные негативные мероприятия – например, недружественное поглощение, предпринимаемые в отношении пайщика фонда.

В-третьих, за счет специализированного депозитария ЗПИФН создается жёсткая система контроля за распоряжением и приобретением имущества.

В-четвертых, даже при покупке инвестиционных паев ЗПИФН, при досрочном прекращении существования ЗПИФН или по закрытии ЗПИФН пайщик имеет право получить лишь денежный эквивалент, но не сам актив, что само собой делает такие попытке завладения собственностью немеющими сколь ни будь ощутимую результативность.

В таблице 4 приведено сравнение устойчивости конструкций юридического лица и ЗПИФН на предмет защиты собственности от недружественного поглощения.

Согласно исследованию Управляющей компании «Свиньин и Партнеры» [120], в зависимости от сферы деятельности ЗПИФН,

ежегодная доходность функционирования фонда может иметь следующие значения:

- рентные ЗПИФН (ЗПИФН текущего дохода) – 10-12% без учета долговременной капитализации;
- девелоперские ЗПИФН – 20-25%;
- фонды строительства – 25-30%.

Таблица 4. Сравнение устойчивости конструкций юридического лица и ЗПИФН на предмет защиты собственности от недружественного поглощения<sup>23</sup>

<b>Метод, конструкция недружественного поглощения</b>	<b>Юридическое лицо</b>	<b>ЗПИФН</b>
Корпоративный захват	Захват владельца актива осуществляется на одном уровне	Многоуровневая защита от корпоративного захвата: 1) захват пайщика: - получение не актива, а денег; - невозможность предъявить пай к погашению в любой момент; 2) захват пайщиков (контрольный пакет) с целью смены УК: - защита активов через УК; - дополнительные издержки по содержанию собственной УК; 3) захват УК: - защита активов через общее собрание пайщиков (смена УК); - необходимость одобрения сделок специализированным депозитарием
Захват актива	Использование стандартного набора документов, в т.ч. подложных и незаконных	Необходимость оценки отчуждаемого актива независимым оценщиком, указанным в Правилах доверительного управления ЗПИФН. Необходимость документально оформленного акцепта сделки по отчуждению актива специализированным депозитарием

<sup>23</sup> Секретарева О.. Иностранцы инвесторы на российском рынке коллективных инвестиций // «Рынок ценных бумаг», № 21 2006

Продолжение таблицы 4

Метод, конструкция недружественного поглощения	Юридическое лицо	ЗПИФН
Процедуры банкротства, наложения взыскания на актив	Наличие кредиторской задолженности владельца актива позволяет начать в отношении него применение процедур банкротства, наложить взыскание и реализовать актив	Взыскание обращается на инвестиционный пай, а не на искомый актив

Итак, в силу того, что инвестирование в тот или иной класс активов определяет степень риска и уровень ожидаемой доходности, автор находит необходимым произвести классификацию ЗПИФН в зависимости от объектов инвестирования. При этом учитывалось то обстоятельство, что практический опыт функционирования ЗПИФН позволяет *de facto* отнести их к той или иной категории (см. рис. 13). Лишь законодательное закрепление требования классификации ЗПИФН позволит разрешить данный вопрос.

2.2. Низкий уровень публичности ЗПИФН. Отсутствие специальных требований к структуре владельцев паев, а также ряд прочих положений (см. таблицу 5) породило широкую практику функционирования ЗПИФН в частном режиме, но ни как не в публичном, в котором он *a priori* призван существовать. Следствием чего стало активное применение структуры ЗПИФН в качестве инструмента налоговой оптимизации. Как признают эксперты, большинство существующих ЗПИФН созданы под 1-2 клиентов, нередко связанных с самой управляющей компанией фонда [133]. Внесением изменений в законодательство регулятор в лице Банка России способен пресечь данную практику.



Рисунок 13. Классификация ЗПИФН в зависимости от объектов инвестирования

Нами была проведена группировка сформированных ЗПИФН на предмет релевантности в отношении потенциальной доступности приобретения инвестиционных паев. Критерием выступил размер минимальной суммы инвестирования. Из расчета среднего размера оплаты труда (взята часть, составляющая порядка 50% от ее величины) были выделены 4 группы ЗПИФН, определяемые уровнем доступности приобретения паев:

- 1) высокий уровень: минимальная сумма инвестирования – до 10 тыс. руб.;
- 2) достаточный уровень: минимальная сумма инвестирования – 11-99 тыс. руб.;
- 3) средний уровень: минимальная сумма инвестирования – 100-999 тыс. руб.;
- 4) низкий уровень: минимальная сумма инвестирования – более 1000 тыс. руб.

В результате установлено, что между количеством функционирующих ЗПИФН, отнесенных к той или иной группе, и размером минимальной суммы инвестирования прослеживается

прямая зависимость (см. рисунок 14): количество ЗПИФН с высоким уровнем доступности приобретения паев минимально, и наоборот.

Таким образом, система коллективных инвестиций в недвижимость характеризуется низким уровнем публичности функционирования, что, во-первых, определяет малую степень доступности приобретения паев. И, во-вторых, дискредитирует саму форму ЗПИФН как продукта именно коллективного инвестирования, доступного розничному инвестору.

Таблица 5. Сравнительный анализ Equity REITs и ЗПИФН на предмет публичности функционирования

<b>Характеристика</b>	<b>Equity REITs</b>	<b>ЗПИФН</b>
1. Организационно-правовая форма	Компания	Имущественный комплекс без образования юридического лица
2. Структура владельцев	Не менее 100. 50% может принадлежать 5 и менее лицам	Специально не оговорено
3 Состав активов	Не менее 75% - действующие объекты недвижимости	Объекты недвижимости, ПСД, ценные бумаги, имущественные права
4. Структура активов	Не менее 10 объектов, стоимость каждого – не более 15% активов	Не менее 40% - объекты недвижимости
5. Источники дохода	Не менее 75% валового дохода – арендные платежи и прибыль от реализации недвижимости	Специально не оговорено
6. Распределение дохода	Не менее 90% выплачивается в виде дивидендов	Возможны регулярные выплаты

Источник: расчеты по статистическим данным Национальной лиги управляющих.

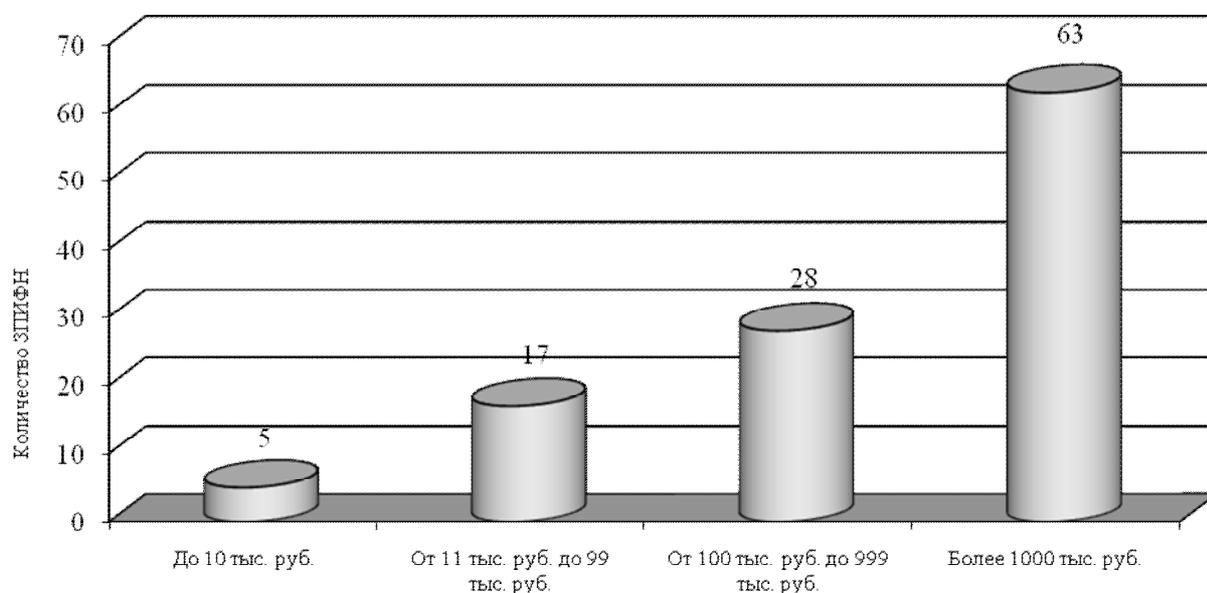


Рисунок 14. Группировка ЗПИФН в зависимости от минимальной суммы инвестирования

2.3. Фрагментарность законодательства, регламентирующего налогообложение ЗПИФН. В силу особого статуса ЗПИФН, который не является юридическим лицом, появление данного института потребовало нового подхода в отношении налогообложения операций, совершаемых ЗПИФН. В связи с этим возник ряд вопросов о налогообложении в рамках деятельности ПИФов, обусловленных наличием пробелов в налоговом законодательстве в этой сфере, которое традиционно отстает от динамичного развития гражданско-правовых институтов [48], [73], [97], [108].

В отличие от западных инвестиционных трастов и фондов, в российском законодательстве практически не предусмотрено налоговых норм для паевых инвестиционных фондов вообще и ЗПИФН в частности. В процессе разработке действующей редакции Налогового кодекса во второй половине 1990-х гг. такого понятия как паевой инвестиционный фонд не существовало, поэтому порядок налогообложения имущественного комплекса без образования юридического лица в налоговом законодательстве не было предусмотрено.

Исходя из Налогового кодекса РФ, паевой инвестиционный фонд не является субъектом, подлежащим налогообложению, т.е. доходы, полученные фондом, налогом не облагаются. Поэтому

управляющая компания ЗПИФН находится перед выбором, определяемым правилами доверительного управления: распределить промежуточную прибыль между пайщиками фонда или реинвестировать в новые проекты.

В первом случае налог на доход обязаны выплатить пайщики – ставка налога для физических лиц (НДФЛ) составляет 13%, для юридических лиц (налог на прибыль) – 20%. На данный момент налогообложение ЗПИФН регламентируется Положениями и Письмами ФСФР РФ и не имеет системности. Требуется законодательное закрепление процедуры взимания налогов по операциям, совершаемым с имуществом, составляющим ЗПИФН в части:

- налога на имущество, составляющее активы ЗПИФН;
- налога на добавленную стоимость по операциям, совершаемым ЗПИФН;
- налога на доходы физических лиц, как собственников инвестиционных паев ЗПИФН;
- налога на прибыль юридических лиц, как собственников инвестиционных паев ЗПИФН.

Фискальные органы – Федеральная налоговая служба РФ и Министерство финансов РФ, получая соответствующие запросы хозяйствующих субъектов, постепенно пытаются восполнить существующие пробелы путем толкования норм Налогового кодекса РФ, высказывая собственную позицию и определяя тем самым соответствующую административную практику.

В мировой практике институт коллективных инвестиций является наиболее проработанной областью финансовых отношений в силу того, что предоставляет инвестиционные продукты массовому розничному инвестору – физическим лицам. В этом отношении регулятор рынка ведет целенаправленную деятельность по систематизации вопросов налогообложения паевых инвестиционных фондов, вообще, и ЗПИФН, в частности.

2.4. Возможность приобретения инвестиционных паев ЗПИФН инвесторами, отнесенными к категории квалифицированных.

Во второй половине первого десятилетия 2000-х гг. профессиональное сообщество отрасли коллективных инвестиций и участники финансового рынка пристально следили за ходом рассмотрения пакета поправок в ФЗ «Об инвестиционных фондах» и законодательство о рынке ценных бумаг. Ключевым моментом для

отрасли коллективных инвестиций в недвижимость стало введение института квалифицированного инвестора.<sup>24</sup>

Пакет поправок предусматривает принятие большого количества нормативных актов (установлено 126 отсылок на ФСФР, которые будут объединены в несколько десятков приказов), часть из которых несет в себе принципиально новое качество. Последнее связано с положениями, определяющими порядок формирования фонда, выдачи и обмена паев и др. Нормотворческая работа в этой области идет непрерывно, и она в первую очередь направлена на обеспечение бесперебойного функционирования всей отрасли коллективных инвестиций.

В соответствии с международной практикой квалифицированным инвестором признается лицо, опыт и квалификация которого позволяют ему адекватно оценивать риски, связанные с инвестициями в те или иные фондовые инструменты, и самостоятельно осуществлять операции с ценными бумагами на основе таких оценок. Квалифицированными инвесторами могут признаваться, например, компании, имеющие лицензии профессиональных участников на рынке ценных бумаг, – брокерские и дилерские компании, управляющие компании, кредитные организации и страховые компании, промышленные корпорации, а также отвечающие определенным требованиям физические лица, осуществляющие операции на фондовом рынке. Кроме того, квалифицированными инвесторами могут быть признаны инвесторы, представившие по письменному заявлению необходимые обоснования и доказательства того, что они могут считаться квалифицированными.

До последнего времени российским законодательством об инвестиционных фондах не предусматривалась дифференциация требований к паевым инвестиционным фондам в зависимости от их ориентации на те или иные категории инвесторов, что объяснялось ограниченностью числа внутренних инвесторов и объемов их вложений. На развитом фондовом рынке, например, североамериканском, где количество инвестиционных фондов составляет почти 10 тыс., а численность инвесторов – около 100 млн. лиц, в законодательстве об инвестиционных фондах (компаниях)<sup>25</sup>

---

<sup>24</sup> Впервые этот вопрос был поднят в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 гг. (Утверждена Распоряжением Правительства РФ от 1.06.2006 г. № 793-р)

<sup>25</sup> В законодательстве США инвестиционные фонды называются инвестиционными компаниями

применяется различный подход к регулированию инвестиционных фондов в зависимости от категории их инвесторов [74].

Закон, вступивший в силу в конце 2007 г.,<sup>26</sup> вполне адекватен сложившейся ситуации на российском рынке коллективных инвестиций. Так, на текущий момент количество пащиков ПИФов достигает более чем 500 тыс. Одновременно отмечается рост суммы чистых активов ПИФов (см. рисунок 10).

Введение института квалифицированного инвестора особенно значимо для ЗПИФН в силу следующих обстоятельств. Фонды недвижимости (прежде всего те, чья деятельность связана с финансированием строительства) наряду с венчурными фондами и фондами прямых инвестиций несут чрезмерно высокие риски. И розничное предложение инвестиционных паев таких ПИФов несет в себе повышенные риски потерь для розничного инвестора, не являющегося искушенным. А это в свою очередь чревато негативными социальными последствиями и потерей доверия граждан ко всей российской отрасли коллективных инвестиций [101], [108].

Законом наряду с прочим внесены изменения в ФЗ «О рынке ценных бумаг» (введением в действие статьи 51.2) в части определения круга лиц, отнесенных к категории квалифицированных инвесторов. К их числу отнесены, прежде всего, лица, профессиональность которых фактически презюмируется. Это профессиональные участники рынка ценных бумаг, управляющие компании, акционерные инвестиционные фонды, кредитные организации, страховые компании, негосударственные пенсионные фонды, международные финансовые организации, государственная корпорация «Внешэкономбанк», Банк России.

Помимо этого, к числу квалифицированных могут быть отнесены инвесторы, которые отвечают ряду требований<sup>27</sup>. Для физических лиц это соответствие не менее чем двум требованиям из следующих [69], [84]:

---

<sup>26</sup> Предусмотрен ряд переходных положений с различными сроками. Одни нормы вступили в силу сразу, другие начали действовать 12.03.2008 г., ряд норм — по истечении 2 лет. Поэтому сроки подготовки нормативных актов ФСФР напрямую зависят от сроков переходных положений. Уже приняты нормативные акты «О дополнительных требованиях к общему собранию пащиков», «О передаче имущества в оплату паев закрытого паевого инвестиционного фонда», «О лицензировании деятельности УК, СД, НПФ, АИФ». В ближайшее время будет принят еще ряд нормативных актов.

<sup>27</sup> Требования установлены Приказом ФСФР «Об утверждении положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами» от 18.03.2008 г. № 08-12/пз-н

– владение определенными финансовыми инструментами<sup>28</sup> стоимостью не менее 3 млн. руб.;

– наличие установленного опыта работы в организации, совершающей сделки с финансовыми инструментами;

– совершение ежеквартально не менее чем по 10 сделок с ценными бумагами и (или) иными финансовыми инструментами в течение последних 4 кварталов, совокупная цена которых за указанные 4 квартала составила не менее 300 тыс. руб., или совершение не менее 5 сделок с ценными бумагами и (или) иными финансовыми инструментами в течение последних 3 лет, совокупная цена которых составила не менее 3 миллионов рублей

Юридическое лицо может быть признано квалифицированным инвестором, если оно является коммерческой организацией и отвечает любым двум требованиям из следующих:

1) имеет собственный капитал не менее 100 млн. руб.;

2) совершало ежеквартально не менее чем по 5 сделок с ценными бумагами и (или) иными финансовыми инструментами в течение последних 4 кварталов, совокупная цена которых за указанные 4 квартала составила не менее 3 млн. руб.;

3) имеет оборот (выручку) от реализации товаров (работ, услуг) за последний отчетный год не менее 1 млрд. руб.;

4) имеет сумму активов по данным бухгалтерского учета за последний отчетный год не менее 2 млрд. руб.

Реестр инвесторов, отнесенных к группе квалифицированных, будет вести профессиональный участник рынка (брокер, доверительный управляющий) или управляющая компания. Лицо, желающее получить статус квалифицированного инвестора, должно написать заявление и предоставить документы, подтверждающие его право быть отнесенным к данной категории инвесторов. Для юридических лиц также будет предусмотрена процедура дисквалификации.

Введение института квалифицированного инвестора обеспечивает совокупность преимуществ означенным лицам в связи с тем, что такого рода ПИФы наделены рядом отличительных черт (см. таблицу 6)

---

<sup>28</sup> В их число входит: государственные ценные бумаги РФ, государственные ценные бумаги субъектов РФ и муниципальные ценные бумаги; акции и облигации российских эмитентов; государственные ценные бумаги иностранных государств; акции и облигации иностранных эмитентов; российские депозитарные расписки; инвестиционные паи; иные обращающиеся на российских биржах финансовые инструменты (фьючерсы, опционы).

Таблица 6. Отличительные черты ЗПИФН, предназначенного для квалифицированного инвестора

<b>Возможности</b>	<b>ЗПИФН, паи которого не ограничены в обороте</b>	<b>ЗПИФН для квалифицированных инвесторов:</b>
Привлечение финансирования (путем размещения паев) на открытом рынке, выход на биржу	+	—
Вложения в активы, недоступные ПИФ других категорий (инвестиционные контракты, проектно-сметная документация, акции и доли строительных компаний)	—	+
Рассрочка по оплате выданных паев (неполная оплата паев)	—	+
Поэтапное (траншевое) финансирование проекта, реализуемого через ЗПИФ	—	+
Увеличения срока формирования ЗПИФН	—	+
Инвестиционный комитет пайщиков (согласование сделок с имуществом фонда)	—	+
Отсутствие обязанности по периодической оценке имущества фонда	—	+
Возможность самостоятельно установить порядок расчета при выдаче или погашении паев, в том числе, не основываясь на расчете стоимости активов фонда	—	+
Фиксированный доход пайщиков, или гарантия возврата инвестированной суммы	—	+
Привлечение кредитов и выдача займов, а также совершение сделок репо с имуществом ПИФ	—	+

Продолжение таблицы 6

Возможности	ЗПИФН, паи которого не ограничены в обороте	ЗПИФН для квалифицированных инвесторов:
Сделки с аффилированными лицами управляющей компании ПИФ (финансирование собственных проектов владельцев управляющей компании)	—	+
Приобретение ценных бумаг, выпущенных участниками управляющей компании, основными/преобладающими обществами участников, дочерними и зависимыми обществами управляющей компании (аффилированными компаниями)	—	+
Приобретение (отчуждение) имущества у владельцев (-ам) паев фонда	—	+
Обязанность по раскрытию информации	+	—

Вместе с тем, в рамках общепринятой классификации, законодательно, впрочем, не закрепленной, принято выделять ЗПИФН: рентные, девелоперские, строительные.<sup>29</sup> По нашему мнению, введение столь жестких требований к владельцам паев рентных ЗПИФН не целесообразно, так как последние значительных рисков не несут. Относительно девелоперских и строительных ПИФов следует отметить, что приобретение статуса учредителя доверительного управления ими сопряжено с повышенными рисками, величина которых, тем не менее, зависит от инвестиционной стратегии того или иного фонда, характера инвестиционно-строительных проектов, в которых они участвуют. Поэтому

<sup>29</sup> Вопросы, касающиеся практического применения ЗПИФН, рассмотрены в ряде работ, среди которых:

- Перельман Елена. Во что инвестируют ПИФы недвижимости? // «Рынок ценных бумаг», № 17 2005
- Жук Евгений. Практическое применение ЗПИФН // «Рынок ценных бумаг», № 17 2006
- Секретарева Оксана. Консолидация, управление и защита корпоративных активов // «РЦБ. Квалифицированный инвестор», Специальный номер журнала «Рынок ценных бумаг», 2007

представляется целесообразным законодательно закрепить разделение режимов функционирования ЗПИФН на:

*публичный*, предусматривающий обязательное биржевое и/или внебиржевое обращение инвестиционных паев фонда и максимальную открытость информации, касающейся инвестиционной деятельности ЗПИФН. Инвестиционные паи такого рода фондов, как относительно менее рискованный актив, должны характеризоваться значением минимальной суммы инвестирования, доступной максимальному количеству розничных инвесторов;

*частный*, предусматривающий ограниченный доступ к информации о деятельности ЗПИФН. Такие фонды должны формироваться в интересах ограниченного круга лиц, которому данная информация будет доступна, и могут не иметь требования к обязательному обращению своих инвестиционных паев. В дальнейшем допустима процедура изменения режима функционирования фонда на «публичный».

Тем самым вводится ограничение возможности принятия участия в коллективном инвестировании жилищного строительства для подавляющего большинства граждан России, что можно преодолеть, предоставив право жилищно-накопительным кооперативам приобретать инвестиционные паи ЗПИФН на средства, аккумулированные в виде паевых взносов в жилищно-накопительные кооперативы.

Возможно, преодолеть вышеозначенные внутренние факторы и частично внешние факторы развития экономических отношений в рамках системы коллективных инвестиций в жилищное строительство через разработку и внедрение модели коллективного инвестирования жилищного строительства, основным структурным элементом которой является закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости.

## 2.2. Факторы, определяющие развитие коллективного инвестирования как приоритетного источника финансового обеспечения инвестиционных проектов жилищного строительства

Жилищный вопрос для большинства населения России сохраняет свою актуальность и по сей день (см. рисунок 15). В бытность СССР обязательства по обеспечению жильем лежало на государстве. Последнее на протяжении всего своего существования не справлялось в должной мере с этой функцией. Поэтому советской правовой системой была допущена возможность вложения средств в долевой строительство для собственных нужд. Осуществлялось это посредством кооперативных товариществ: жилищно-арендных, рабочих жилищно-строительных, общегражданских жилищно-строительных. Жилищно-строительные кооперативы (ЖСК) получали от Цеском-банка ссуды в размере до 90% стоимости дома на срок до 60 лет или на льготных условиях до 99 лет. В послевоенный период ЖСК применялись для строительства и последующей эксплуатации возведенного жилого фонда [90].

Приоритетный национальный проект «Доступное и комфортное жилье – гражданам России» предопределен высоким уровнем социальной значимости проблемы обеспечения комфортных жилищных условий. Высокий уровень неудовлетворенности в этом плане свидетельствует о востребованности мероприятий по повышению объемов инвестирования жилищного строительства.

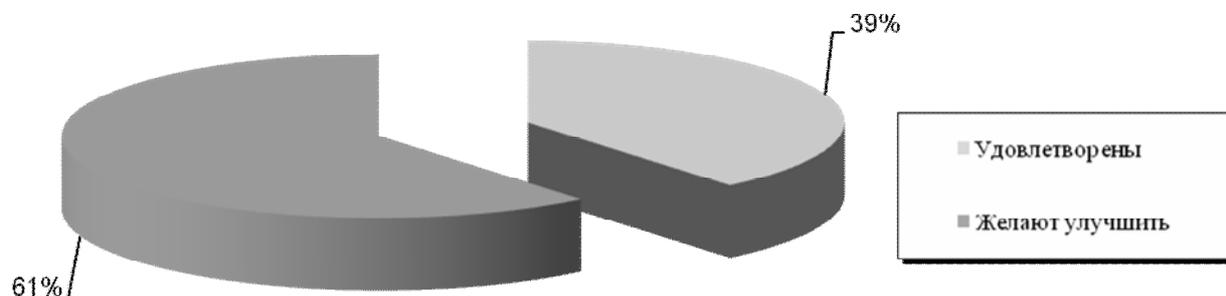


Рисунок 15. Степень удовлетворенности домохозяйств жилищными условиями

Развитие жилищной сферы, с ее многоплановым позитивным воздействием на экономику и социальную стабильность, имеет важнейшее значение для России, которая по основным параметрам, в первую очередь по уровню средней обеспеченности населения жильем – 20,2 м<sup>2</sup> на человека, серьезно (в 2,5-3 раза) уступает не только развитым, но и многим развивающимся странам.

По информации Федеральной службы государственной статистики, в первом полугодии 2011 г. в России введено в эксплуатацию 243,2 тыс. квартир общей площадью 20,7 млн. кв. м, что составило 96,3% к соответствующему периоду 2010 г. В первом полугодии 2010 г. показатель составил 21,5 млн. кв. м жилья, или 99,4% по сравнению с аналогичным периодом 2009 г. Таким образом, текущий показатель в годовом сопоставлении упал на 3,7%.

Среди субъектов Российской Федерации, по данным Росстата, лидирует Московская область, где объем жилищного строительства от сданной в эксплуатацию общей площади жилья по России в отчетный период составил 9%. Вторую строку занимает Краснодарский край (7,9%), третью – республика Татарстан (5,7%). В число «передовиков» вошли также Тюменская, Ростовская и Нижегородская области (4,6%, 3,9% и 3,1% соответственно). К ним примыкают республика Башкортостан – 3,8%, а также Свердловская (2,3%) и Кемеровская область (2%). Рост объемов жилищного строительства в Санкт-Петербурге и Москве составил на каждый город по 4,2%. Как отмечает Росстат, в перечисленных субъектах РФ построено чуть больше половины введенной общей площади жилья в России.

Вместе с тем, указывается в сообщении статистической службы, в первом полугодии наблюдалось снижение ввода жилья по сравнению с первым полугодием 2010 г. в Московской области – на 26,2%, Санкт-Петербурге – на 12,9 %, Краснодарском крае – на 9,5%, Свердловской области – на 3,5%, Тюменской области – на 1,8%.

Картина представляется в негативном свете, особенно в свете обещаний правительства кардинально изменить ситуацию в строительном секторе уже в ближайшие пять лет. Как заявил в начале 2011 г. премьер-министр В. Путин, в ближайшие пять лет объем жилищного строительства в России должен вырасти в полтора раза. За период действия программы «Жилище» (более 600 млрд. руб.) в стране должно быть возведено почти 370 млн. кв. м жилья. А через

восемь лет ежегодные темпы ввода нового жилья должны вырасти более чем в два раза.

По словам директора аналитического департамента ИГ «Норд-капитал» Владимира Рожанковского, в России строительный сектор развивался в последние годы по своим канонам. Его рост во многом был связан с пресловутой коррупционной составляющей: землеотводами, согласованиями, подключениями услуг монополистов и т.д. Каждое звено в этой цепи имело свой «коммерческий» интерес, и он двигал эти проекты вверх. Сейчас, в рамках борьбы с коррупцией, многие порочные (но единственно жизнеспособные в российских условиях) «схемы» стали нежизнеспособными, а на смену им новых пока не возникло. Кроме того, далеко не полностью восстановились объемы ипотечного кредитования, а застройщики, получив уроки кризиса 2008 г., стали работать намного осторожнее – высок риск, что сроки реализации проекта растянутся дольше сроков погашения кредитов.

В 2012 г. ожидается рост количества вводимого в эксплуатацию жилья – после 2009 г. рынок недвижимости практически полностью восстановился, и дома активно строятся. Вероятно также, что причина снижения уровней ввода жилья в эксплуатацию объясняется сложностями с аттестациями и документацией – в последнее время надзор за жилищным строительством в России был усилен, что и отразилось на общей ситуации. Но это временное явление – как только новые нормативы будут освоены на практике, процесс войдет в прежнее русло.

На совещании по вопросам развития малоэтажного строительства, прошедшем в июле 2011 г. в Новом Ступино, В. Путин назвал «безобразием» чрезмерное количество бюрократических процедур в области строительства. По его словам, сейчас необходимо обеспечить застройщикам максимально удобные условия для работы, снять избыточные административные барьеры. Особое внимание он обратил на затраты застройщиков при подключении к инженерным сетям, которые «чрезмерны».

Но ждать решения проблемы в ближайшее время, полагают аналитики, не стоит. Власти выделяют огромные бюджетные средства и ожидают заявленных результатов, но ни для кого не секрет, насколько эффективно расходуются эти средства. До тех пор пока коррупция в России находится на высоком уровне, темпы ввода нового жилья не изменятся. Для того чтобы добиться заявленных

результатов, считает эксперт, нужен эффективный механизм контроля расходования государственных средств на местах, что очень проблематично, когда отрасль сильно коррумпирована.

Еще в 2004 г. среди четырех приоритетных национальных проектов, решение которых поставлено на тот момент Президентом России В. Путиным перед Государственной Думой и Правительством РФ, на первом месте стоит решение жилищной проблемы с использованием системы ипотечного жилищного кредитования. В Послании Президента РФ к Федеральному собранию сказано: «Одной из самых актуальных задач является обеспечение граждан доступным жильем. Правительство, региональные и местные органы власти должны ориентироваться на то, чтобы к 2012 г. минимум треть граждан страны могли бы приобретать квартиру за счет собственных накоплений и с помощью жилищных кредитов. Ипотека должна стать доступным способом решения проблем для людей со средним доходом. Разумеется, нужны и другие формы финансирования – такие как участие граждан в долевом строительстве и жилищно-накопительных программах» [110].

Для решения данной проблемы Министерством экономики и торговли РФ совместно с Министерством регионального развития РФ разработан Национальный проект «Доступное и комфортное жилье – гражданам России».

В период реализации Государственной целевой программы «Жилище» (1993-2001 гг.) и первого этапа Федеральной целевой программы (ФЦП) «Жилище» на 2002-2010 гг. были созданы правовые и организационные основы государственной жилищной политики, определены ее приоритетные направления и отработаны механизмы их реализации. За период 2002-2005 гг. в результате реализации ФЦД «Жилище» и ее программ:

- было усовершенствовано законодательство Российской Федерации, направленное на создание правовых условий развития рынка доступного жилья;

- за счет средств федерального бюджета было обеспечено жильем 97,7 тыс. семей граждан, перед которыми имеются обязательства Российской Федерации по обеспечению жильем, установленные федеральным законодательством; кроме того, за счет средств федерального бюджета было обеспечено жильем 6,7 тыс. молодых семей (за счет всех источников финансирования – 114 тыс. семей), а в рамках реализации подпрограммы «Переселение граждан

Российской Федерации из ветхого и аварийного жилищного фонда» – обеспечено жильем 27,1 тыс. семей (за счет всех источников финансирования);

– удалось обеспечить рост жилищного строительства, значительно превышающий целевые показатели Программы (прирост жилищного строительства в 2004 г. составил 13% по сравнению с 2003 г. при целевом показателе Программы не менее 3% в год);

– значение целевого показателя Программы, отражающего доступность приобретения стандартной квартиры размером 54 м<sup>2</sup> семьей из трех человек исходя из среднего размера совокупных денежных доходов такой семьи, составил в 2004 г. 3,9 лет (по сравнению с 4,8 в 2001 г. и при целевом значении по ФЦП «Жилище» на 2010 г. - 3 года);

– повысилась адресность поддержки населения, связанной с оплатой жилья и коммунальных услуг (в 2004 г. 13% всех семей получали жилищные субсидии).

Вместе с тем анализ итогов первого этапа реализации ФЦП «Жилище» и ее подпрограмм позволил выявить ряд нерешенных проблем. К ним относятся:

– недостаточная ориентированность мероприятий Программы на увеличение объемов жилищного строительства – заложенные в Программе темпы роста жилищного строительства явно не отвечают потребностям современного этапа развития общества;

– отсутствие концентрации федеральных бюджетных ассигнаций на главных направлениях, их распыление по 9 подпрограммам, 5 государственным заказчикам, по всем регионам;

– отсутствие консолидации бюджетных ассигнований федерального, регионального и муниципального уровней;

– слабое использование внебюджетных источников финансирования Программы, в том числе средств частных инвесторов, кредиторов и собственных средств граждан;

– недостаточность предусмотренных федеральных бюджетных ассигнований на выполнение обязательств Российской Федерацией по обеспечению жильем установленных категорий граждан, а также на стимулирование привлечения частных инвестиций для реализации эффективных региональных и местных программ в жилищной и коммунальной сферах;

– распределение дополнительных бюджетных средств на реализацию ФЦП «Жилище» по подпрограммам без комплексного анализа приоритетности направлений расходования [110].

Второй этап (2006-2010 гг.) ФЦП «Жилище» на 2002-2010 гг. направлен на продолжение преобразований в жилищной сфере. При этом новые правовые условия, созданные в результате вступления в силу с 2005 г. пакета федеральных законов по формированию рынка доступного жилья, создают основу для реализации на практике поставленных целей, но требуют широкомасштабных скоординированных действий на всех уровнях государственной власти и местного самоуправления.

На основании анализа итогов первого этапа реализации ФЦП «Жилище» (2002 - 2005 гг.), а также с учетом вступления в силу пакета федеральных законов по формированию рынка доступного жилья в Программу внесены изменения, направленные на обеспечение реализации основных направлений государственной жилищной политики в рамках приоритетного Национального проекта «Доступное и комфортное жилье – гражданам России». Уточнены основные задачи Программы, которые необходимо решить в рамках второго этапа реализации ФЦП «Жилище»:

– создание условий для развития жилищного сектора и повышение уровня обеспеченности населения жильем через увеличение объемов строительства жилья, обеспеченного необходимой коммунальной инфраструктурой, развитие финансово-кредитных институтов и механизмов; создание условий для приведения существующего жилищного фонда и коммунальной инфраструктуры в соответствие со стандартами качества, обеспечивающими комфортные условия проживания;

– обеспечение условий доступа населения к потреблению жилья и коммунальных услуг на уровне, соответствующем их платежеспособному спросу и социальным стандартам.

В рамках Национального проекта на первой стадии реализации (2006 -2007 гг.) выделены 4 приоритета, решение которых обеспечит наибольшее продвижение по пути достижения намеченной цели [93]:

- увеличение объемов ипотечного жилищного кредитования;
- повышение доступности жилья;
- увеличение объемов жилищного строительства и модернизация коммунальной инфраструктуры;

– выполнение государственных обязательств перед отдельными категориями граждан.

Наибольшее значение, по нашему мнению, имеет приоритет, определяющий увеличение объемов жилищного строительства. Это связано со следующими факторами.

Во-первых, увеличение объемов ипотечного жилищного кредитования затруднительно в ситуации, когда последнее не подкреплено соответствующим объемом предложения жилья на рынке. В противном случае будет иметь место рост объемов кредитования, исчисленных в денежной форме. Но этот рост не будет качественным, поскольку количество приобретенных квартир, соответствующее данным объемам, не будет пропорционально их росту. То есть увеличение платежеспособного спроса, обеспеченного ипотечным кредитованием, будет способствовать в большей мере росту цен на жилье, но ни как ни увеличению числа приобретаемых квартир.

Во-вторых, руководствуясь вышесказанным, следует отметить, что повышение доступности жилья в связи с низким уровнем обеспеченности им, логически невозможно без увеличения предложения, что может быть обеспечено лишь приростом объемов строительства.

Перспективы применения тех или иных источников финансирования инвестирования строительства жилья определяются спросом населения на жилье. Согласно данным таблицы 6, граждане в большей мере предъявляют спрос на готовое жилье, нежели на участие в строительстве посредством инвестирования последнего.

Итак, отмечается объективное положение, при котором структура спроса и предложения жилья взаимно не соответствуют. При преобладающем спросе на готовое жилье рынок преимущественно предлагает потребителю участие в инвестировании строительства жилья. Обратившись к данным таблицы 7, отражающим структуру предпочтений домохозяйств, можно заключить, что спрос населения на готовое жилье в размере 75% преимущественно сформирован предпочтением ипотечного кредита на приобретение оно, но ни сколько не участием в инвестировании строительства жилья.

Таблица 7. Структура спроса населения РФ на жилье и структура предложения жилья, %<sup>30</sup>

Характеристика жилья	Параметр	
	Спрос населения	Предложение
Готовое жилье	75	16
Участие в строительстве	25	84

Таким образом, перспективы развития имеют формы инвестирования строительства жилья, предусматривающие предложение готового жилья гражданам с последующим приобретением его в собственность посредством ипотечного кредитования.

Таблица 8. Распределение домохозяйств в зависимости от предпочитаемой финансовой схемы приобретения жилья, %<sup>31</sup>

Финансовые схемы приобретения жилья	Предпочтения
Ипотечный кредит на приобретение готового жилья	51,9
Приобретение или строительство жилья за счет собственных средств	11,2
Накопительная схема	9,2
Кредит на индивидуальное строительство	6,3
Кредит на участие в долевом строительстве	5,9
Участие в долевом строительстве	5,7
Затруднились ответить	9,8

Были выделены две категории форм финансирования строительства жилья. При этом основанием для классификации послужило участие конечного потребителя жилья в инвестировании строительства (см. таблицу 9). К категории форм инвестиционно-кредитных отнесены те, что предусматривают привлечение заказчиком-застройщиком заемных средств и не оговаривают обязательство последнего по передаче прав собственности на объект приложения инвестиций. Это:

- банковское кредитование;
- облигационный заем.

<sup>31</sup>, <sup>30</sup> Осипова Екатерина. Что и как вложить в ЗПИФ? Сложности и риски оплаты инвестиционных паев денежными средствами // «Рынок ценных бумаг», №11 2011.

Таблица 9. Действующие формы поступления инвестиций для строительства жилья: недостатки

Форма	Недостатки
<b>1. Инвестиционно-кредитные</b>	
1.1. Банковское кредитование	- отсутствие кредитной истории строительных предприятий как заемщиков;
1.2. Облигационный заем	- уровень обеспечения кредита; - высокий уровень нерыночных рисков строительства, которые затрудняют возможность контролировать кредитором заемщика ввиду специфики его деятельности; - низкий уровень прозрачности ведения финансово-хозяйственной деятельности строительных организаций.
<b>2. Совместное инвестирование</b>	
2.1. Договор участия в долевом строительстве	- необходимость инвестировать сумму, соизмеримую с рыночной стоимостью жилья; - необходимость предоставления обеспечения исполнения обязательств застройщиком; - транзакционные издержки, связанные с государственной регистрацией каждого договора в отдельности; - повышение себестоимости за счет привлечения кредитных средств на предынвестиционном периоде.
2.2. Облигации – жилищные сертификаты	- необходимость заказчику-застройщику гарантированно обеспечить погашение облигаций жильем по расценкам, заранее оговоренным и не подлежащим пересмотру; - индексация стоимости облигаций в случае погашения в денежной форме.
2.3. Жилищно-строительные кооперативы (ЖСК)	- ограничение на строительство одного объекта; - отсутствие законодательной базы в части регулирования и установления: требований к удовлетворению финансовых нормативов; процедуры накопления средств и погашения долга членами ЖСК; совершения финансово-рискованных сделок; системы раскрытия информации о ведении финансово-хозяйственной деятельности ЖСК.
2.4. Жилищно-накопительный кооператив	- необходимость накопления пайщиком суммы, составляющей не менее 30% от стоимости приобретаемого жилья; - право на приобретение или строительство жилья у члена ЖНК появляется через 2 года после его вступления в ЖНК. - ограничение по сроку погашения стоимости жилья; - ограниченность в возможности привлечения кредитных ресурсов. - незащищенность паевых взносов от обесценения.

Категорию форм совместного инвестирования составили формы инвестирования строительства жилья, которые согласно Федеральному закону «Об участии в долевом строительстве» [35] позволяют производить привлечение денежных средств граждан для строительства многоквартирных домов юридическим лицом с принятием на себя обязательств, после исполнения которых у гражданина возникает право собственности на жилое помещение в строящемся многоквартирном доме. В их число вошли:

- договор участия в долевом строительстве;
- облигации – жилищные сертификаты;
- жилищно-строительный кооператив;
- жилищно-накопительный кооператив.

Таким образом, действующие формы финансирования инвестирования строительства жилья характеризуются следующим:

1. Обеспечение строительства инвестиционными ресурсами на предьинвестиционном периоде строительства жилья возможно лишь за счет привлечение заемных средств посредством инвестиционно-кредитных форм финансирования, что ввиду значительных недостатков связано с высоким уровнем издержек по обеспечению заимствований;

2. Дополнительные издержки, имеющие место на предьинвестиционном периоде строительства жилья, повышают себестоимость строительства и ложатся бременем на участников форм совместного инвестирования.

Тот факт, что из 61% домохозяйств, желающих улучшить свои жилищные условия (см. рисунок 15), способны сделать это за счет собственных средств лишь 11,2% (см. таблицу 8) свидетельствует о следующем.

Во-первых, население, нуждающееся в улучшении жилищных условий, в большей своей части не имеет возможности принимать участие в финансировании строительства посредством форм совместного инвестирования.

Во-вторых, спрос, предъявляемый на приобретение жилья за счет ипотечного кредита, не может быть удовлетворен иначе как посредством инвестиционно-кредитных форм финансирования строительства жилья.

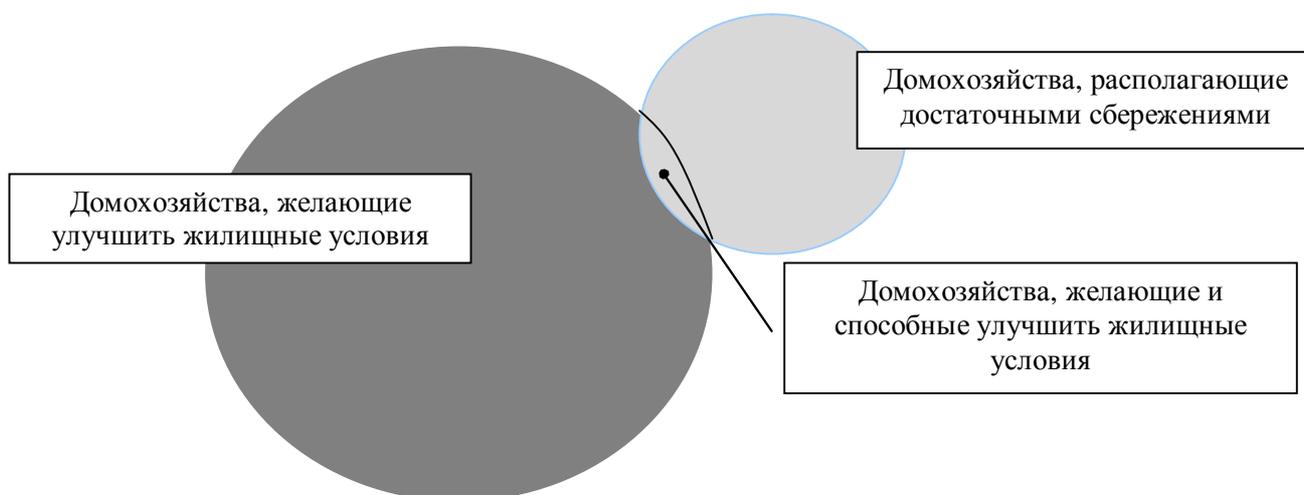


Рисунок 16. Домохозяйства, желающие и способные улучшить жилищные условия в общем объеме нуждающихся в жилье

Согласно результатам всероссийского опроса ВЦИОМ (см. таблицу 9), 48% респондентов, нуждаясь в улучшении жилищных условий, не находят для этого никаких возможностей. Лишь 10% имеют возможность приобрести жилье за счет собственных средств или с помощью ипотечного кредита. Данные показатели говорят об отсутствии у большинства граждан финансовой возможности не только приобрести жилье, но и воспользоваться ипотечным кредитом.

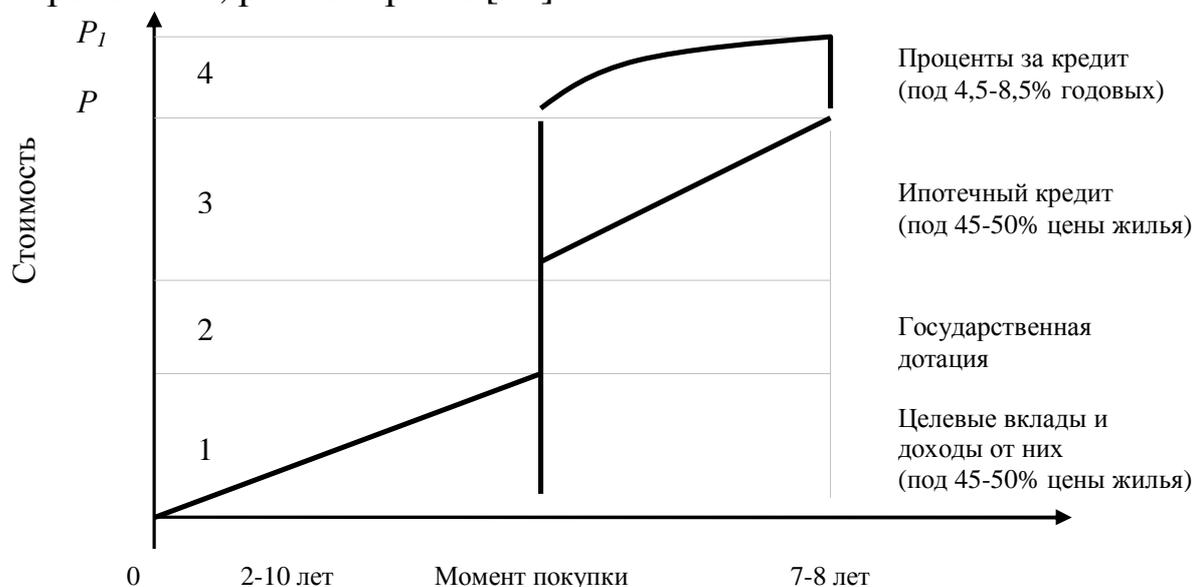
Таблица 10. Распределение ответов на вопрос «Собираетесь ли вы улучшить свои жилищные условия? Если да, то каким образом?», %<sup>32</sup>

Вариант ответа	Доля
Собираюсь приобрести жилье в собственность за счет своих средств	5
Собираюсь взять ипотечный кредит	5
Собираюсь получить жилье от государства на условиях социального найма	2
Собираюсь снимать жилье на условиях коммерческого найма	1
Рассчитываю на ведомственное жилье	1
Не собираюсь улучшать жилищные условия, так как в этом нет необходимости	33
Хотел бы улучшить жилищные условия, но для этого нет никаких возможностей	48
Затрудняюсь ответить	5

<sup>32</sup> Источник: ВЦИОМ, пресс-выпуск №661

На этом фоне формируется востребованность в инструменте, позволяющем гражданам, которые на данный момент не располагают собственными средствами в достаточном объеме, производить целенаправленное накопление средств, предназначенных для приобретения жилья. В мировой практике целевые жилищные накопления осуществляются в специализированных ссудно-сберегательных учреждениях – строительно-сберегательных кассах (ССК). ССК в форме *Vausparkasse* зародились в Германии. ССК создаются как действующими банками, либо работают независимо. Графическая интерпретация системы стройсбережений, применяемой в Германии, приведена на рисунке 17.

В строительно-сберегательных кассах предполагается некая финансовая автономность и замкнутость. При этом кредитование в меньшей степени зависит от рынка капитала, так как система позволяет устанавливать собственные депозитные и кредитные ставки, компенсируя последние за счет низких ставок по депозитам. Ставки неизменны в течение всего срока и в период накопления составляют 2,5-4,5%, в период кредитования – 4,5-8,5%. Выплаты кредита также фиксированные, равномерные [42].



$P$  – цена потребления жилья на рынке;

$P_1$  – фактическая стоимость жилья с учетом кредитной нагрузки

Рисунок 17. Графическая интерпретация системы стройсбережений, применяемой в Германии<sup>33</sup>

<sup>33</sup> Кубасова Т. Региональные аспекты формирования рынка доступного жилья // «Имущественные отношения в РФ», № 12 2004

В рамках ССК кредитные ресурсы формируются непосредственно самими заемщиками по принципу кассы взаимопомощи за счет контрактных сбережений. Контрактные сбережения представляют собой постепенные накопления первичного капитала и являются обязательным условием выдачи ссуды. Ежемесячно вкладчик *Bausparkasse* выплачивает установленные заключенным контрактом взносы. После того, как сумма вклада достигает 40-50% договорной (обычно, при оговоренном минимальном сроке накопления) вкладчик может получить ссуду или ипотечный кредит сроком на 10-18 лет.

В Германии за время существования системы строительных сбережений были мобилизованы и предоставлены в форме кредитов около 800 млрд. евро. Каждый третий житель и 45% всех семей имеют договор строительного вклада. Через систему стройсбережений было профинансировано 45% приобретаемого жилья, или 13 млн. квартир. После краха социалистического лагеря в начале 1990-х гг. некоторые страны Восточной Европы внедрили германскую модель ССК. В Чехии, Словакии и Польше до 50% граждан улучшают свои жилищные условия через систему ССК [42].

Модель строительно-сберегательных касс может быть применена в условиях ценовой стабильности, что на данном этапе развития рынка жилья не наблюдается, или для обеспечения более прозрачного прохождения государственных субсидий на жилищное строительство, но ни как ни инструмент эффективного сбережения средств, предназначенных для приобретения жилья, и взаимного кредитования вкладчиков ССК на длительный срок. Вместе с тем, согласно национальному проекту «Доступное и комфортное жилье – гражданам России», в течение 2004-2010 гг. необходимо достичь удвоения объемов ввода жилья. По нашему мнению, таких темпов прироста строительства жилья с использованием существующих форм финансирования жилищного строительства достичь затруднительно.

При этом, по экспертным оценкам, общая потребность россиян в жилье превышает 1,5 млрд. м<sup>2</sup>. И даже если будет решена стратегическая задача, поставленная президентом и в ближайшее время будет сдаваться по 80 млн. м<sup>2</sup> ежегодно, понадобится не менее 18 лет, чтобы удовлетворить сегодняшние нужды населения России в жилье.

В 2004-2006 гг. источниками финансирования заказчиков-застройщиков были: банковские кредиты и собственные средства компаний – 10%, средства частных инвесторов («дольщиков»), привлеченные на ранней стадии строительства – 90% [102]. Следует заключить, что заказчики-застройщики предъявляют спрос на

инвестиционные ресурсы, необходимые для финансирования инвестиционно-строительных проектов на предьинвестиционном этапе, но существующие инвестиционно-кредитные формы не способны обеспечить приемлемые условия для заемщиков (см. таблицу 9). В этом отношении коллективное инвестирование жилищного строительства предоставляет возможность обеспечения финансирования строительства жилья в течение предьинвестиционного периода строительства жилья на привлекательных для заемщика условиях. ЗПИФН вправе инвестировать аккумулированные средства на ранних стадиях реализации инвестиционно-строительного проекта и способен обеспечить заказчика-застройщика финансированием в полном объеме. Одновременно применение структуры ЗПИФН в рамках системы коллективного инвестирования жилищного строительства имеет ряд преимуществ по сравнению с действующими формами обеспечения организаций жилищного строительства инвестициями. А именно.

***Участие широкого круга инвесторов.***

В качестве субъектов выступают: застройщик, физические лица (граждане), юридические лица (организации, банки, инвестиционные компании, пенсионные фонды). Состав субъектов инвестирования носит произвольный характер и может свободно корректироваться.

При этом инвесторы могут иметь статус как резидента РФ, так и нерезидента. Российское законодательство предоставляет иностранным инвесторам правовой режим деятельности и использования полученной от инвестиций прибыли не менее благоприятный, чем правовой режим деятельности и использования полученной от инвестиций прибыли, предоставленный российским инвесторам, кроме изъятий, устанавливаемых федеральным законодательством. При этом отсутствуют ограничения на участие в капитале и, соответственно, распределение прибыли от деятельности управляющих компаний.

***Формирование индивидуальной инвестиционной стратегии.***

Участие в коллективном инвестировании реализуется через приобретение инвестиционного пая, который, являясь ценной бумагой, имеет свободное обращение и, таким образом, может выступать объектом купли, продажи, залога. Инвестор имеет возможность на любой стадии реализации инвестиционно-строительного проекта вступить в ЗПИФН, приобретя инвестиционный пай, и совершать любые сделки с ним, законодательно разрешенные.

***Параллельная реализация целей субъектов.***

Участие в коллективном инвестировании обеспечивает возможность взаимовыгодного сотрудничества субъектов

инвестиционного процесса. Застройщика получает возможность стабильного ведения хозяйственной деятельности. Юридические лица – низкорисковый инвестиционный инструмент, обеспечивающий положительную доходность. Физические лица – способ сохранения накопленных средств; эффективное аккумулирование средств, предназначенных для приобретения жилья.

***Аккумуляция значительного объема средств.***

Отсутствие каких-либо ограничений на размер активов закрытого паевого фонда недвижимости позволяет привлекать необходимый объем средств как на стадии формирования ЗПИФН, так и в ходе его функционирования посредством дополнительного размещения паев. Это обуславливает следующее преимущество.

***Реализация инвестиционно-строительных проектов, требующих аккумуляции значительного объема средств.***

Финансирования строительства жилья, вообще, и коллективное инвестирование в жилищном строительстве, в частности, за счет эффекта масштаба может получить наибольшую отдачу в результате осуществления комплексной застройки.

***Проработанность нормативно-правовой базы.***

Институт коллективных инвестиций, будучи социально значимым, является наиболее проработанной областью финансовых отношений в силу того, что предоставляет инвестиционные продукты массовому розничному инвестору – физическим лицам.

***Профессиональное управление.***

Управление осуществляется управляющей компанией, штат которой составляет команда высококвалифицированных менеджеров в области инвестиций. Это обеспечивает постоянный контроль над реализацией инвестиционно-строительного проекта, что снижает нерыночные риски, присущие строительным организациям

Таким образом, имеют место предпосылки, определяющие ЗПИФН как инструмент коллективного инвестирования в рамках системы коллективных инвестиций жилищного строительства в качестве действенного механизма аккумуляции свободных средств с последующим вложением их в реализацию приоритетных мероприятий по обеспечению роста объемов ввода жилья на ближайшую перспективу в рамках реализации приоритетного национального проекта «Доступное и комфортное жилье – гражданам России».

### 2.3. Оценка зарубежного опыта коллективных инвестиций в недвижимость

Недвижимость представляет собой актив, предоставляющий весьма привлекательные инвестиционные возможности для институциональных инвесторов. Несмотря на то, что развитие рынка перемежается периодами спадов, недвижимость – долгосрочный актив, приносящий устойчивый доход. В развитых странах опыт коллективных инвестиций в недвижимость насчитывает более 40 лет (см. таблицу 11).

Таблица 11. Хронология формирования института коллективных инвестиций по странам<sup>34</sup>

Страна	Год	Страна	Год
США	1961	Япония	2001
Австралия	1971	Сингапур/Китай	2002
Голландия	1972	Франция	2003
Канада	1993	Гонконг	2003
Бельгия	1995	Россия	2003

В зарубежной практике страховые компании, особенно те, что специализируются на страховании жизни, являются активными инвесторами в объекты недвижимости. Большая часть их инвестиций состоит из «прямых сделок», которые предусматривают единоличное владение недвижимостью инвестором. Для выполнения определенных функций инвестор может привлекать третьих лиц. Пенсионные фонды, как государственные, так и частные, стали активными инвесторами на рынке недвижимости в конце 1970-х – начале 1980-х гг., когда в США наблюдался пик цен на недвижимость. Несмотря на то, что значительная часть пенсионных фондов являются непосредственными участниками сделок с недвижимостью, большая их часть инвестирует средства через *commingled funds* – смешанные фонды.

Смешанные фонды обычно представляют собой товарищества с участием инвесторов. Управляющие фирмы организуют

<sup>34</sup> См.: Россия входит в десятку мировых держав по развитию индустрии инвестиционных фондов недвижимости // Аналитика сайта <http://realtyinvestments.ru>

товарищество и выполняют функции консультанта и менеджера по управлению собственностью товарищества.

История появления первых фондов недвижимости (трастов) в США относится к 1880-м гг. Тогда инвесторы создавали трасты, чтобы избежать двойного налогообложения. Дело в том, что такие трасты не платили корпоративного налога на прибыль, которая распределялась среди бенефициаров. Однако такое преимущество было ликвидировано в 1930 г., когда ввели двухступенчатое налогообложение: сначала корпоративный налог на прибыль уплачивал фонд, а после распределения дохода конечным инвесторам налог уплачивали сами пайщики. В отличие от фондов облигаций или акций, фонды недвижимости в течение последующих 30 лет не могли обойти введенный в 1930 г. закон.

В США родоначальником института коллективного инвестирования в недвижимость стали смешанные фонды недвижимости – *Commingled Real Estate Funds, CREFs*. Первые из них были открытыми, в том смысле, что их участники имели возможность вступить и покинуть фонд на основе оценочной стоимости активов, определявшейся менеджерами. В дальнейшем популярность приобрели закрытые смешанные фонды, создававшиеся на определенный срок и предусматривающие отсутствие возможности покинуть фонд или принять в него новых участников. Ситуация для *CREFs* была благоприятной до конца 1980-х гг., когда цены на недвижимость стали падать и инвесторы не могли покинуть фонд из-за невозможности быстро реализовать недвижимость, составляющий последний, и отсутствия новых участников. Это выявило основной недостаток такой структуры – низкий уровень ликвидности. То есть у участников *CREFs* не было возможности в оперативном порядке покинуть фонд с одновременным возвратом вложенных средств [159].

Альтернативой стало применение механизма владения недвижимостью в форме инвестиционных трастов недвижимости – *Real Estate Investment Trusts, REITs*. Правовая база для их функционирования была создана Конгрессом США в 1960 г., принявшим федеральный закон об инвестиционных трастах недвижимости (*Real Estate Investment Trust Act of 1960*).

После Второй мировой войны спрос на трасты резко возрос, что заставило президента США Эйзенхауэра в 1960 г. подписать положение, восстанавливающее особый статус фондов недвижимости

при налогообложении доходов, признавая их промежуточным звеном (pass-through entity), то есть некой формой инвестирования, тем самым отменяя двойное налогообложение. Данное постановление положило начало бурному развитию инвестиционных трастов в форме REITs.

При этом целью ставилось дать возможность мелким инвесторам наряду с институциональными (как в случае с CREFs) осуществлять вложения в крупную высокодоходную недвижимость.

REITs стали важным инвестиционным механизмом, с одной стороны, владения недвижимостью и, с другой – заимствований. Ввиду высокой капиталоемкости и рыночной специфики лишь немногим инвесторам доступна покупка и финансирование объектов коммерческой недвижимости. REITs выступают в качестве альтернативы крупным долгосрочным капиталовложениям. Участие в большинстве REITs связано с минимальными транзакционными издержками, ведь их акции являются публично торгуемыми ценными бумагами [171].

Широкое развитие REITs получили уже в конце 60-х – начале 70-х гг. XX в. Положительный опыт функционирования отрасли подвиг другие страны (см. таблицу 10) к формированию соответствующей отрасли. При этом в данных странах американские трасты были приняты как основа для формирования национального законодательства и, таким образом, стали прототипами создаваемых финансовых институтов.

По сути REITs – закрытые акционерные фонды со свободно обращающимися акциями, специализирующиеся на инвестициях в сектор недвижимости. На них распространяется благоприятный режим налогообложения, освобождающий от уплаты налогов на корпоративные доходы и предусматривающий исключение из налогооблагаемой базы суммы выплачиваемых дивидендов. На начальном этапе коммандитные товарищества недвижимости (real estate limited partnerships) активно применяли структуру REITs для оптимизации налогообложения. Однако федеральный закон от 1986 г., объектом которого выступила налоговая реформа (Tax Reform Act (TRA) of 1986), пресек эту практику. Данный документ внес существенные требования к REITs. Теперь законодательно установлен запрет на использование их исключительно для владения недвижимостью, что широко практиковалось коммандитными

товариществами, но введено предписание применять REITs для управления недвижимым имуществом и его эксплуатации [171].

Вместе с тем к REITs предъявляются жесткие требования [170]:

1) 75% активов должны составлять закладные, объекты недвижимости, государственные ценные бумаги;

2) по меньшей мере, 95% налогооблагаемого дохода (с 2001 г. – 90%) ежегодно должно быть распределено среди держателей акций фонда;

3) не менее 75% валового дохода должно быть получено от арендных платежей, закладных на недвижимость и прибыли от реализации недвижимости;

4) недвижимость не должна использоваться в целях преимущественно перепродажи;

5) в портфеле должно быть не менее 10 объектов, стоимость каждого из которых не может превышать 15% стоимости активов фонда;

6) число акционеров должно насчитывать, по крайней мере, 100лиц.

Национальная ассоциация инвестиционных трастов недвижимости (National Association of Real Estate Investment Trusts, NAREIT) классифицирует REITs на три категории [170]:

1. Equity REITs – трасты, напрямую владеющие недвижимостью и получающие прибыль в форме арендных платежей. В числе их активов главным образом офисные здания, торговые центры, складские комплексы, жилая недвижимость;

2. Mortgage REITs – ипотечные трасты. Они инвестируют в долговые обязательства, обеспеченные закладными;

3. Hybrid REITs – трасты, владеющие как объектами недвижимости, так и закладными – совмещение формы Equity REITs с Mortgage REITs.

Equity REITs инвестируют в объекты коммерческой недвижимости, осуществляя покупку и последующий ее девелопмент для получения дохода в будущем. Их доход складывается из арендной платы и других текущих платежей. Большинство фондов на американском рынке (более 96%) – Equity REITs. Их можно назвать фондами текущего дохода, или рентными фондами.

Mortgage REITs способствуют выдаче ипотечных кредитов, выкупают предметы залога, кредитуют собственников недвижимости, а также приобретают ипотечные ценные бумаги. Их доход

складывается из платежей по ипотеке. Количество таких фондов среди других групп – около 1,6%.

Hybrid REITs представляют собой гибрид Equity REITs и Mortgage REITs и составляют 2,3% (при данных расчетах рассматривались REITs, паи (акции) которых торгуются на биржевом рынке). Согласно другой классификации REITs делятся на следующие три большие группы:

1) публичные фонды (publicly traded REITs), паи которых торгуются на фондовых биржах;

2) фонды, паи которых торгуются на внебиржевом рынке (non-exchange traded REITs). Правилами часто устанавливается, что по прошествии определенного количества лет (как правило, 10 лет) с момента создания фонда non-exchange traded REITs должен быть ликвидирован или переведен в категорию публичных фондов;

3) частные фонды (private REITs), учреждаемые в интересах узкого круга лиц и не являющиеся ни публичными, ни фондами внебиржевого рынка.

К 1970 г. в США функционировало около 50 трестов, и суммарная рыночная стоимость их активов не превышала 500 млн. долл. Бурно расти рынок REIT начал в 1990-х гг., и за последние 10-12 лет активы инвестиционных трестов недвижимости выросли почти в четыре раза.

Популярность REITs росла вплоть до 1980-х годов, привлекая инвесторов налоговыми льготами. Налоговая реформа 1986 г. позволила фондам REITs управлять недвижимостью напрямую, а в 1993 г. инвестировать в REITs было разрешено и пенсионным фондам. Такая направленность реформ способствовала росту интереса к REITs, а также увеличению их количества.

С момента начала освещения (1971г.) NAREIT сводной информации о фондах недвижимости стоимость чистых активов REITs возросла в 300 раз - с 1,5 млрд. до 450 млрд. долл. (на начало 2012 г.). С 1971 г. количество REITs неуклонно увеличивается, однако примерно с 1994 г. на рынке наблюдается некая стагнация: новых фондов регистрируется все меньше.

В 2001 г. REITs были включены в расчет индекса S&P 500 (наиболее часто используемый в США бенчмарк), что было позитивно оценено рынком в целом. Стоимость чистых активов REITs с 2001 г. возросла более чем в 2 раза (см. рисунок 18). Подробнее – см. Приложении 5.

На конец 2011 г. в США работало 160 REITs с суммарной капитализацией порядка 450 млрд. долл. При этом доминирующей категорией являются Equity REITs – 152 траста. Несмотря на это капитализация фондов растет. Это может свидетельствовать о том, что с рынка уходят менее успешные фонды – их заменяют более доходные и качественные REITs. Таким образом, капитализация рынка неуклонно росла и продолжает увеличиваться, однако развитие отрасли происходило неравномерно.

Согласно этапам формирования законодательства, регулирующего деятельность REITs, можно выделить как минимум 3 стадии развития фондов недвижимости:

Первый этап (до 1960 г.): фонды недвижимости существовали как обыкновенные корпорации и лишь выполняли функции коллективных инвесторов, агрегируя средства мелких инвесторов, желающих заработать на недвижимости.

Второй этап (1960-1986 гг.): REITs признаны промежуточным звеном между мелкими инвесторами и крупными инвестициями в недвижимость и освобождены от уплаты корпоративного налога на прибыль в случае, если соответствовали названным выше условиям.

Третий этап (после 1986 г.): REITs разрешено не только владеть недвижимостью, но и управлять ею.

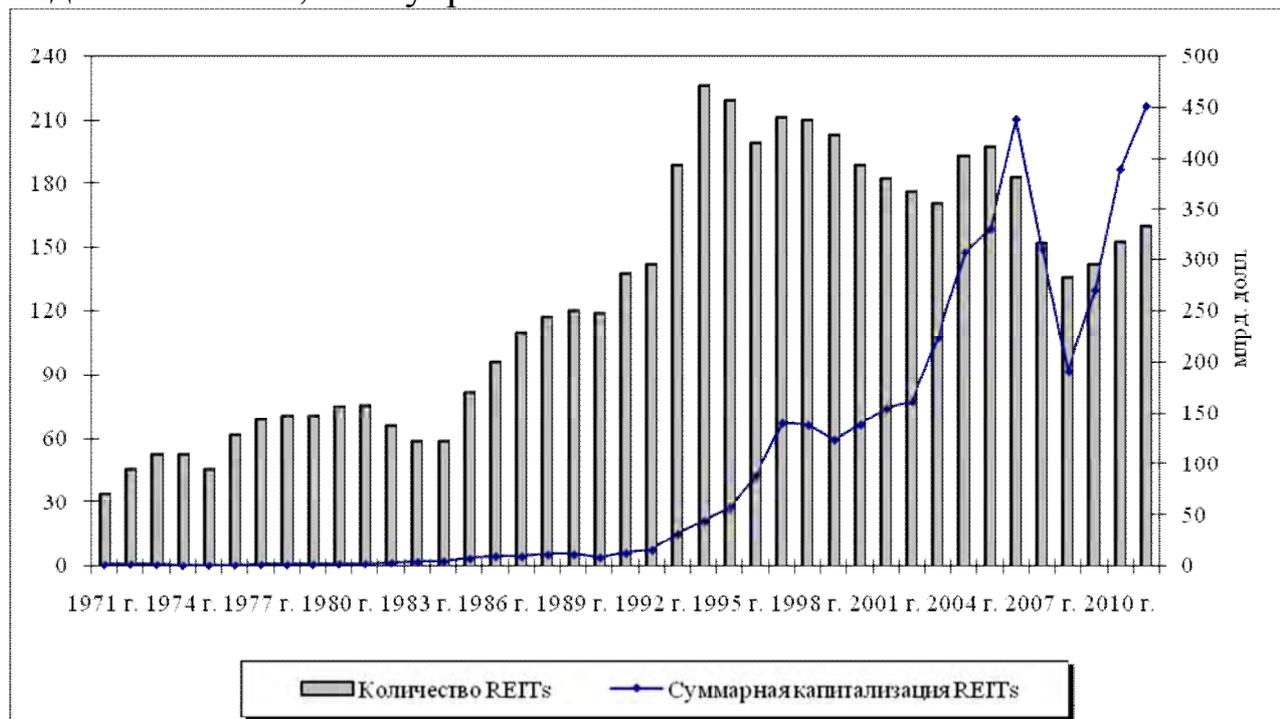


Рисунок 18. Количество REITs, рыночная капитализация REITs в 1971-2012 гг. (по состоянию на начало года)<sup>35</sup>

<sup>35</sup> Источник: Historical REIT Industry Market Capitalization: 1972-2011. По данным официального сайта NAREIT. См.: <http://www.reit.com/IndustryDataPerformance/MarketCapitalizationofUSREITIndustry.aspx>

На более ранних стадиях развития REITs на рынке преобладали Hybrid REITs и Mortgage REITs . Капитализация Equity REITs была небольшой – всего 332 млн. долл., или 22,22% от всего рынка публичных REITs. На первом этапе доля Hybrid REITs оставалась практически неизменной (около 40%). Остальные 60% рынка перераспределялись приблизительно поровну между Hybrid REITs и Mortgage REITs.

На втором этапе Equity REITs удалось сохранить долю на рынке REITs на уровне 30-40%, капитализация Mortgage REITs росла, вытесняя с рынка Hybrid REITs. Скорее всего, это связано с бумом на рынке ипотечного кредитования, нежели с факторами, влияющими на рынок коммерческой недвижимости.

С 1986 г., когда REITs было разрешено заниматься девелопментом недвижимости, популярность Equity REITs, являющихся, по сути, фондами коммерческой недвижимости, стала резко возрастать. Инвестиции в данный сегмент фондов недвижимости за 20 лет увеличились почти в 70 раз. В то же время росла и доля рынка таких REITs, увеличиваясь на 3-7% в год. На данный момент Equity REITs по-прежнему находятся в центре внимания большинства мелких инвесторов рынка недвижимости.

Согласно опросу компании CBS MarketWatch, 84% американцев считают недвижимость спасительной гаванью, то есть надежным объектом пристраивания средств. В США около 2/3 инвестиционных трастов недвижимости обращают свои акции на крупнейших американских биржах - New York Stock Exchange, American Stock Exchange, NASDAQ. На внебиржевом рынке существует вторичное обращение практически всех REITs.

О высоком уровне привлекательности коллективного инвестирования в недвижимость свидетельствует её низкая корреляция с другими финансовыми активами. Это делает инвестиционные трасты недвижимости прекрасным инструментом диверсификации, так как обеспечивает снижение риска инвестиционного портфеля при заданном уровне доходности.

Периодические выплаты, производимые североамериканскими REITs категории equity (отраженные в NAREIT Equity Index), по размеру превосходят средневзвешенную дивидендную доходность ценных бумаг, входящих в индекс S&P 500 (см. рисунок 19).

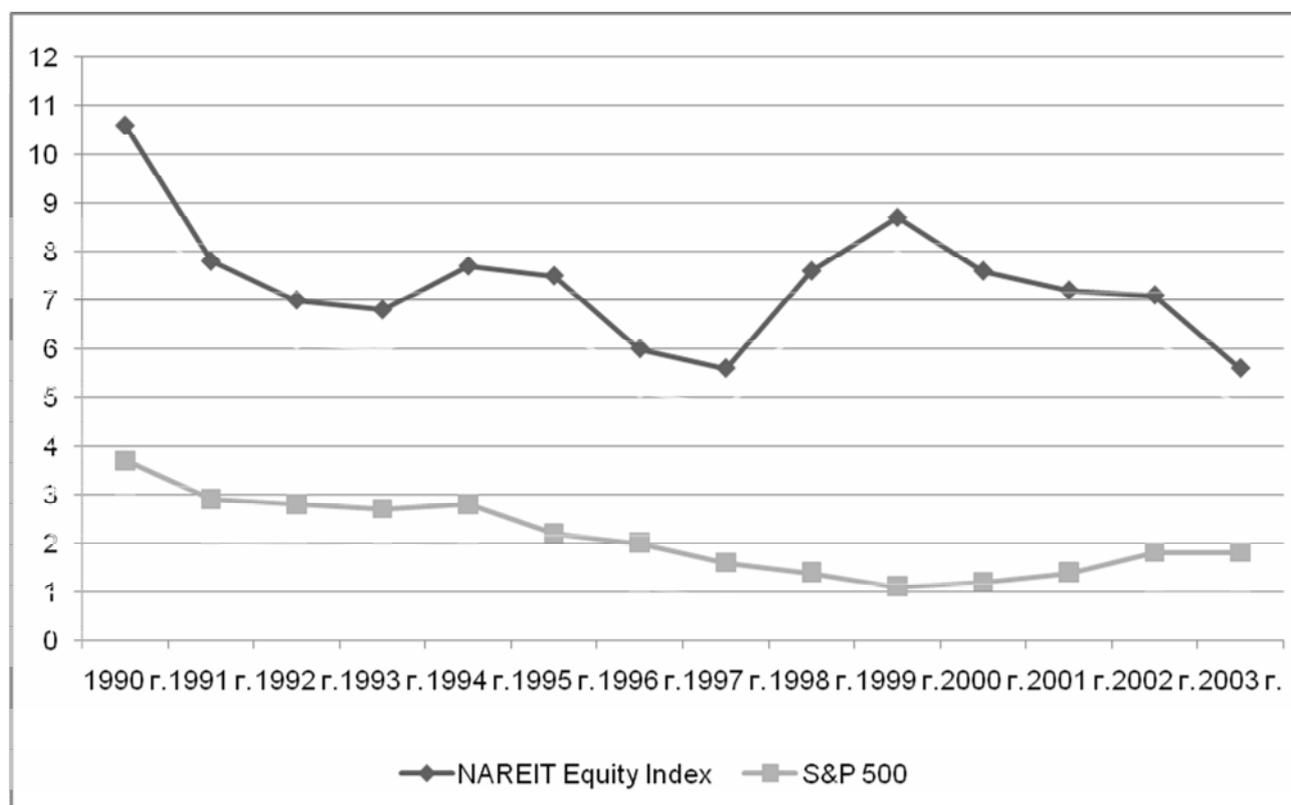


Рисунок 19. Динамика доходности REITs категории Equity и индекса S&P 500 в 1990-2003 гг.<sup>36</sup>

В 2001 г. компания Ibbotson Associates, занимающаяся проблемами оптимального распределения активов (asset allocation), провела исследование в отношении исторической доходности REITs. Исследование показало следующие результаты:

- вложения в REITs имеют привлекательное соотношение между риском и доходностью;
- корреляция между динамикой REITs и другими классами активов в течение 30 лет существенно снизилась;
- добавление REITs в диверсифицированный портфель приводит к увеличению доходности при снижении риска;
- включение REITs в портфель создает защиту от нестабильности и слабых результатов других составляющих портфеля.

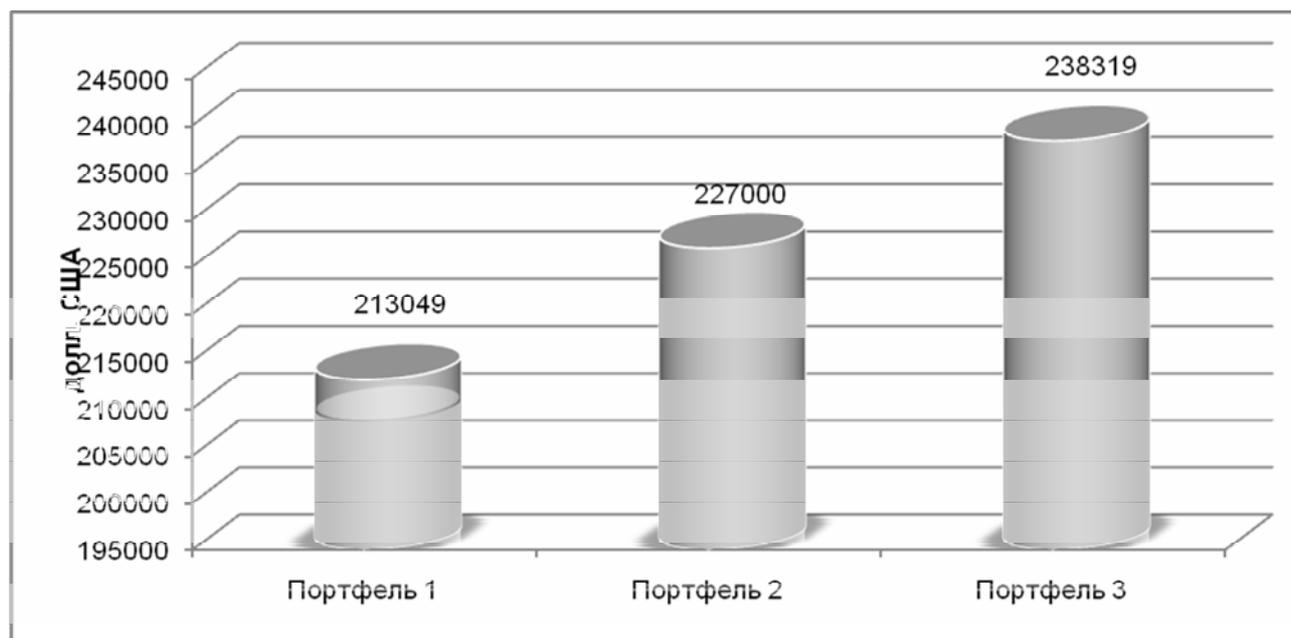
Базовый портфель, который использовала в своем исследовании компания Ibbotson, состоял на 40% из облигаций (двадцатилетние

<sup>36</sup> По данным National Association of Real Estate Investment Trusts и Standard and Poors

облигации правительства США), на 50% из акций (представленных индексом S&P 500) и на 10% из трехмесячных казначейских векселей (Treasury bills). В период между 1972 и 2000 гг. этот портфель показывал среднегодовую доходность 11,8% при риске 11,2%.

Когда в портфель были введены риэлтерские трасты (представленные индексом NAREIT Equity Index), и распределение активов стало выглядеть следующим образом: 35% облигации, 45% акции, 10% векселя, 10% REITs, среднегодовая доходность портфеля для того же периода времени выросла до 12% на фоне снижения риска до 10,9%. В третьем портфеле доля REITs была увеличена до 20%, облигации составляли 30%, акции – 40% и векселя – 10%. Его среднегодовая доходность выросла до 12,2%, тогда как риск снизился до 10,8%. Таким образом, REITs действительно обладают способностью увеличивать доходность при сглаживании риска.

На основе этих данных появилась возможность проанализировать рост стоимости 10 тыс. долл., вложенных в каждый из трех портфелей в 1972 г. (при условии реинвестирования дивидендов). Рисунок 20 демонстрирует высокий уровень эффективности REITs в качестве компонента инвестиционного портфеля.



Источник: Ibbotson Associates.

Рисунок 20. Результат инвестирования 10 тыс. долл.

в 1972 г к 2000 г.

Итак, REITs позволяют улучшить структуру портфеля из традиционных акций и облигаций. Для инвесторов REITs привлекательны высоким уровнем текущего дохода и возможностью умеренного долгосрочного роста капитала. Кроме того, они обеспечивают определенную защиту от инфляции.

Удачному примеру США последовали и другие страны. В 1993 г. инвестиционные тресты недвижимости появились в Канаде, в 2001 г. – в Японии, в 2003 г. – во Франции и Гонконге. В Европе подобный инструмент инвестирования пока практически не используется. Великобритания вводит такую форму коллективных инвестиций в недвижимость в начале 2007 г. Правительство Германии 2.11.2006 г. одобрило проект закона о REIT, и скорее всего в ФРГ тресты появятся в ближайшее время. Эксперты отмечают, что период бурного роста рынка недвижимости в США подошел к концу и теперь ситуация выглядит более перспективной не только в развивающихся странах, но и в развитых государствах Европы.

Пока эксперты затрудняются точно подсчитать потенциальную годовую доходность инвестиций в REIT в Европе. Потенциальный рынок REIT в Германии сейчас оценивается в 90-120 млрд. евро. Эксперты благоприятно оценивают перспективы: в ближайшие 10 лет в Европе рынок коллективных инвестиций в недвижимость по объему привлеченных активов достигнет показатель США, отмеченный на конец 2005 г.

Темпы роста рынков недвижимости в Европейском союзе заметно отличаются в разных странах, однако в среднем они прирастают на 10-15% в год. Последнее время европейский рынок недвижимости демонстрирует высокие темпа роста, поэтому в ближайшие годы приток инвестиций в эту сферу будет весьма активен.

Аналитики Deutsche Bank рекомендуют инвесторам отдавать приоритет REIT-фондам, специализирующимся на определенных типах недвижимости (жилой, офисной, коммерческой, на объектах инфраструктуры и др.), а не на вложениях в региональные рынки. Есть и оптимальный размер для REIT-фонда. Небольшие тресты недвижимости, как правило, показывают более высокую доходность, чем крупные. Крупные игроки больше подвержены макроэкономическим рискам [57].

У зарубежных фондов недвижимости принято выделять преимущества перед другими способами вложения средств.

***Ликвидность.***

По сравнению с непосредственной покупкой недвижимости, инвестиции в акции REIT обладают неоспоримым преимуществом – ликвидностью. Собственник не всегда может быстро и выгодно продать принадлежащий ему дом, тогда как акции большинства инвестиционных трастов ежедневно торгуются на основных биржевых площадках США.

***Диверсификация инвестиций.***

Чтобы при заданном уровне доходности снизить риск по портфелю, нужно прибегнуть к диверсификации (включению в портфель различных финансовых инструментов с целью повышения доходности и уменьшения риска). Так как корреляция фондов недвижимости с другими финансовыми активами довольно низкая, REIT являются прекрасным инструментом для диверсификации.

***Защита от инфляции.***

REIT обеспечивают неплохую защиту от инфляции: основной источник доходов инвестиционных трастов – арендная плата, которая, как правило, корректируется с учетом роста общего уровня цен.

***Высокая доходность.***

По доходности фонды недвижимости занимают промежуточное положение между акциями крупных компаний и облигациями. REIT привлекательны для инвесторов высоким уровнем текущего дохода и возможностью умеренного долгосрочного роста капитала в отличие, например, от банковских вкладов, когда вкладчику заранее известен уровень дохода.

***Надежность.***

Не зарегистрировано ни одного случая банкротства REIT. Они гораздо надежнее, чем услуги брокеров или инвестирование в акции крупных компаний, которые могут обанкротиться при неблагоприятных условиях на рынке. «По надежности трасты сопоставимы с американскими гособлигациями,— говорит Игорь Индриксонс, руководитель департамента инвестиций в зарубежную недвижимость компании IntermarkSavills.— Но облигации выгодно покупать при высоких учетных ставках Федерального Резерва, а бумаги трастов – при низких. Лучшим доказательством надежности

REIT служит то, что их основными инвесторами являются страховые компании и пенсионные фонды».

Среди крупнейших фондов недвижимости США следует отметить Simon Property Group, рыночная капитализация которой достигает 19 млрд. долл., а также General Growth Properties с капиталом в 12 млрд. долл. и Kimco Realty с капитализацией свыше 9 млрд. долл. Все эти компании активно работают на рынке коммерческой недвижимости, а Simon Property является лидером не только данной индустрии, но и рынка коллективных инвестиций в целом.

Итак, практический опыт функционирования института коллективных инвестиций в недвижимость за рубежом, насчитывающий свыше 50 лет, показал высокую эффективность применения данного финансового института в качестве источника поступления инвестиционных ресурсов в сферу недвижимости и инструмента инвестирования, доступного мелкому инвестору.

Основные выводы и результаты по Главе 2.

Во-первых, анализ и оценка отечественного опыта коллективного инвестирования жилищного строительства позволил уточнить факторы, определяющие развитие экономических отношений в рамках системы коллективных инвестиций в жилищное строительство, и классифицировать их на факторы внутреннего характера (как то: отсутствие практики реализация инвестиционных проектов по строительству жилья; необходимость единовременного аккумулирования значительного объема активов, как условие формирования ЗПИФН; низкий уровень ликвидности инвестиционных паев ЗПИФН), которые возможно скорректировать консолидацией усилий субъектов коллективного инвестирования, и факторы внешнего характера (как то: отсутствие классификации ЗПИФН в зависимости от состава активов; низкий уровень публичности ЗПИФН; фрагментарность законодательства, регламентирующего налогообложение ЗПИФН; возможность приобретения паев инвесторами, отнесенными к категории квалифицированных), требующие вмешательства регулятора финансового рынка России в лице ФСФР РФ.

Во-вторых, определены факторы, обуславливающие интеграционную роль ЗПИФН в консолидации инвестиционных ресурсов мелких инвесторов и обосновывающие необходимость развития коллективного инвестирования жилищного строительства

как приоритетного источника поступления финансовых ресурсов в строительную отрасль России в целях обеспечения роста объемов жилищного строительства. К их числу отнесено: участие широкого круга инвесторов; формирование индивидуальной инвестиционной стратегии; параллельная реализация целей субъектов; возможность аккумулирования значительного объема средств; реализация инвестиционно-строительных проектов по комплексной жилищной застройке; проработанность нормативно-правовой базы, регулирующей отношения в сфере коллективного инвестирования; профессиональное управление.

В-третьих, анализ зарубежного опыта коллективных инвестиций в недвижимость показал возможность применения данного финансового института в качестве инструмента консолидации инвестиционных ресурсов мелких инвесторов в целях финансирования жилищного строительства. В США REIT (Real Estate Investment Trust,) как компании, которые за счет коллективных инвестиций покупают недвижимое имущество и управляют им или занимаются застройкой, имеет положительную практику функционирования. REIT получает доходы как от роста стоимости долей, так и от аренды недвижимости, в которую траст вложился. Минимум 90% этих доходов он выплачивает пайщикам в виде дивидендов. Большинство REIT передают 100% налогооблагаемой прибыли пайщикам и таким образом избавляются от необходимости платить налог на корпорации. Учитывая продолжительную историю существования индустрии риэлтерских инвестиционных трастов, обеспечиваемую ими стабильную доходность и их низкую корреляцию с традиционными финансовыми инструментами, REITs можно рассматривать как привлекательные объекты для инвестирования.

## Глава 3.

### Модель коллективного инвестирования жилищного строительства

#### 3.1. Организация инвестиционного процесса в рамках модели

В соответствии с действующим Положением о составе и структуре активов паевых инвестиционных фондов [13] следует выделить ряд возможных вариантов участия ЗПИФН в инвестиционно-строительных проектах, предметом которых является жилищное строительство. Каждый из них обусловлен договором, который может быть заключен, или договорами, права по которым может приобретать управляющая компания от имени ЗПИФН.

*Договор участия в долевом строительстве.* Такого рода договора, заключаемые в соответствии с Федеральным законом «Об участии в долевом строительстве» [35] имеют условно инвестиционный характер, поскольку ориентированы они в первую очередь на получение конкретного объекта недвижимости. Об отсутствии инвестиционной природы таких договоров говорит п. 3 ст. 1 вышеозначенного закона. Вместе с тем, работа с такими контрактами через ЗПИФН позволяет использовать их в инвестиционных целях, когда целью инвесторов является получение дохода, а не собственно объекта недвижимости. При этом расчет на экономический эффект специального налогового режима требует соблюдения двух условий: создание фонда на достаточно длительный срок; совершение активных операций, позволяющих выигрывать на реинвестировании без налоговых потерь.

*Инвестиционный договор.* Данные договора заключаются с заказчиком-застройщиком, которому принадлежит земельный участок (на правах собственности или аренды) и (или) заказчиком-застройщиком, который имеет разрешение на строительство объекта на данном земельном участке, или инвестором, инвестирующим строительство объекта и имеющим право на получение в собственность объекта или его части.

Функция ЗПИФН в данном случае сводится к поддержке, а то и рефинансированию, уже организованного инвестиционно-строительного проекта совместно с иным инвестором. При этом все те существенные условия, которые установлены для договора с

заказчиком-застройщиком, должны быть также предметом договора совместного инвестирования.

*Договор строительного подряда.* С экономической точки зрения наиболее эффективной формой финансирования строительства, по нашему мнению, является прямое участие ЗПИФН в инвестировании жилищного строительстве. Обязанностью управляющей компании ЗПИФН в данном случае будет оплата и приемка построенного объекта, обязанностью же генерального подрядчика будут являться строительство объекта в предусмотренный срок и передача в состав активов ЗПИФН построенного объекта. Особым условием данного договора является наличие у ЗПИФН права собственности или аренды на земельный участок под застройку и выделение этого участка для целей строительства. Нами разработана модель коллективного инвестирования жилищного строительства, инвестором в которой выступает ЗПИФН (см. рисунок 23). Последняя позволяет преодолеть ряд факторов развития экономических отношений в рамках системы коллективных инвестиций в жилищное строительство, определенных нами в параграфе 1 Главы 2 настоящего исследования.



Рисунок 21. Взаимоотношения банка (инвестора) и заказчика-застройщика в рамках модели коллективного инвестирования жилищного строительства

Формирование ЗПИФН предлагается производить за счет средств банка. Посредством этого возможна аккумуляция инвестиционных активов в достаточно короткий промежуток времени, отведенный на

формирование ЗПИФН. Общий вид взаимоотношений банка как инвестора и заказчика-застройщика представлен на рисунке 21. При этом ЗПИФН заключает либо инвестиционный договор с заказчиком-застройщиком, а тот – договор строительного подряда с генеральным подрядчиком, либо договор строительного подряда с заказчиком-застройщиком, совмещающим функции генерального подрядчика.

Одновременно банк выполняет ряд инфраструктурных функций по обслуживанию управляющей компании ЗПИФН:

- специализированный депозитарий – контроль за распоряжением и приобретением имущества ЗПИФН;
- специализированный регистратор – контроль учета пайщиков ЗПИФН, предоставление сведений о собственниках имущества ЗПИФН;
- расчетно-кассовое обслуживание – размещение денежных средств ЗПИФН на счетах банка, проведение операций через банк.

В рамках модели в экономические взаимоотношения вступают восемь категорий субъектов. Категории субъектов 5, 6 – квалифицированные инвесторы; 6\* – члены жилищно-накопительного кооператива (ЖНК). Взаимоотношения субъектов модели во времени разворачиваются параллельно согласно рисунку 22.

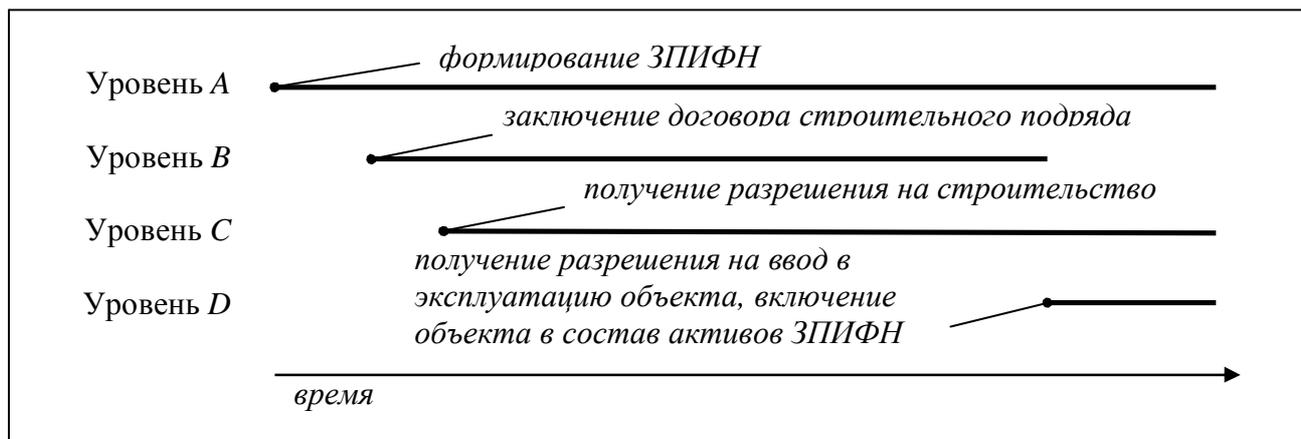


Рисунок 22. Функционирование модели коллективного инвестирования жилищного строительства во времени

В процессе реализации инвестиционно-строительного проекта выделены 4 уровня взаимоотношений субъектов:

- уровень А: инициирование проекта, инвестирование, управление;
- уровень В: строительство;
- уровень С: рефинансирование средств, инвестированных в проект;
- уровень D: аккумуляирование средств для приобретения построенного жилья.

Ход реализации проекта представляется как ряд этапов.

1. Банк, как структура, аккумулирующая свободные денежные средства, по собственной инициативе, либо сообразуясь с запросами заказчика-застройщика, инициирует создание ЗПИФН. Банк может не создавать управляющую компанию ЗПИФН (УК), а воспользоваться услугами уже существующей. Однако возможна ситуация, при которой банк идет на создание ЗПИФН, желая диверсифицировать свою деятельность и намереваясь производить финансирование конкретных строительных проектов. Здесь создание банком собственной управляющей компании является вполне оправданным.



Рисунок 23. Блок-схема модели коллективного инвестирования жилищного строительства

Допускается внесение банком и заказчиком-застройщиком в состав активов ЗПИФН земельного участка, проектно-сметной документации с последующей передачей им пакетов инвестиционных паев в объеме, пропорциональном участию в формировании ЗПИФН.

2. ЗПИФН под руководством УК в статусе инвестора приступает к отбору потенциальных проектов для финансирования и определению заказчика-застройщика, если этого не было сделано ранее. ЗПИФН с заказчиком-застройщиком заключает инвестиционный договор, предметом которого выступает возведение жилого комплекса с последующей передачей его в состав активов ЗПИФН. Заказчик-застройщик заключает с генеральным подрядчиком договор строительного подряда.

Генеральный подрядчик исключительно самостоятельно или же привлекая подрядные организации для выполнения отдельных видов строительно-монтажных работ приступает к строительству. Согласно инвестиционному договору и договору строительного подряда, ЗПИФН под руководством УК через заказчика-застройщика осуществляет финансирование инвестиционно-строительного проекта (рисунок 24,а).

В том случае, когда заказчик-застройщик имеет возможность выполнять функции генерального подрядчика, ЗПИФН под руководством УК заключает с заказчиком-застройщиком договор строительного подряда (в трактовке Положения о составе и структуре активов паевых инвестиционных фондов [12] – договор, на основании которого осуществляется строительство (создание) объектов недвижимого имущества), предметом которого выступает возведение жилого комплекса с последующей передачей его в состав активов ЗПИФН (см. рисунок 24,б). В этом случае ЗПИФН под руководством УК осуществляет финансирование заказчика-застройщика, возводящего жилищный комплекс.

3. Банк, сообразуясь со своей кредитной политикой, в определенный момент времени деятельности ЗПИФН приступает к реализации паев, формируя вторичный рынок обращения данных ценных бумаг. Наиболее приемлемым моментом для этого представляется получение в установленном порядке заказчиком-застройщиком разрешения на строительство, как условие, определяющее успешность реализации проекта и, соответственно, привлекательность приобретения инвестиционных паев потенциальными пайщиками ЗПИФН.

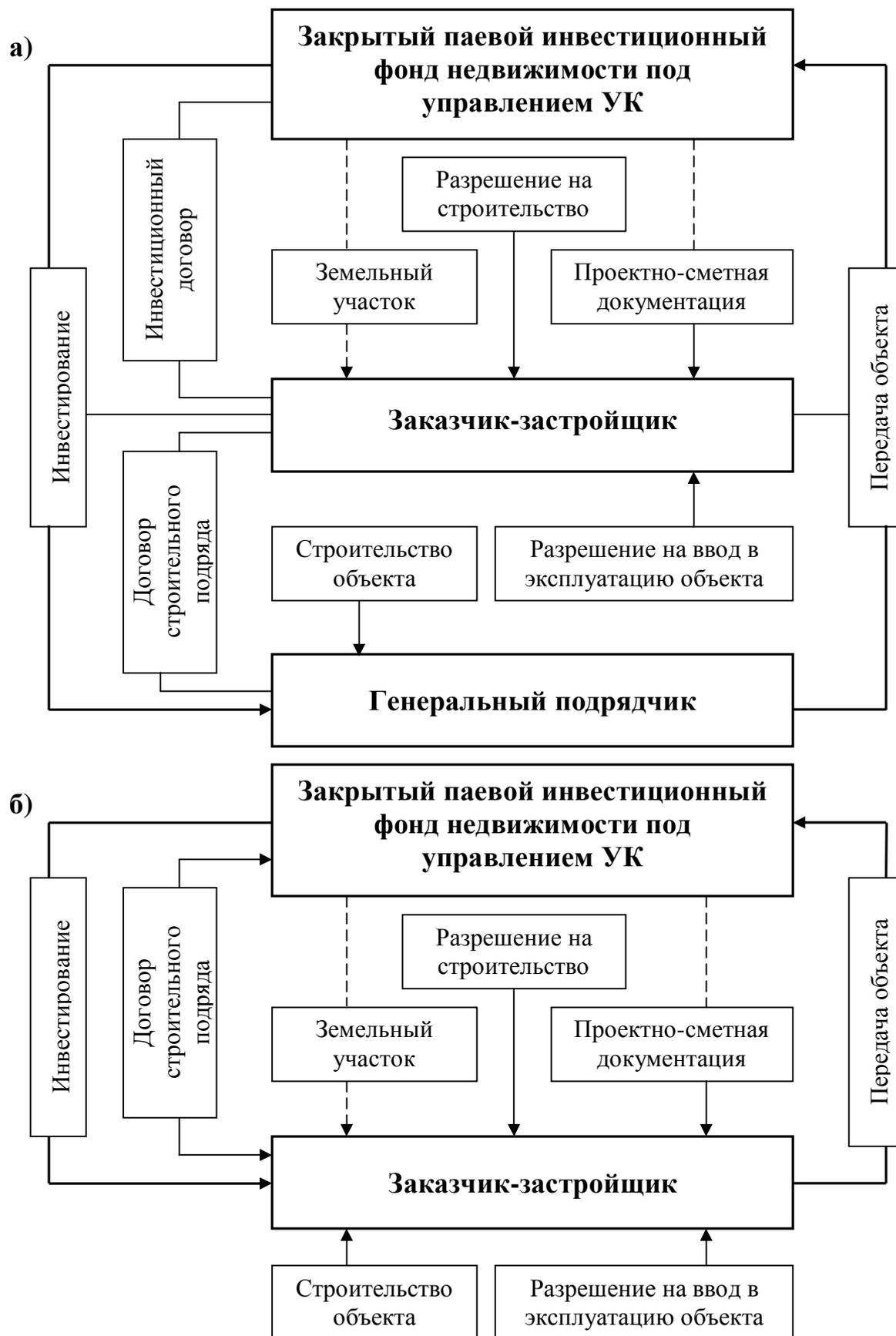


Рисунок 24. Взаимоотношения субъектов в рамках уровня В (строительство) модели коллективного инвестирования жилищного строительства

Таким образом, взаимоотношения субъектов в рамках разработанной модели переходят на уровень *C* – рефинансирование средств, инвестированных в проект. Уровень *C* взаимодействия субъектов – есть начало инвестиционного периода строительства жилья.

Одновременно банк, исходя из величины суммы чистых активов (СЧА) ЗПИФН, в режиме ежедневной купли-продажи производит покупку и продажу инвестиционных паев. Приобрести паи могут любые заинтересованные лица – как физические, так и юридические – квалифицированные инвесторы. Одновременно допускается обращение инвестиционных паев ЗПИФН на вторичном рынке без участия банка.

Жилищно-накопительный кооператив приобретает инвестиционные паи ЗПИФН на денежные средства, внесенные мелкими инвесторами – гражданами – в качестве паевых взносов в ЖНК. Правовое обеспечение возможности участия в модели коллективного инвестирования жилищного строительства жилищно-накопительного кооператива разработано в параграфе 3 Главы 3 настоящего исследования.

4. Члены ЖНК, нуждающиеся в улучшении своих жилищных условий, могут вступить в права собственности квартирой в возведенном жилом комплексе. Схема оплаты может иметь два вида:

– сообразно сумме паевых взносов в ЖСК, его член подбирает себе квартиру, удовлетворяющую запросам и финансовым возможностям. В случае аккумуляции средств в объеме, соответствующем стоимости квартиры происходит её приобретение в собственность членом ЖНК у управляющей компании ЗПИФН;

– в случае, когда финансовые возможности не позволяют последнего, часть стоимости квартиры покрывается за счет средств жилищно-накопительного кооператива, либо член ЖНК выходит из его состава с выплатой ему денежной суммы, соответствующей объему паевых взносов, и обращается за ипотечным кредитом.

Исходя из роста СЧА (и, следовательно, расчетной стоимости паев) в процессе реализации инвестиционно-строительного проекта, чем на более ранней стадии инвестиционного периода строительства жилья потенциальный покупатель квартиры или инвестор приобретет паи ЗПИФН, тем, соответственно, дешевле обойдется 1 м<sup>2</sup> приобретаемого жилья или выше будет показатель прибыльности инвестирования.

5. Завершающий этап. По завершении инвестиционно-строительного проекта дальнейшее функционирование ЗПИФН может быть различным, как изначально определенным в инвестиционной декларации ЗПИФН, так и измененным в последствии по решению общего собрания пайщиков ЗПИФН:

– фиксация прибыли через прекращение ЗПИФН с последующей реализацией активов и распределением между пайщиками в денежной форме;

– частичная фиксация прибыли с выплатой пайщикам промежуточного дохода и продолжением деятельности ЗПИФН – реализация других инвестиционно-строительных проектов в рамках действующей инвестиционной декларации ЗПИФН;

– реинвестирование имущества ЗПИФН в другие инвестиционно-строительные проекты без выплаты промежуточного дохода.

Разработанная модель коллективного инвестирования жилищного строительства может быть модифицирована (см. рисунок 25).

При этом в процессе реализации инвестиционно-строительного проекта выделяются 3 уровня взаимоотношений субъектов:

– уровень *A*: инициирование проекта, инвестирование, управление;

– уровень *B*: строительство;

– уровень *C*: рефинансирование средств, инвестированных в проект; аккумулирование средств для приобретения построенного жилья.

Модификация разработанной модели коллективного инвестирования жилищного строительства может быть обеспечена посредством ввода законодательно разрешенного права погашения инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости имуществом, составляющим его активы.

На данный момент Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» [34] установлено следующее: «имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, является общим имуществом владельцев инвестиционных паев и принадлежит им на праве общей долевой собственности. Раздел имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и выдел из него доли в натуре не допускаются».

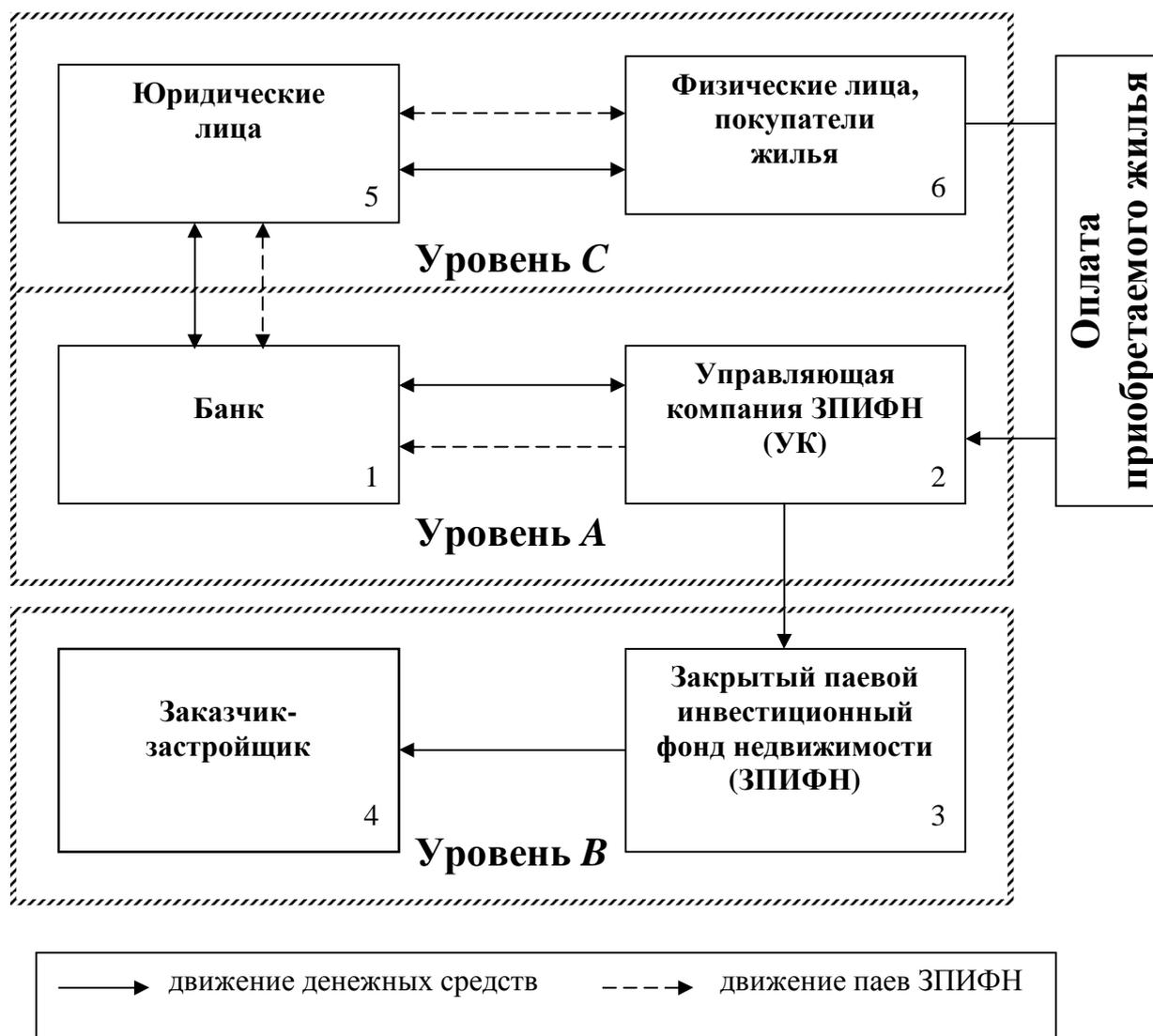


Рисунок 25. Блок-схема модели коллективного инвестирования жилищного строительства (модификация)

Исключение приведенного положения позволит пайщикам ЗПИФН в обмен на имеющиеся у них инвестиционные паи, исходя из их расчетной стоимости, вступить в права собственности жильем в жилищном комплексе, являющемся частью активов фонда.

В этом случае субъекты разработанной модели «физические лица», отнесенные к категории квалифицированных инвесторов, на уровне С взаимодействия субъектов модели – рефинансирование средств, инвестированных в проект – могут производить приобретение инвестиционных паев ЗПИФН с целью накопления средств для вступления в права собственности жильем.

В рамках модификации модели коллективного инвестирования жилищного строительства возможно обеспечение условий для комплексного переселения граждан из ветхого и аварийного жилья:

по данным Министерства регионального развития РФ, по состоянию на конец 2011 г. объем ветхого и аварийного жилья составляет порядка 90 млн. м<sup>2</sup> общей площади (3,2% в общем объеме жилищного фонда). Только в аварийном жилье – 11,25 млн. м<sup>2</sup> – проживает порядка 700 тыс. чел. Это может быть реализовано в том случае, когда последнее находится на земельном участке в центральной части крупного населенного пункта, характеризуемом относительно высокой стоимостью единицы площади территории. В этом случае жильцы дома, отнесенного к категории ветхого или аварийного жилья, в статусе собственником квартир приобретают инвестиционные паи ЗПИФН и в счет оплаты вносят в состав активов ЗПИФН имеющиеся объекты жилья.

ЗПИФН, имея в составе своих активов многоквартирный жилой дом, ранее возведенный за счет средств, составляющих активы первого, производит погашение ранее выданных инвестиционных паев квартирами в вышеозначенном доме. При этом граждане, возместив разницу в оценочной стоимости между внесенным в состав активов объектом ветхого жилья и новой квартирой, имеют возможность вступить в права на новое жилье большей площади. Также допускается выкуп ЗПИФН у граждан объектов ветхого жилья, что обеспечит последним возможность прибегнуть к ипотечному кредиту на цели приобретения жилья, обладающего более высокими потребительскими характеристиками, нежели в случае внесения имеющегося объекта ветхого жилья в состав активов ЗПИФН с последующим погашением выданных инвестиционных паев новой квартирой. Переселение граждан из объектов ветхого жилья, располагающихся на территории центральной части крупного населенного пункта, позволяет ЗПИФН вступить в права собственности на земельный участок, характеризующийся высокой стоимостью. Местоположение участка, наличие готовых инженерных сетей, удобные пути транспортного подъезда, положение в местах пересечения людских потоков обеспечивают широкий выбор для реперофилирования приобретенного земельного участка. На его территории возможно не только возведение жилья элитного или бизнес-класса, но и строительство торговых, офисных комплексов. В этом случае обеспечиваются условия для диверсификации сферы деятельности закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости в направлении сдачи торговых и офисных площадей в аренду.

## 3.2. Прогностическая оценка эффективности внедрения модели

Оценку эффективности внедрения приводимой модели коллективного инвестирования жилищного строительства следует рассматривать по двум направлениям:

1. Степень удовлетворения интересов каждой из категорий субъектов, вступающих во взаимоотношения в рамках разработанной модели;

2. Потенциал прироста объемов ввода жилья, основанный на притоке инвестиционных ресурсов, аккумулированных закрытыми паевыми инвестиционными фондами недвижимости.

Рассмотрим степень удовлетворения интересов каждой из категорий субъектов, вступающих во взаимоотношения в рамках разработанной модели. Участие в модели ипотечного кредитора не носит определяющего характера, поэтому анализировать данную категорию нет необходимости.

### ***Банк.***

На уровне А банк выступает инвестором проекта, в связи с чем может быть охарактеризован как ведущее звено данной модели. Проведем анализ с позиций показателей риска и доходности.

Степень риска весьма низка в силу следующих обстоятельств.

1) Основным правоустанавливающим документом, регламентирующим взаимоотношения субъектов в рамках деятельности ЗПИФН, являются правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Данный документ разрабатывается УК в соответствии с типовыми Правилами доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом [21], утвержденными постановлением Правительства РФ. Помимо этого, учитываются интересы учредителя (банка) как заинтересованной стороны. Наряду с положениями, устанавливающими права и обязанности сторон, а также рядом других вопросов, Правила включают инвестиционную декларацию. Данный раздел регламентирует: цели инвестиционной политики УК (коими может являться строительство, реконструкция или приобретение объектов недвижимости, либо инвестирование в ценные бумаги), объекты инвестирования, их состав и описание.

Таким образом, банку принадлежит функция стратегического управления ЗПИФН и, соответственно, вся полнота распоряжения активами, составляющими фонд, в части определения объектов инвестирования. Одновременно законодатель допустил возможность внесения изменений и дополнений в Правила через процедуру проведения общего собрания владельцев инвестиционных паев ЗПИФН. Аккумулировав пакет в размере не менее 75% от общего количества паев, банк имеет исключительное право на принятие такого рода решений. Наряду с прочими вопросами в компетенцию общего собрания входит вопрос внесения изменений в инвестиционную декларацию. Последний факт дает банку возможность корректировать инвестиционную политику, проводимую УК посредством ЗПИФН, в ходе её деятельности в оперативном порядке

Итак, риск принятия необоснованных решений сведен к минимуму.

2) Деятельность ЗПИФН жестко контролируется рядом учреждений и организаций (подробно этот вопрос освещен в параграфе 1.3). А именно:

- Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР) РФ;
- специализированным депозитарием. В сферу деятельности данной лицензированной организации входит учет и хранение имущества, входящего в ЗПИФН. Тот факт, что число подобного рода организаций невелико, обусловлен высоким уровнем строгости требований, предъявляемых к ним;
- специализированным регистратором. В функции этой лицензированной организации входит учет и регистрация пайщиков, переход прав собственности на паи от одного лица другому;
- аудитором фонда, который, являясь лицензированной организацией, проводит ежегодный обязательный аудит ЗПИФН или добровольный аудит в любой момент деятельности фонда;
- оценщиком фонда. Данная лицензированная организация проводит оценку имущества фонда с периодичностью не реже одного раза в год, а также при любом приобретении или реализации активов ЗПИФН.

Итак, ЗПИФН является рыночным, публичным инвестиционным инструментом, использование которого строго регламентировано.

3) Банк, руководствуясь исключительно своими интересами, вправе вернуть часть или всю сумму инвестированных средств.

Прибегнув к реализации паев и произведя таким образом рефинансирование инвестиций, банк может вернуть часть средств, переданных ЗПИФН на стадии его формирования. Или же, инициировав прекращение фонда через процедуру проведения общего собрания владельцев инвестиционных паев ЗПИФН (см. п. 1) – получить инвестированные средства в полном объеме (соответственно, с прибылью, если таковая по результатам деятельности УК будет иметь место на момент прекращения фонда). Наряду с этим, допустима продажа всего пакета инвестиционных паев как форма перехода прав собственности на имущество ЗПИФН лицу или группе лиц, заинтересованных в приобретении фонда в качестве отлаженного бизнеса.

4) В рамках разработанной модели банк опосредованно через ЗПИФН является собственником доли активов, пропорциональной его участию в фонде. Это гарантированно обеспечивает ему возвратность вложенных средств на условиях, заведомо менее рискованных, нежели в случае кредитования заказчика-застройщика или участия в схеме долевого строительства.

Управляющей компанией «Свиньин и Партнеры» [120] разработана система управления рисками управляющей компании закрытого паевого инвестиционного фонда, специализирующегося на финансировании строительных проектов (см. рисунок 26).

Уровень доходности в случае применения предлагаемой модели представляется необходимым рассматривать с позиций допустимой структуры активов ЗПИФН.

Согласно действующему Положению о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов, «не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного года оценочная стоимость объектов недвижимого имущества [...] и (или) акций (долей) российских хозяйственных обществ, осуществляющих деятельность по проектированию, строительству зданий и сооружений [...], должна составлять не менее 40 процентов стоимости активов».

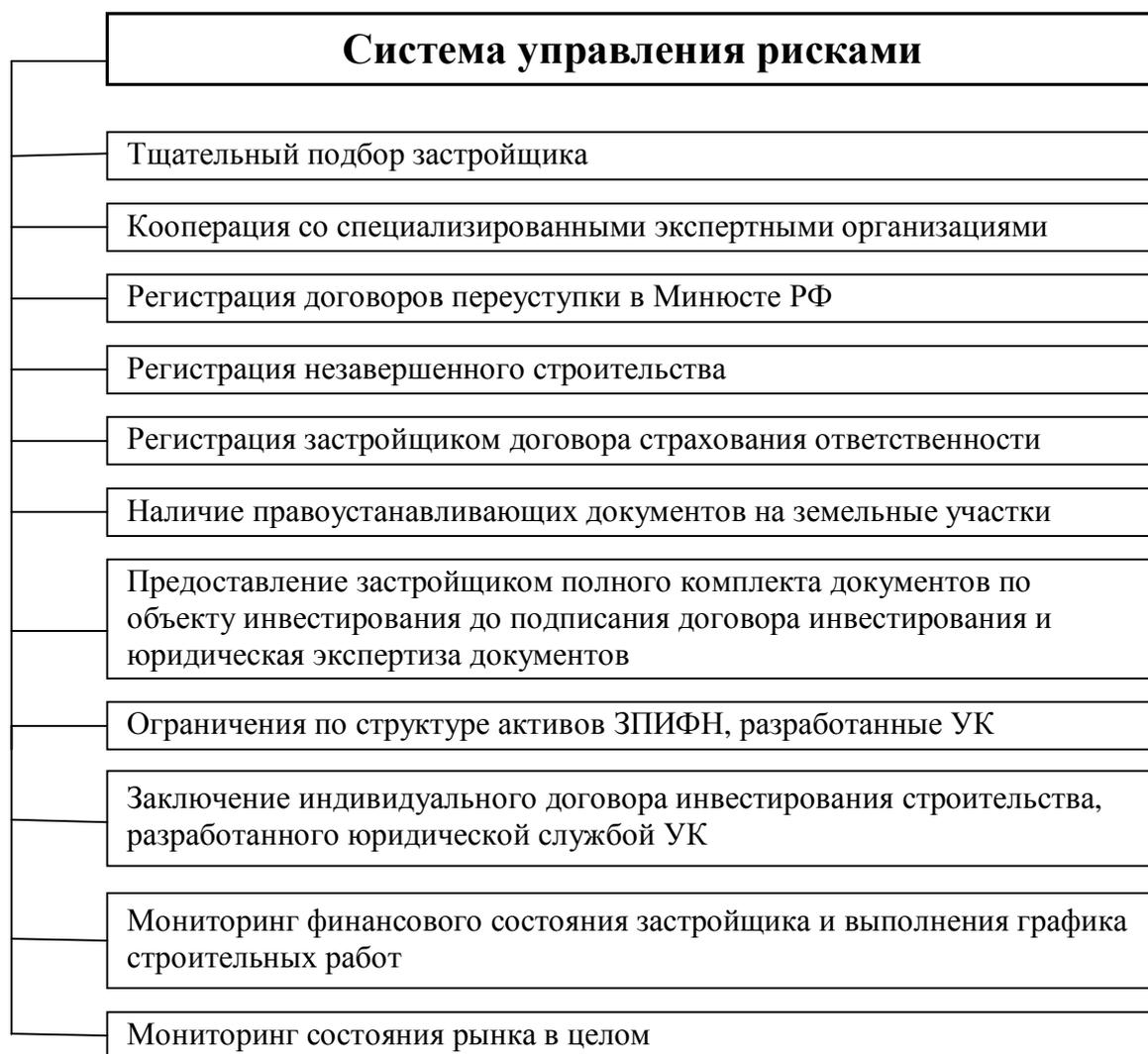


Рисунок 26. Система управления рисками управляющей компании строительного закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости

Помимо этого, в число активов, составляющих ЗПИФН, может входить ряд инструментов (см. рисунок 12). Таким образом, в ходе реализации проекта, часть денежных средств, которая составляет активы ЗПИФН и на данном этапе непосредственно не задействована в финансировании строительства, может быть инвестирована в высоколиквидные инструменты. Одновременно возможно формирование такой структуры, которая бы оптимально сочетала приемлемый уровень риска с достаточной ставкой доходности.

Традиционной проблемой УК, 90% которых сосредоточено в Москве и Санкт-Петербурге, является отсутствие развитой сети распространения паев. Так, по данным УК «УралСиб», российские

банки располагают 2752 филиалами и 9338 дополнительными офисами, в то время как УК имели 124 пункта приема заявок и 459 агентских точек продаж [150]. То есть банковская сеть примерно в 24 раза шире сети управляющих компаний ПИФов. Для УК нецелесообразно, а зачастую и невозможно создавать крупную филиальную сеть, поскольку это влечет за собой значительные финансовые и временные затраты.

При работе банка в связке с УК расходы сводятся к поставке программного обеспечения, обучению сотрудников, обеспечению документооборота, организации рекламных акций, выплате агентских вознаграждений, осуществляемых чаще всего за счет средств самих ПИФов. В случае же открытия собственных пунктов продаж УК несет издержки, связанные с арендой офисов, их содержанием и обслуживанием, приобретением оборудования, затратами на персонал и пр.

Поэтому широкая филиальная сеть, которой располагает большинство российских розничных банков, при работе управляющей компании в качестве структуры, по отношению к которой банк является аффилированным лицом<sup>37</sup>, выступает одной из главных составляющих успеха, не менее важной, чем само качество управления.

Банк, как место совершения финансовых операций, наиболее привычен для граждан России: население в большей степени осведомлено о продуктах банковского сектора – порядка 40% физических лиц имеют срочные банковские вклады и, по крайней мере, одну банковскую карту. Первые ПИФы появились в России лишь в 1996 г. и поэтому данный финансовый продукт большей части потенциальных инвесторов известен не так хорошо.

Используя же банки в качестве агентов по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев, УК получают выход к уже сложившейся многочисленной клиентской базе и обретают возможность информировать потенциальных клиентов о своих продуктах.

---

<sup>37</sup> Понятие *аффилированного лица* рассматривается согласно ст. 4 закона РСФСР «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности» от 22.03.1991 г. № 948-1 как юридического лица, способного оказывать влияние на деятельность другого юридического лица, имея в нем право распоряжаться более чем 20% общего количества голосов, принадлежащих на голосующие акции либо составляющие уставный или складочный капитал вклады, доли этого юридического лица

По мнению экспертов, наличие паев ПИФов в продуктовой линейке банка представляет большие возможности для кредитного учреждения [150]:

- расширение продуктовой линейки, предлагаемой клиенту банком, что всегда благоприятно сказывается на имидже последнего;
- показатель нового современного уровня предоставления финансовых услуг;
- эффективный способ привлечения новых клиентов. После оформления заявки на приобретение инвестиционных паев у банка-агента управляющей компании необходимо открыть счет в банке для перечисления денежных средств УК в счет оплаты. Помимо этого, согласно статистике, до 73% клиентов паевых инвестиционных фондов при продаже инвестиционных паев переводят полученные средства на банковский депозит, 100% клиентов имеют счет в банке, 34% покупают другие банковские продукты.

Немаловажным фактом является то, что снижение ставок по банковским депозитам, едва превышающих уровень инфляции, делает инвестиции в ПИФы более привлекательными, нежели вклад в банке. В таких условиях кредитные учреждения находятся перед выбором: либо потерять клиента, либо сохранить, предложив новый инвестиционный продукт.

Особое внимание надлежит уделить тому факту, что при создании управляющей компании, подконтрольной банку (банк аффилирован по отношению к УК), который одновременно является и специализированным депозитарием, специализированным регистратором ЗПИФН, а также проводит расчетно-кассовое обслуживание деятельности ЗПИФН и всей его инфраструктуры в целом (см. рисунок 27), риски, связанные с выделением средств на строительство, в том числе операционные риски, обусловленные распылением элементов управления инвестиционно-строительным проектом, существенно снижаются.

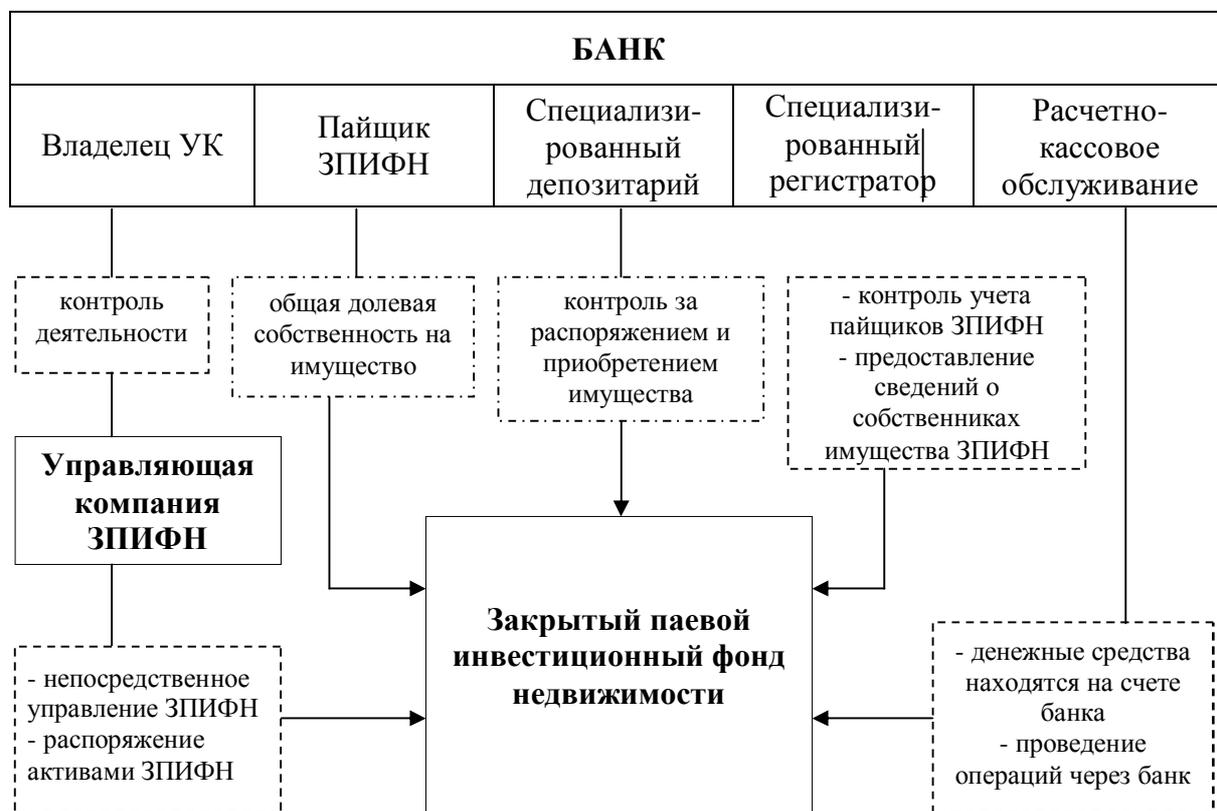


Рисунок 27. Организация инфраструктуры ЗПИФН<sup>38</sup>

Зарубежный опыт коллективного инвестирования показывает, что основными поставщиками инфраструктурных услуг фонда – в российской практике специализированный регистратор, специализированный депозитарий – являются мультинациональные банки, которые предоставляют весь сервис от депозитария до администрирования и брокерских услуг. В России инфраструктурные услуги оказывают преимущественно управляющие компании. Это связано с ограниченностью, неразвитостью рынка коллективных инвестиций – мало крупных, успешных, устойчивых компаний, мало паевых инвестиционных фондов, отмечается недоверие к банковской системе. На текущий момент в России подобных системных провайдеров нет, и крупных управляющих компаний, обладающих технологиями такого рода, насчитывается не более 5-6 [78]. Но будущее именно за такими компаниями.

Следует заключить, что принятие участия в модели банком обусловлено следующим:

<sup>38</sup> Жук Евгений. Квалифицированный инвестор в Евросоюзе, США и РФ: правовые модели // «Рынок ценных бумаг». №5 2008

1) учет в активах баланса банка ценных бумаг – инвестиционных паев, как более ликвидных активов, нежели дебиторская задолженность по кредитному договору с заказчиком-застройщиком;

2) в случае ненадлежащего выполнения обязательств заказчиком-застройщиком возможна смена последнего, принятие решения о чём находится в компетенции управляющей компании, а следовательно – в силу её аффилированности с банком – самого банка;

3) гарантированность размещения денежных средств, инвестированных банком (и заказчиком-застройщиком), обеспечивается получением пайщиками прав собственности на активы ЗПИФН;

4) погашение паев не в натуре имуществом, составляющим активы ЗПИФН, а денежными средствами позволяет банку выйти из проекта, не принимая участия в реализации объектов недвижимости;

5) возможность в ходе реализации проекта рефинансировать инвестированные денежные средства.

Подытоживая вышесказанное, необходимо отметить, что при объективно меньших рисках и заведомо не меньшей доходности предлагаемая модель коллективного инвестирования жилищного строительства для банка является более привлекательной по сравнению с непосредственным кредитованием заказчика-застройщика, привлекающего денежные средства физических лиц в качестве соинвесторов по договору участия в долевом строительстве.

#### ***Управляющая компания.***

Функции управляющей компании сводятся главным образом к оперативному управлению фондом. Данные услуги управляющей компании оплачиваются в форме вознаграждения. Величина последнего при этом рассчитывается как доля от оценочной стоимости суммы чистых активов ЗПИФН. Таким образом, УК непосредственно заинтересована в приращении величины СЧА. А как это будет достигнуто – исключительно её участием или с участием учредителя ЗПИФН (что является предметом обсуждения банка и УК на стадии создания фонда или же в процессе его функционирования) – в данной ситуации не является определяющим фактором. Здесь интересы банка и УК совпадают, ввиду чего действия одного партнера в ущерб другого в интересах третьей стороны исключаются. И в любом случае, принимая те или иные решения в интересах

получения прибыли, каждая из сторон – УК и банк – одновременно соблюдает интересы другой стороны [65].

### ***Закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости (ЗПИФН).***

Ввиду того, что ЗПИФН не является самостоятельным субъектом экономических отношений, а представляет собой обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании и управляемого ею (с участием банка), то следует признать, что удовлетворение интересов банка и УК в получении прибыли воплощает в себе соблюдение интересов ЗПИФН, и наоборот.

### ***Заказчик-застройщик (генеральный подрядчик).***

Можно выделить ряд преимуществ, которые обеспечивает применение предлагаемой модели.

1) Обеспечивается гарантированное финансирование производства строительно-монтажных работ. Это обусловлено тем, что на момент начала строительства закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости под управлением управляющей компании, имея непосредственную мотивацию на успешность проекта (см. п. 3), располагает средствами, необходимыми для его финансирования, в полном объеме от разработки проекта до непосредственно реализации жилья.

2) Гарантированное финансирование строительства позволяет заказчику-застройщику осуществлять авансовые платежи по оптовым закупкам строительных материалов, на которые ложатся основные статьи расходов, что позволяет не только получить скидки у поставщиков материалов, но и зафиксировать себестоимость строительно-монтажных работ.

3) Из числа функций заказчика-застройщика исключается риэлтерская деятельность, свойственная ей в рамках схемы долевого строительства. Это нивелирует риски, обусловленные фактором неблагоприятной рыночной конъюнктуры, в силу которой вероятно падение спроса и, соответственно, снижение возможности реализовать объект жилой недвижимости по цене, адекватной предполагаемой норме прибыли.

Можно заключить, что применение разработанной модели коллективного инвестирования жилищного строительства может обеспечить заказчику-застройщику (генеральному подрядчику) благоприятные условия для его функционирования, которые

проявляются в стабильности ведения хозяйственной деятельности, что выражается в возможности адекватного планирования и оценки финансовых потоков (а значит, в достоверности прогнозируемого уровня рентабельности), и исключении рисков, обусловленных осуществлением непрофильной деятельности.

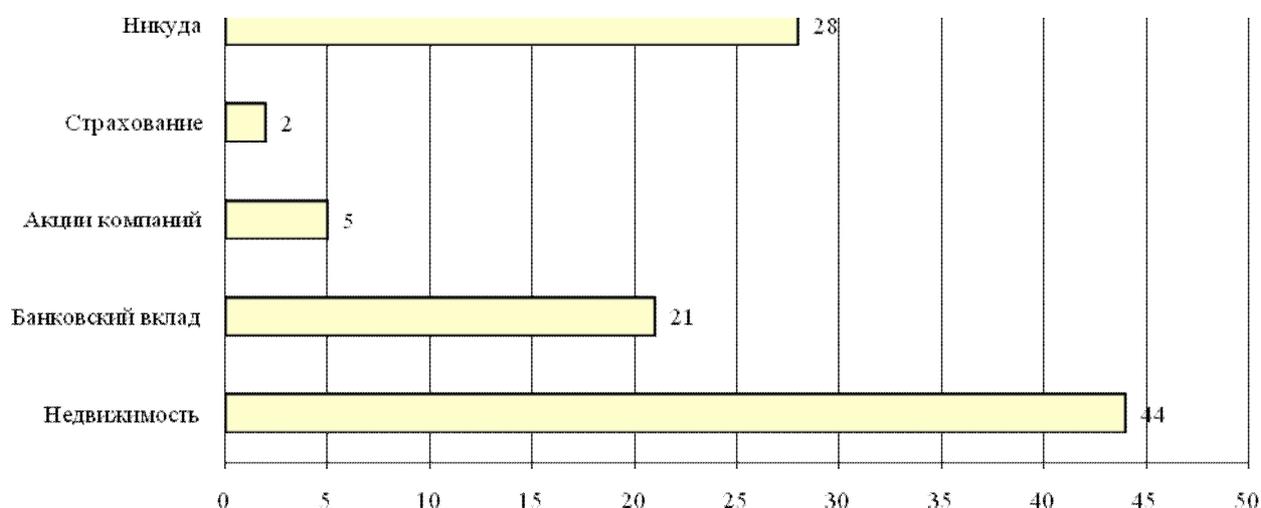
Категории субъектов 5 и 6 – юридические лица, физические лица – квалифицированные инвесторы, функционирующие на уровне рефинансирования средств, инвестированных в проект, могут быть заинтересованы в участии в модели в силу следующих обстоятельств.

1) Значительная часть населения – 44% – готовы вложить свободные денежные средства в объекты недвижимости, что в их глазах делает привлекательным приобретение инвестиционных паев ЗПИФН (см. рисунок 29). Юридические лица, руководствуясь схожими соображениями, будут готовы стать пайщиками фонда, обретя, таким образом, статус владельцем одного из наиболее консервативных финансовых инструментов.

2) Допускается возможность выкупа банком ранее реализованных ценных бумаг, что образует организованный рынок вторичного обращения паев. Последнее способствует установлению справедливой цены и формирует ликвидность данного актива. А это, в конечном счете, обеспечивает возможность беспрепятственного возврата вложенных денежных средств с минимальными операционными издержками.

3) Стоимость инвестиционных паев повышается как по мере реализации строительного проекта, так и за счет общего удорожания недвижимости. Опыт ряда развитых и развивающихся стран свидетельствует, что в долгосрочной перспективе рост стоимости недвижимости всегда превышает уровень инфляции и доходность основных финансовых инструментов. То есть степень приращения вложенных денежных средств позволяет *a priori* не только уберечь их от инфляции – сохранить вложенные активы от обесценивания, но и преумножить их.

Следующее обстоятельство актуально для тех, кто желает приобрести квартиру – членов жилищно-накопительного кооператива – физических лиц, покупателей жилья (категории б\*).



Источник: ROMIR Monitoring.

Рисунок 28. Распределение ответов на вопрос «Если бы у вас были свободные денежные средства, то куда бы вы предпочли их вложить?», %

4) В случае если физическое лицо нуждается в улучшении своих жилищных условий, но не располагает для этого достаточной суммой средств, то посредством членства в жилищно-накопительном кооперативе он может обеспечить прирост имеющихся активов с возможностью по факту сдачи жилого комплекса, возведенного на средства ЗПИФН, купить в нем квартиру. При нехватке средств для единовременной выплаты всей стоимости квартиры, ему, однако, становится более доступным ипотечный кредит, поскольку сумма средств, которой он будет располагать на момент реализации, составит большую долю в общей стоимости квартиры, нежели прежде. И в силу того, что размер обязательного первоначального взноса в течение 2006 г. не изменился и сейчас составляет не менее 10-30% от стоимости приобретаемого жилого объекта, данное лицо становится более привлекательным в качестве потенциального заемщика. Помимо этого, увеличение первоначального взноса снижает значение процентной ставки по кредиту.

Инвестирование строительства членами ЖНК материнского (семейного) капитала в рамках программы государственной поддержки семей, имеющих детей<sup>39</sup>, обеспечивает высокую эффективность использования данных средств за счет многократное реинвестирование в течение длительного периода функционирования ЗПИФН. Данные

<sup>39</sup> Федеральный закон «О дополнительных мерах государственной поддержки семей, имеющих детей» от 29.12.2006 г. № 256-ФЗ

обстоятельства повышают привлекательность участия в проекте граждан, нуждающихся в улучшении жилищных условий, как инструмента долгосрочного накопления и последующего сбережения средств, предназначенных для приобретения жилья.

Управляющая компания ЗПИФН, выступая связующим звеном между компанией-застройщиком и банком, способна аккумулировать значительный объем средств на более выгодных условиях, чем это могут сделать сами заказчики-застройщики, но в то же время предъявляет повышенные требования к последним, ввиду того, что за процессом деятельности ПИФа и УК осуществляет надзор ФСФР РФ, а специализированные депозитарий и регистратор фонда призваны обеспечить соблюдение порядка осуществления управления фондом и законных интересов инвесторов, чьи деньги являются источником финансирования деятельности ЗПИФН.

Система правовых норм, регламентирующая функционирование ПИФов, включает более 100 различных нормативных правовых актов. Условно их можно разделить на 2 основные группы: первая – федеральные законы и акты Правительства РФ; вторая – нормативные акты федерального органа по рынку ценных бумаг (ФКЦБ РФ и ФСФР РФ). Такая структура правового регулирования хорошо отражает динамику института ПИФов, а правовой анализ нормативной базы позволяет говорить о том, что ПИФ представляет собой один из наиболее регулируемых финансовых институтов в стране.

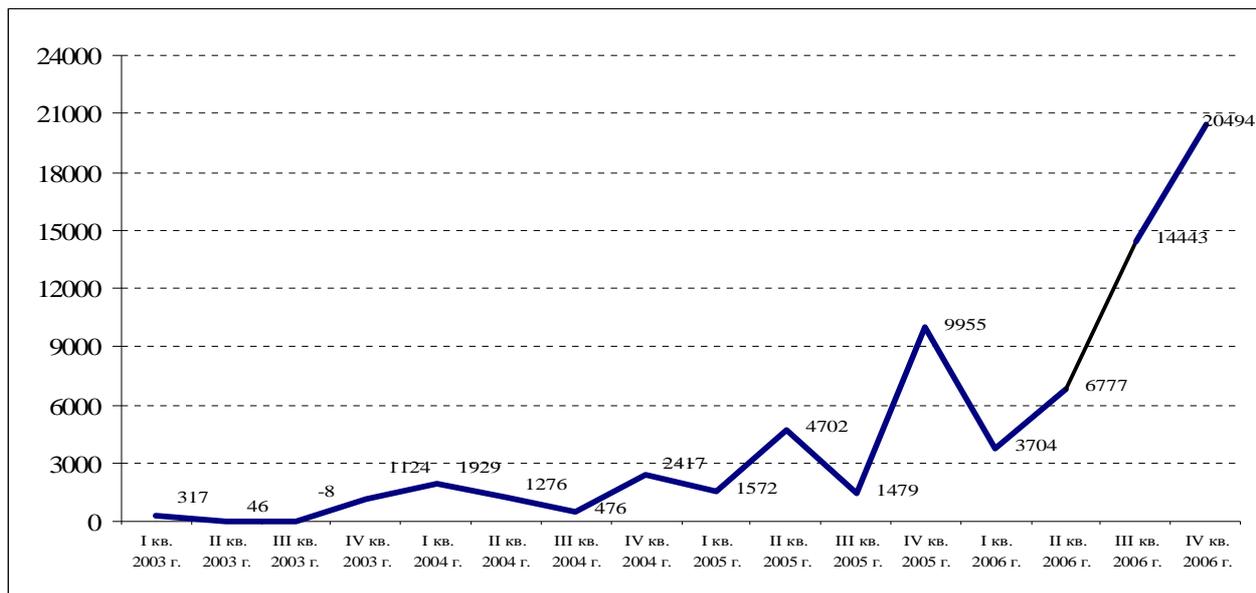
Итак, формируются условия, при которых в более благоприятных условиях оказываются те субъекты строительной отрасли, которые стремятся к повышению прозрачности ведения своей финансово-хозяйственной деятельности, что является неременным условием их инвестиционной привлекательности и фактором развития данного сектора экономики России.

Рассмотрим потенциал прироста объемов ввода жилья, основанный на притоке инвестиционных ресурсов, аккумулированных закрытыми паевыми инвестиционными фондами недвижимости. На рисунке 29,а представлены статистические данные, отражающие прирост суммы чистых активов ЗПИФН в течение 2003-2006 гг. На базе вышеприведенных статистических данных за 2003-2005 гг. и 2006 г. построены две трендовые линии, отражающие прогнозные значения прироста суммы чистых активов ЗПИФН в течение 2007-2011 гг. (см. рисунок 29,б)<sup>40</sup>.

<sup>40</sup> Приводимые расчеты самостоятельной ценности не имеют, но лишь призваны отразить общую тенденцию.

Прогноз по данным за 2006 г. отражает тенденцию, обусловленную вступлением в силу Положения о составе и структуре активов [11] в новой редакции, введшей право включать в состав активов ЗПИФН имущественных прав по обязательствам из договоров, на основании которых осуществляется строительство (создание) объектов недвижимого имущества<sup>41</sup>.

а) Фактические значения.



б) Прогнозные значения.

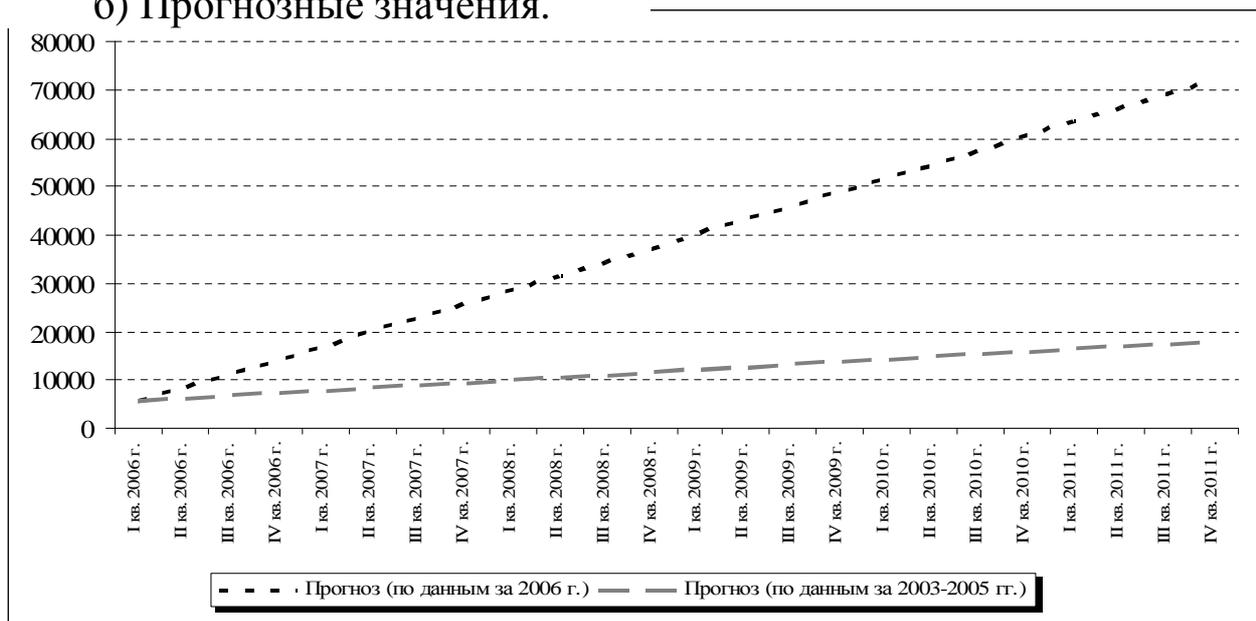


Рисунок 29. Динамика прироста суммы чистых активов ЗПИФН, млн. руб.<sup>42</sup>

<sup>41</sup> Действующая редакция Положения [13] подтвердила данное право

<sup>42</sup> Источник: расчеты по статистическим данным Национальной лиги управляющих

Это наделило ЗПИФН возможность выступать в качестве стороны договора строительного подряда. Соответственно, прогноз по данным за 2003-2005 гг. отражает тенденцию, на которую указанное нововведение влияния не оказало и, в силу объективных обстоятельств, оказать не могло.

В таблице 12 приведены расчетные данные прироста суммы чистых активов ЗПИФН за счет вновь привлеченных активов, полученные на основе параметров, отраженных на рисунке 27 б, как разность прогнозных значений по данным 2006 г. и прогнозных значений по данным 2003-2005 гг. Средняя стоимость строительства 1 м<sup>2</sup> жилья на 2007-2011 гг., получена в результате анализа статистической информации Министерства регионального развития.

Таблица 12. Динамика изменения параметра площади жилья, финансирование которого обеспечивается за счет вновь привлеченных и реинвестированных активов ЗПИФН

Годы	Прирост СЧА ЗПИФН за год, млн. руб.	Прирост СЧА ЗПИФН за год с учетом реинвестирования, млн. руб.	Средняя стоимость строительства 1 м <sup>2</sup> жилья, тыс. руб.	Площадь жилья, финансирование строительства, которого может быть обеспечено ЗПИФН, млн. м <sup>2</sup>
2006	13 852	--	15,30	0,905
2007	51 398	--	16,52	3,111
2008	88 950	--	18,54	4,798
2009	126 502	153 556	20,56	7,469
2010	164 054	264 440	22,58	11,711
2011	201 606	375 336	24,60	15,258

Итак, согласно расчетам, в течение 2007-2011 гг. посредством закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости возможно произвести аккумуляцию средств, достаточных для финансирования строительства жилья в объемах от 3,111 млн. м<sup>2</sup> в 2007 г. до 15,258 млн. м<sup>2</sup> в 2011 г. С учетом сроков реализации инвестиционно-строительных проектов по возведению жилья, исчисляемых в каждом конкретном случае 2-4 гг., ввод соответствующих жилых площадей будет датирован годом, отстающим от года обеспечения финансирования на этот же период времени.

В рамках разработанной модели коллективного инвестирования жилищного строительства обеспечение строительных организаций финансированием через аккумулирования средств мелких инвесторов позволяет решить комплекс острейших социально-экономических задач:

– стимулирование развития реального сектора экономики России, ведущее к возрастанию объемов производства во многих отраслях, связанных с жилищным строительством (промышленности строительных материалов и конструкций, строительном и дорожном машиностроении, дерево- и металлообрабатывающей промышленности, транспортной и других отраслях). Инвестициям в жилищное строительство присущ один из наибольших экономических мультипликаторов: по подсчетам специалистов, дополнительное рабочее место в жилищном строительстве обеспечивает занятость 5-6 работников в других отраслях экономики;

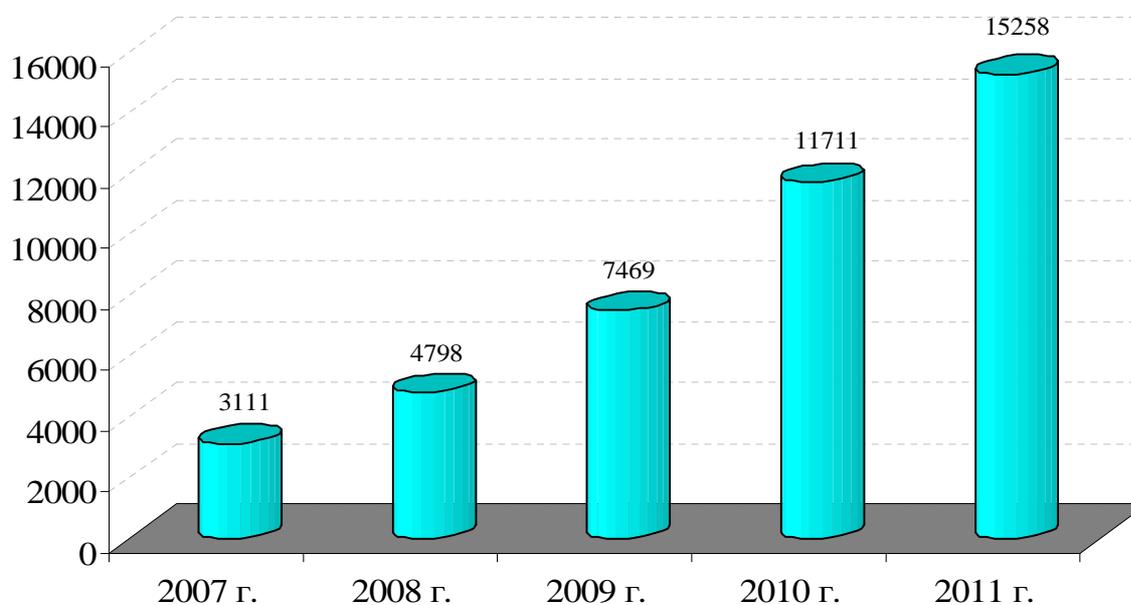


Рисунок 30. Площадь жилья, финансирование строительства которого может быть обеспечено ЗПИФН за счет вновь привлеченных и реинвестированных активов, тыс. м<sup>2</sup>

– обеспечение условий для трансформации сбережений населения в инвестиции и привлечения средств, находящихся вне банковской сферы;

– способствование снижению давления избыточного платежеспособного спроса населения на потребительский рынок, а тем самым содействие общему снижению уровня инфляции;

– стимулирование экономической активности и роста производительности труда граждан.

Здесь уместно будет привести процедуру оценки инвестиционной и платежной способности при долевом финансировании строительства жилья. Она имеет следующий вид:

1. Определение приоритетного местоположения жилья: район города, удаленность от автострады и заводов. Здесь учитывается удаленность промышленных объектов, развитость инфраструктуры (наличие школы, садика, магазинов), экологическая благоприятность обстановки, качество дорог, возможность подъезда на общественном транспорте, близость к центру и работе;

2. Выбор многоквартирного дома, строящегося по схеме долевого финансирования;

3. Подбор конкретных вариантов объекта долевого строительства в зависимости от этажности, количества комнат, площади, планировки, отделки.

4. Выбор объекта долевого строительства с учетом:

- инвестиционной способности при долевом финансировании строительства жилья (определяется сопоставлением величины располагаемых потенциального участника долевого строительства денежных средств с ценой договора или размером первоначального взноса);

- платежной способности при долевом финансировании строительства жилья: возможности уплатить периодические платежи при использовании рассрочки. Ежемесячный платеж складывается из выплаты основного долга (погашаемого равными частями в течение всего периода рассрочки) и процентов, начисляемых на оставшуюся часть долга. Размер платежа определяется формулой

$$S = C' + C'', \quad (1)$$

где  $S$  – ежемесячный платеж;  $C'$  – выплата основного долга;  $C''$  – процентный платеж.

$$C' = \frac{C}{n}, \quad (2)$$

где  $C$  – сумма, предоставляемая в рассрочку;  $n$  – период рассрочки, месяцы.

$$C'' = (n+1-i) \times \frac{C}{n} \times \frac{r}{100\% \times 12}, \quad (3)$$

где  $i$  – порядковый номер периода (месяца) выплаты,  $1 \leq i \leq n$ ;  $r$  – годовая процентная ставка предоставляемой рассрочки платежа.

Получаем:

$$S = \frac{C}{n} + (n+1-i) \times \frac{C}{n} \times \frac{r}{100\% \times 12} = \frac{C}{n} \times \left( 1 + (n+1-i) \times \frac{r}{100\% \times 12} \right), \quad (4)$$

Здесь следует учитывать, что первый ежемесячный платеж имеет наибольший размер, дальнейшие платежи имеют тенденцию снижения.

5. Определение платежной способности сравнением периодического платежа с ежемесячным доходом семьи. Оптимально, когда платеж не превышает 1/3 доходов домохозяйства. Рассчитывают коэффициент кредитоспособности клиента, определяемый как отношение суммы ежемесячных выплат основного долга и процентов по нему к сумме среднемесячного чистого дохода клиента:

$$K_{КС} = \frac{S}{D}, \quad (5)$$

где  $D$  – сумма месячного дохода домохозяйства (семьи).

Таким образом, применение приводимой модели способствует достижению синергетического эффекта, который выражается в консолидации экономических интересов всех участников инвестиционного процесса. Помимо этого, в макроэкономическом масштабе модель может обеспечить стимулирование притока инвестиций в строительную отрасль, что непосредственно повлияет на рост объема ввода жилья в рамках реализации национального проекта «Доступное и комфортное жилье – гражданам России». Это повлечет реализацию эффекта мультипликатора и, в конечном счете, станет немаловажным фактором, способствующим реализации стратегической задачи наращивания объема валового внутреннего продукта России.

### 3.3. Правовое обеспечение функционирования модели

В целях обеспечения функционирования разработанной нами модели коллективного инвестирования жилищного строительства необходимо внесение ряда поправок в законодательные и подзаконные акты Российской Федерации по следующим направлениям:

- 1) закрепление классификации закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости;
- 2) разделение режимов функционирования закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости на публичный и частный;
- 3) расширение сферы деятельности жилищно-накопительного кооператива;
- 4) включение жилищно-накопительного кооператива в число субъектов, относимых к категории квалифицированных инвесторов.

Закрепление классификации закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости. Как отмечалось выше (см. параграф 2 Главы 1), законодатель установил возможность инвестирования средств, аккумулированных ЗПИФН, в определенный круг активов. В зависимости от того, какая группа активов является преобладающей в структуре ЗПИФН, и какова инвестиционная стратегия фонда, нами выделены следующие формы практического применения закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости:

- строительный ЗПИФН;
- рентный ЗПИФН;
- девелоперский ЗПИФН;
- ЗПИФН как инструмент налоговой оптимизации;
- ЗПИФН как инструмент защиты собственности.

ЗПИФН как инструмент налоговой оптимизации не может быть признан формой применения ЗПИФН как рыночного инструмента. Поэтому представляется необходимым пресечь такого рода практику и ввести запрет на такое применение закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости. ЗПИФН как инструмент защиты собственности является частным случаем практического применения ЗПИФН в качестве рентного фонда.

В связи с этим представляется необходимым законодательно закрепить классификацию ЗПИФН на три категории:

1. Строительный ЗПИФН.

2. Рентный ЗПИФН.

3. Девелоперский ЗПИФН.

В целях этого требуется ввести следующие поправки.

В п. 1.2 Положения о составе и структуре активов [13] внести изменение: «В зависимости от состава активов название паевого инвестиционного фонда указывает, что соответствующий фонд является: фондом недвижимости с указанием его категории:

строительный закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости;

рентный закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости;

девелоперский закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости».

В раздел II «Инвестиционная декларация» Типовых правил доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом недвижимости [23] внести изменение:

«26. Целью инвестиционной политики управляющей компании является:

применительно к строительному закрытому паевому инвестиционному фонду недвижимости – строительство объектов недвижимости с целью их продажи;

применительно к рентному закрытому паевому инвестиционному фонду недвижимости – приобретение объектов недвижимости с целью их последующей сдачи в аренду или субаренду;

применительно к девелоперскому закрытому паевому инвестиционному фонду недвижимости – приобретение объектов недвижимости с целью их последующей продажи, реконструкции и последующей продажи, изменения профиля объекта и последующей продажи».

«27. Объекты инвестирования, их состав и описание:

применительно к строительному закрытому паевому инвестиционному фонду недвижимости – описание объектов недвижимости, строительство которых предполагается осуществлять в указанном объеме, их назначение (жилое помещение, административное здание и т.д.); проектно-сметная документация; указание срока завершения строительства;

применительно к рентному закрытому паевому инвестиционному фонду недвижимости – описание объектов

недвижимости, приобретение которых предполагается осуществлять в указанном объеме, их назначение (жилое помещение, административное здание и т.д.); является ли объект недвижимости зданием, сооружением, помещением, земельным участком и т.д., относится ли земельный участок к землям сельскохозяйственного назначения, землям поселений и т.п.), поселение (поселения), в границах которого (которых) могут располагаться объекты недвижимого имущества;

применительно к девелоперскому закрытому паевому инвестиционному фонду недвижимости – описание объектов недвижимости, приобретение которых предполагается осуществлять в указанном объеме, их назначение (жилое помещение, административное здание и т.д.); является ли объект недвижимости зданием, сооружением, помещением, земельным участком и т.д., относится ли земельный участок к землям сельскохозяйственного назначения, землям поселений и т.п.), поселение (поселения), в границах которого (которых) могут располагаться объекты недвижимого имущества».

*Разделение режимов функционирования закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости на публичный и частный.*

Несмотря на декларируемую законодателем публичность размещения инвестиционных паев ЗПИФН, производимого посредством их продажи, отсутствуют требования к раскрытию информации, необходимой для принятия обоснованного инвестиционного решения.

Раздел II Типовых правил доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом [23] обязывают отразить в инвестиционной декларации ЗПИФН лишь: общую инвестиционную политику управляющей компании; объекты инвестирования, их состав и краткое описание; структуру активов ЗПИФН; описание рисков, связанных с инвестированием.

Раскрытие информации в период, следующие после формирования ЗПИФН, регулируется Положением о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний

паевых инвестиционных фондов, а также к содержанию раскрываемой информации<sup>43</sup>.

Пунктом 3.21 вышеозначенного Положения установлено, что управляющая компания ЗПИФН публикует следующие сведения по каждому из проектов строительства (реконструкции) объектов недвижимости, финансирование которых осуществляется за счет средств ЗПИФН:

- цель проекта;
- местонахождение строящихся объектов недвижимости;
- полное наименование и место нахождения (для юридического лица) или фамилия, имя, отчество (для физического лица) застройщика;
- полное наименование и место нахождения (для юридических лиц) или фамилия, имя, отчество (для физических лиц) учредителей (участников) застройщика;
- полное наименование и место нахождения застройщика, которому принадлежит право собственности или иное вещное право на земельный участок, выделенный в установленном порядке для целей строительства объекта недвижимости.

При этом отсутствуют требования о сообщении «существенных фактов», касающихся финансово-хозяйственных вопросов, сопровождающих деятельность ЗПИФН. Например, нет требования о предоставлении сведений о крупных сделках (такая категория для ПИФов вообще не введена), изменениях в составе менеджмента и корпоративных процедурах в управляющей компании закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости.

И если для открытых паевых инвестиционных фондов, обязанных ежедневно отражать расчетную стоимость инвестиционных паев, существует возможность отслеживать результаты деятельности управляющей компании и в нужный момент отреагировать соответствующим образом, предъявив пай к погашению, то для пайщиков закрытых и интервальных фондов, ликвидность ценных бумаг которых невелика (отсутствует возможность погашения в любой момент времени), отсутствие своевременных сведений о существенных событиях, которые влияют

---

<sup>43</sup> Положение о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а также к содержанию раскрываемой информации. Утверждено приказом ФСФР РФ от 22.06.2005 № 05-23/пз-н

или могут оказать влияние на эффективность управления ЗПИФН, может иметь критические последствия.

Отсутствие законодательного разделения режимов функционирования ЗПИФН на публичный и частный является источником такого рода проблемного регулирования. На практике лишь «социально ответственные» управляющие компании при подготовке инвестиционной декларации максимально подробно раскрывают информацию.

Таким образом, ввиду относительно низкого уровня развития фондового рынка России, последний требует более подробного регулирования. Исходя из чего предлагается законодательно закрепить разделение режимов функционирования ЗПИФН на:

*публичный*, предусматривающий максимальную открытость информации, касающейся инвестиционной деятельности ЗПИФН. Инвестиционные паи такого рода фондов должны быть доступны максимальному количеству потенциальных инвесторов, как относительно менее рискованный актив;

*частный*, предусматривающий ограниченный доступ к информации о деятельности ЗПИФН. Функционирование ЗПИФН в «частном» режиме предусматривает ограниченный круг лиц, являющихся пайщиками, которому данная информация будет доступна.

Итак, инвестиционные паи *публичны* строительных паевых инвестиционных фондов недвижимости должны стать тем активом, который в наибольшей мере будет соответствовать разработанной нами модели коллективного инвестирования жилищного строительства. Именно он может обеспечить гарантии соблюдения интересов инвесторов – пайщиков фонда – посредством раскрытия информации, необходимой и достаточной для принятия текущего и планирования последующих инвестиционных решений.

*Расширение сферы деятельности жилищно-накопительного кооператива.*

Участие в модели жилищно-накопительного кооператива как субъекта оной требует внесения ряда изменений в законодательные акты, призванные обеспечить функционирование модели в соответствии с действующими нормами. В рамках приводимой модели жилищно-накопительный кооператив производит инвестирование средств, аккумулированных посредством внесения его членами паевых взносов

Определение ЖНК как потребительского кооператива, созданного как добровольное объединение граждан на основе членства в целях удовлетворения потребностей членов кооператива в жилых помещениях путем объединения членами кооператива паевых взносов, не входит в противоречие с предусмотренной моделью приобретением ЖНК инвестиционных паев ЗПИФН. Вместе с тем, деятельность ЖНК по привлечению и использованию денежных средств граждан на приобретение жилых помещений определяется как привлечение и использование ЖНК денежных средств граждан – членов ЖНК – и иных привлеченных кооперативом средств на приобретение или строительство жилых помещений (в том числе в многоквартирных домах) в целях передачи их в пользование и после внесения паевых взносов в полном размере в собственность членам кооператива.

Данное положение напрямую определяет запрет на приобретение ЖНК инвестиционных паев ЗПИФН, поскольку последнее есть использование средств членов ЖНК на строительство жилых помещений, которое не предусматривает передачу их в пользование и после внесения паевых взносов в полном размере передачу в собственность членам кооператива.

Поэтому предлагается внесение изменений в Федеральный закон «О жилищных накопительных кооперативах» [30], предусматривающих выделение отдельной категории жилищно-накопительных кооперативов, имеющих право на направление имеющихся у них денежных средств на приобретение инвестиционных паев строительных закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости (ЗПИФН).

Кооперативы данной категории – потребительский кооператив, созданный как добровольное объединение граждан на основе членства в целях накопления средств, предназначенных для удовлетворения потребностей членов кооператива в жилье путем их объединения и инвестирования строительства жилья.

*Включение жилищно-накопительного кооператива в число субъектов, относимых к категории квалифицированных инвесторов.*

Приведенная модель предусматривает приобретение за счет денежных средств жилищно-накопительного кооператива инвестиционных паев ЗПИФН. Но, как отмечалось выше (см. параграф 1 Главы 2), определен круг субъектов, имеющих право выступать в качестве учредителей доверительного управления

(пайщиков) закрытого паевого инвестиционного фонда, относящегося к категории недвижимости. Субъекты – пайщики ЗПИФН – объединяются категорией «квалифицированный инвестор».

Предлагается предусмотреть включение в состав субъектов, отнесенных к категории «квалифицированный инвестор» жилищно-накопительные кооперативы, с наделением их правом инвестировать денежные средства в публичные закрытые паевые инвестиционные фонды строительства жилой недвижимости.

В целях обеспечения финансовой устойчивости жилищно-накопительного кооператива предлагается введение требования, устанавливающего минимальное количество публичных закрытых паевых инвестиционных фондов строительства жилья, учредителями доверительного управления которыми могут выступать ЖНК. Данное положение позволит устранить риск инвестирования средств ЖНК в ограниченное число фондов, обеспечит диверсификацию инвестиционного портфеля ЖНК.

Наряду с прочим, в отрасли коллективного инвестирования предметно обсуждается идея расширить применение закона о страховании банковских вкладов на пайщиков ПИФов. В нынешних условиях случае банкротства банка вкладчики могут вернуть свои средства, а управляющие компании вместе с другими юридическими лицами попадают только в третью очередь, что уменьшает шансы учредителей доверительного управления ПИФов вернуть свои деньги.

Страхователями должны выступить сами управляющие компании. Руководитель направления «Управление активами» инвестиционного холдинга «Финнам» Павел Кириченко обращает внимание на то, что обычно управляющие компании держат в деньгах не более 10% активов. Кроме того, по его словам, идею будет сложно осуществить из-за технических проблем: деньги пайщиков хранятся на биржевых счетах, которые управляющие в основном используют для проведения расчетов, а застраховать потоки, проходящие через них, будет невозможно. В конечном счете включение ПИФов в систему страхования вкладов может сделать дороже услуги управляющих.

Итак, реализация предложенных новаций позволит наиболее полно реализовать потенциал разработанной модели коллективного инвестирования жилищного строительства.

Основные выводы и результаты по Главе 3.

Во-первых, были определены формы договорных отношений между ЗПИФН и заказчиком-застройщиком (договор участия в долевом строительстве, инвестиционный договор, договор строительного подряда), которые имеют законодательную регламентацию, оговаривающую требования к их содержанию.

Во-вторых, разработана модель коллективного инвестирования жилищного строительства, предусматривающая консолидацию инвестиционных ресурсов мелких инвесторов для финансирования строительства жилья; приведено описание реализации инвестиционно-строительного проекта с применением вышеозначенной модели.

В-третьих, приведена модификация разработанной модели коллективного инвестирования жилищного строительства. В рамках модифицированной модели предусматривается возможность вступления в права собственности объектами жилья лицами, выступающими в качестве покупателей инвестиционных паев ЗПИФН. Последнее реализуется посредством раздела имущества, составляющего ЗПИФН – возведенного на средства ЗПИФН жилищного комплекса, и выделения из него доли в натуре. Это требует внесения соответствующих изменений в Федеральный закон «Об инвестиционных фондах».

В-четвертых, в рамках прогноза эффективности внедрения модели коллективного инвестирования жилищного строительства оценка степени удовлетворенности экономических интересов субъектов модели показала обоснованность ее применения. Произведено прогнозирование прироста ввода жилья, основанного на притоке инвестиционных ресурсов, аккумулированных ЗПИФН, которое показало, что в течение 2007-2011 гг. посредством закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости возможно произвести аккумулирование средств, достаточных для финансирования строительства жилья в объемах от 3,111 млн. м<sup>2</sup> в 2007 г. до 15,258 млн.м<sup>2</sup> в 2011 г. С учетом сроков реализации инвестиционно-строительных проектов по возведению жилья, ввод соответствующих жилых площадей будет датирован годом, отстающим от года обеспечения финансирования на этот же период времени.

В-пятых, предложены поправки в законодательные и подзаконные акты, формирующие правовое обеспечение

разработанной модели коллективного инвестирования жилищного строительства, а именно: закрепление классификации закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости на строительные ЗПИФН, рентные ЗПИФН, девелоперские ЗПИФН; разделение режимов функционирования закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости на *публичный* и *частный*; расширение сферы деятельности жилищно-накопительного кооператива в части наделения их правом приобретать инвестиционные паи строительных закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости; включение жилищно-накопительного кооператива в число субъектов, относимых к категории квалифицированных инвесторов, имеющих право приобретать инвестиционные паи закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости. Принятие приведенных поправок поспособствует полной реализации потенциала разработанной модели.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В настоящем исследовании, используя методы научного познания, раскрыта сущность коллективного инвестирования жилищного строительства как экономического процесса и представлены предложения формирования и развития отношений в рамках системы коллективного инвестирования жилищного строительства. Проведенный анализ теоретических изысканий по данной тематике и практики коллективных инвестиций в недвижимость, а также оценка зарубежного опыта, позволили получить следующие научные результаты.

1. Проведено исследование на предмет определения сущности коллективного инвестирования жилищного строительства, в результате чего в рамках настоящей монографии под коллективным инвестированием жилищного строительства установлена организация инвестиционного процесса, при которой профессиональный управляющий в лице управляющей компании аккумулирует активы розничных инвесторов с целью последующего инвестирования строительства жилья

2. Были рассмотрены взаимоотношения субъектов инвестирования жилищного строительства, что позволило выявить тенденцию совмещения функций заказчика, застройщика и частично инвестора одним субъектом – заказчиком-застройщиком и определить авторскую трактовку понятиям «заказчик-застройщик», «совместное инвестирование жилищного строительства».

3. Уточнены и классифицированы источники инвестиций в строительство жилья на основе отнесения поступлений средств в течение предьинвестиционного периода и инвестиционного периода строительства жилья, основанием для выделения которых является факт получения заказчиком-застройщиком разрешения на строительство, с авторским определением данных категорий.

4. Анализ нормативно-методического обеспечения коллективного инвестирования жилищного строительства выявил высокую степень проработанности положений, регламентирующих функционирование закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости, что позволило признать последний рыночным, публичным инвестиционным инструментом, использование которого строго регламентировано.

5. Исследование отечественного опыта коллективного инвестирования жилищного строительства позволило уточнить факторы, определяющие развитие экономических отношений в рамках системы коллективных инвестиций в жилищное строительство, и классифицировать их на факторы внутреннего характера (как то: отсутствие практики реализация инвестиционных проектов по строительству жилья; необходимость единовременного аккумулирования значительного объема активов, как условие формирования ЗПИФН; низкий уровень ликвидности инвестиционных паев ЗПИФН), которые возможно скорректировать консолидацией усилий субъектов коллективного инвестирования, и факторы внешнего характера (как то: отсутствие классификации ЗПИФН в зависимости от состава активов; низкий уровень публичности ЗПИФН; фрагментарность законодательства, регламентирующего налогообложение ЗПИФН; возможность приобретения паев инвесторами, отнесенными к категории квалифицированных), требующие вмешательства регулятора финансового рынка России в лице Банка России.

6. Определены факторы, обуславливающие интеграционную роль ЗПИФН в консолидации инвестиционных ресурсов мелких инвесторов и обосновывающие необходимость развития коллективного инвестирования жилищного строительства как высокопотенциального источника поступления финансовых ресурсов в строительную отрасль России в целях обеспечения роста объемов жилищного строительства. К их числу отнесено: участие широкого круга инвесторов; формирование индивидуальной инвестиционной стратегии; параллельная реализация целей субъектов; возможность аккумулирования значительного объема средств; реализация инвестиционно-строительных проектов по комплексной жилищной застройке; проработанность нормативно-правовой базы, регулирующей отношения в сфере коллективного инвестирования; профессиональное управление.

7. Анализ зарубежного опыта коллективных инвестиций в недвижимость показал возможность применения данного финансового института в качестве инструмента консолидации инвестиционных ресурсов мелких инвесторов в целях финансирования жилищного строительства. В США REIT (Real Estate Investment Trust) как компании, которые за счет коллективных инвестиций покупают недвижимое имущество и управляют им или

занимаются застройкой, имеет положительную практику функционирования. REIT получает доходы как от роста стоимости долей, так и от аренды недвижимости, в которую траст вложился. Минимум 90% этих доходов он выплачивает пайщикам в виде дивидендов. Большинство REIT передают 100% налогооблагаемой прибыли пайщикам и таким образом избавляются от необходимости платить налог на корпорации. Учитывая продолжительную историю существования индустрии риэлтерских инвестиционных трастов, обеспечиваемую ими стабильную доходность и их низкую корреляцию с традиционными финансовыми инструментами, REITs можно рассматривать как привлекательные объекты для инвестирования.

8. Были определены формы договорных отношений между ЗПИФН и заказчиком-застройщиком (договор участия в долевом строительстве, инвестиционный договор, договор строительного подряда), которые имеют законодательную регламентацию, оговаривающую требования к их содержанию.

9. Разработана модель коллективного инвестирования жилищного строительства, предусматривающая консолидацию инвестиционных ресурсов мелких инвесторов для финансирования строительства жилья; приведено описание реализации инвестиционно-строительного проекта с применением вышеозначенной модели. Приведена модификация разработанной модели коллективного инвестирования жилищного строительства. В рамках модифицированной модели предусматривается возможность вступления в права собственности объектами жилья лицами, выступающими в качестве покупателей инвестиционных паев ЗПИФН. Последнее реализуется посредством раздела имущества, составляющего ЗПИФН – возведенного на средства ЗПИФН жилищного комплекса, и выделения из него доли в натуре. Это требует внесения соответствующих изменений в Федеральный закон «Об инвестиционных фондах».

10. В рамках прогноза эффективности внедрения модели коллективного инвестирования жилищного строительства оценка степени удовлетворенности экономических интересов субъектов модели показала обоснованность ее применения. Произведено прогнозирование прироста ввода жилья, основанного на притоке инвестиционных ресурсов, аккумулированных ЗПИФН, которое показало, что в течение 2007-2011 гг. посредством закрытых паевых

инвестиционных фондов недвижимости возможно произвести аккумулирование средств, достаточных для финансирования строительства жилья в объемах от 3,111 млн. м<sup>2</sup> в 2007 г. до 15,258 млн. м<sup>2</sup> в 2011 г. С учетом сроков реализации инвестиционно-строительных проектов по возведению жилья, ввод соответствующих жилых площадей будет датирован годом, отстающим от года обеспечения финансирования на этот же период времени.

11. Были предложены поправки в законодательные и подзаконные акты, формирующие правовое обеспечение разработанной модели коллективного инвестирования жилищного строительства, а именно: закрепление классификации закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости на строительные ЗПИФН, рентные ЗПИФН, девелоперские ЗПИФН; разделение режимов функционирования закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости на публичный и частный; расширение сферы деятельности жилищно-накопительного кооператива в части наделения их правом приобретать инвестиционные паи строительных закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости; включение жилищно-накопительного кооператива в число субъектов, относимых к категории квалифицированных инвесторов, имеющих право приобретать инвестиционные паи закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости. Принятие приведенных поправок поспособствует полной реализации потенциала разработанной модели.

## БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Об инвестиционной деятельности в РСФСР: федер. закон от 26.06.1991 г. № 1448-1.
2. О конкуренции и ограничении монополистической деятельности: федер. закон от 22.03.1991 г. № 948-1.
3. Об основах федеральной жилищной политики: федер. закон от 24.12.1992 г. № 4218-1.
4. Инструкция о порядке выпуска, обращения и погашения жилищных сертификатов на территории Российской Федерации: утв. Постановлением ФКЦБ РФ от 12.05.1995 г. № 2.
5. Комплексная программа мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров: утв. указом Президента РФ «Об утверждении комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров» от 21.03.1996 г. № 408.
6. Направления, основные мероприятия и параметры приоритетного национального проекта «Доступное и комфортное жилье – гражданам России»: утв. президиумом Совета при Президенте Российской Федерации по реализации приоритетных национальных проектов (протокол № 2 от 21.12.2005 г.).
7. О составе активов акционерных инвестиционных фондов и закрытых паевых инвестиционных фондов, относящихся к категории фондов недвижимости: письмо ФСФР РФ от 29.12.2004 г. № 04-ВС-01/12692.
8. Положение о заказчике при строительстве объектов для государственных нужд на территории Российской Федерации: утв. постановлением Госстроя России от 8.06.2001 г. № 58.
9. Положение о лицензировании деятельности по строительству зданий и сооружений I и II уровней ответственности в соответствии с государственным стандартом: утв. постановление Правительства РФ «О лицензировании деятельности в области проектирования и строительства» от 21.03.2002 г. № 174 (в ред. Постановления Правительства РФ от 3.10.2002 г. № 731).
10. Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов: утв. постановлением ФКЦБ РФ от 14.08.2002 г. № 31/пс.
11. Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов:

утв. приказом ФСФР РФ от 30.03.2005 г. № 05-8/пз-н (в ред. Приказа ФСФР РФ от 15.12.2005 г. № 05-83/пз-н).

12. Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов: утв. приказом ФСФР РФ от 8.02.2007 г. № 07-13/пз-н.

13. Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов. Утверждено приказом ФСФР РФ от 28.12.2010 г. № 10-79/пз-н (в редакции Приказа ФСФР РФ от 31.05.2011 г. № 11-24/пз-н).

14. Положение о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а также к содержанию раскрываемой информации: утв. приказом ФСФР РФ от 22.06.2005 г. № 05-23/пз-н.

15. Положение по бухгалтерскому учету долгосрочных инвестиций: утв. письмом Минфина РФ от 30.12.1993 г.

16. Постановление Госстроя СССР «Об утверждении Положения о заказчике-застройщике (едином заказчике, дирекции строящегося предприятия) и техническом надзоре» от 2.02.1988 г. №16.

17. О федеральной целевой программе "Жилище" на 2002-2010 годы: постановление Правительства РФ от 17.09.2001 г. №675 (с изменениями от 14.02.2002 г.; 26.07.2004 г.; 24.10.2005 г.).

18. Об утверждении Положения о продаже гражданам квартир в собственность и оплате расходов на их содержание и ремонт: постановление СМ РСФСР и ВЦСПС от 21.04.1989 г. № 134.

19. О мерах по ускорению развития жилищной кооперации: постановление ЦК КПСС и СМ СССР от 31.03.1988 г. № 406.

20. О минимальной стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по достижении которой паевой инвестиционный фонд является сформированным: приказ ФСФР РФ от 2.11.2006 г. № 06-125/пз-н.

21. Об утверждении положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами: приказ ФСФР от 18.03.2008 г. № 08-12/пз-н.

22. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 гг: утв. распоряжением Правительства РФ от 1.06.2006 г. № 793-р.

23. Типовые правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом: утв. постановлением Правительства РФ от 25.07.2002 г. № 564.

24. О выпуске и обращении жилищных сертификатов: указ Президента РФ от 10.06.1994 г. № 1182.

25. О мерах по обеспечению интересов инвесторов и приведению в соответствие с законодательством Российской Федерации предпринимательской деятельности юридических лиц, осуществляемой на финансовом и фондовом рынках без соответствующих лицензий: указ Президента РФ от 26.04.1995 г. №416.

26. Градостроительный кодекс Российской Федерации: федер. закон от 29.12.2004 г. № 190-ФЗ.

27. Гражданский кодекс Российской Федерации: федер. закон.

28. Жилищный кодекс Российской Федерации: федер. закон от 29.12.2004 г. № 188-ФЗ.

29. О дополнительных мерах государственной поддержки семей, имеющих детей: федер. закон от 29.12.2006 г. № 256-ФЗ.

30. О жилищных накопительных кооперативах: федер. закон от 30.12.2004 г. № 215-ФЗ.

31. О лицензировании отдельных видов деятельности: федер. закон от 8.08.2001 г. № 128-ФЗ.

32. О рынке ценных бумаг: федер. закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ.

33. Об инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений: федер. закон от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ.

34. Об инвестиционных фондах: федер. закон от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ.

35. Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации: федер. закон от 30.12.2004 г. № 214-ФЗ.

36. Абрамов, А.Е. Формирование и развитие рынка ценных бумаг инвестиционных фондов: дисс. канд. экон. наук / А.Е.Абрамов.- М., 2004.- 197с.

37. Анипкин, А.М. Жилищное строительство и инвестиции / А.М.Анипкин, А.Н.Ларионов.- Волгоград: Ком. по печати, 1997.-62с.

38. Арефьев, А. Новое в структуре активов / А.Арефьев // Рынок ценных бумаг.- 2006.- № 4.

39. Арефьев, А. Перспективы развития ЗПИФНов: роль квалифицированного инвестора / А. Арефьев // «РЦБ. Квалифицированный инвестор», Специальный номер журнала «Рынок ценных бумаг».- 2007.
40. Асаул, А.Н. Малоэтажное жилищное строительство / А.Н.Асаул [и др.]; под ред. д.э.н., проф. А.Н. Асаула. – СПб.: Гуманистика, 2005.- 563 с.
41. Асаул, А.Н. Экономика недвижимости / А.Н.Асаул. – СПб.: Питер, 2004.- 384 с.
42. Баронин, С.А. Отечественный и зарубежный опыт работы ссудосберегательных систем на основе потребительских жилищных кооперативов / С.А. Баронин, В.С. Казейкин, Е.А. Рыжов, Р.В. Семенов. – Пенза: GUEFC, 2005.- 198 с.
43. Барыкин, Д.А. Приобретение квартиры: ипотека, долевое участие в строительстве, социальное жилье / Д.А.Барыкин, М.А.Толчинский.- М.: ЮРАЙТ–Издат, 2006.- 299 с.
44. Беляев, М.К. Введение в компаративную инвестологию / М.К.Беляев, О.В.Максимчук. – Волгоград: ВолгГАСУ, 2001.
45. Беляев, М.К. Новые направления реформирования регионального жилищно-коммунального хозяйства / М.К.Беляев // Современные наукоемкие технологии.- 2010.- №11.
46. Беляев, М.К. Управление инновационными процессами / М.К.Беляев, О.В.Максимчук, С.А.Соколова. – Волгоград: ВолгГАСУ, 2007.
47. Биянова, Н. Отдать пенсионные деньги в ПИФы / Наталья Биянова // Газета.- 2005.- 29 июля.
48. Богданов, А. Кредитование и залог имущества паевых инвестиционных фондов / Андрей Богданов // Рынок ценных бумаг.- 2009.- №7/8.
49. Богданов, А. Налогообложение в ПИФах. Разъяснения фискальных органов / Андрей Богданов // Рынок ценных бумаг.- 2006.- № 16.
50. Богданов, А. IPO инвестиционных паев ПИФов / Андрей Богданов // Рынок ценных бумаг.- 2006.- № 18.
51. Бузырев, В.В. О жилищной проблеме и путях ее решения в мегаполисе в среднесрочной перспективе // Строительный комплекс: экономика, управление, инвестиции. Выпуск 6: Межвузовский сборник научных трудов / В.В.Бузырев; редкол.: (отв. редакторы)

В.В.Бузырев,И.П. Нужина, В.М.Аксенов [и др.]. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2006.

52. Бузырев, В.В. Планирование на строительном предприятии / В.В.Бузырев, Ю.П.Панибратов, И.В.Федосеев. – М.: Академия, 2005.- 336 с.

53. Бузырев, В.В.Современное состояние инвестиционно-строительного комплекса Санкт-Петербурга / В.В.Бузырев, И.В.Федосеев; редкол.: (отв. редакторы) В.В.Бузырев, Е.В.Гусев, В.М.Аксенов [и др.] // Строительный комплекс: экономика, управление, инвестиции. Выпуск 4: Межвузовский сборник научных трудов.- СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2005.

54. Бузырев, В.В. Экономика жилищной сферы: учеб. пособие / В.В.Бузырев, В.С.Чекалин. – ИНФРА-М, 2001 – 256 с.

55. Буш, А.И. Формирование и развитие финансовых инструментов жилищного строительства: дисс. канд. экон. наук / А.И.Буш.- Волгоград, 2006.- 175 с.

56. Вавульский, И. Инвестиционный комитет: формирование, порядок одобрения сделок с имуществом, составляющим ПИФ / Игорь Вавульский // Рынок ценных бумаг.- 2011.- №3.

57. Вслед за США // РБК Daily.- 2006.- 10 нояб.

58. Волынкин, К. Опыт розничных продаж инвестиционных паев ПИФ / Кирилл Волынкин, Максим Капитан, Растислав Кокорев // Рынок ценных бумаг.- 2003.- № 19; № 20.

59. Гарцев, О.И. Решение жилищных проблем по западным образцам / О.И.Гарцев // Коммерсант.- 1999.- 1 фев.

60. Головачев, В. Российский легальный бизнес наполовину в тени / В.Головачев // Экономика и жизнь.- 2002. -№ 24.- С. 30.

61. Греф, Г.О. О мерах по развитию финансовых рынков в Российской Федерации: доклад на заседании Правительства Российской Федерации 11.11.2003 г. / Г.О.Греф.- М.: Представительство в сети «Интернет» Министерства по экономическому развитию и торговли Российской Федерации по адресу [www.economy.gov.ru](http://www.economy.gov.ru).

62. Данько, В. Динозавры российской экономики / Виктор Данько // Рынок ценных бумаг.-2006.- № 23.

63. Дзедзичек, М.Г. Об иностранных инвестициях в Россию / М.Г.Дзедзичек. – М.: Бюро экономического анализа, 2004. - 27 с.

64. Дмитриев, В.А. Формирование стратегии управления строительной корпорацией жилищного профиля: дисс. канд. экон. наук / В.А.Дмитриев.- СПб., 2003 – 170 с.
65. Доброчинский, Д. Особенности проведения собрания владельцев инвестиционных паев при смене управляющей компании ЗПИФа / Дмитрий Доброчинский// Рынок ценных бумаг.- 2009.- №17.
66. Дроздов, Г.Д. Управление эффективностью городского жилищного строительства в конкурентной среде / Г.Д.Дроздов. - СПб, 2002. – 229 с.: ил.
67. Дулич, В.А. Инвестиционно-строительный рынок России в 1999 г./ В.А.Дулич // Экономика строительства.- 2000.-№ 2.
68. Евстратова, У. Возможности и перспективы закрытых ПИФов как инструмента государственно-частного партнерства / У.Евстратова // Рынок ценных бумаг.- 2007.-№19.
69. Евстратова, У. Законодательные инновации – новые возможности ПИФов / Ульяна Евстратова // Рынок ценных бумаг.- 2008.- №5.
70. Есаулкова, Т. Хранение имущества новых категорий паевых инвестиционных фондов / Татьяна Есаулкова, Дмитрий Доброчинский // Рынок ценных бумаг.- 2010.- №3.
71. Жилищное строительство в Российской Федерации в 2004 г. // Экономика строительства.- 2005.- № 8.
72. Жилье: комплексный взгляд / под общ. ред. В.М. Агапкина; науч. ред. А.В. Черняк, В.З. Черняк. – М.: А.В.Ч., 2001. – 976 с.
73. Жук, Е. Закрытые ПИФы открыты для инвестиций: имущественные налоги в российских фондах / Евгений Жук // Рынок ценных бумаг.-2011.- №3.
74. Жук, Е. Квалифицированный инвестор в Евросоюзе, США и РФ: правовые модели / Евгений Жук // Рынок ценных бумаг.- 2008.- №5.
75. Жук, Е.А. Закрытые паевые фонды недвижимости – альтернативный способ финансирования застройщиков / Е.А.Жук // Вестник Ассоциации российских банков.- 2006.- № 11. – С. 39-44.
76. Жук, Е. Практическое применение ЗПИФН / Евгений Жук // Рынок ценных бумаг.- 2006.- № 17.
77. Заславская, Т.И. О социальном механизме развития экономики / Т.И.Заславская // Пути совершенствования социального механизма развития советской экономики. - Новосибирск, 1985. – С. 47-53.

78. ЗПИФ – оптимальный способ реализации инвестиционно-финансовой стратегии в рублевом пространстве // РЦБ. Квалифицированный инвестор; Спец. номер журнала Рынок ценных бумаг.- 2007.

79. Игонин, Н.В. Инвестиции. Организация, управление и финансирование: учебник для вузов / Н.В.Игонин.- 2-е изд. перераб. и доп. – М.: ЮНИТИ – ДАНА, 2001. – 542 с.

80. Инвестиции: учебник / под. ред. В.В. Ковалева, В.В. Иванова, В.В. Лялина. – М.: ТК Велби, 2003. – 400 с.

81. Каменецкий, М.И. Совершенствование налогового стимулирования инвестиционно-строительной деятельности / М.И.Каменецкий, Э.В.Джантуханова // Экономика строительства.- 2005.- №9; № 10.

82. Капитан, М. Куда инвестируют средства российские ПИФы / М.Капитан, П.Ким, Е.Киселева // Рынок ценных бумаг.- 2003.- № 8.

83. Катаев, С.В. Современная практика инвестиционно-финансового обеспечения жилищного строительства // Строительный комплекс: экономика, управление, инвестиции. Выпуск 4: Межвузовский сборник научных трудов / С.В.Китаев; редкол.: В.В. Бузырев, Е.В. Гусев, В.М. Аксенов [и др. ].– СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2005.

84. Квалифицированные инвесторы: кто они? // Рынок ценных бумаг.- 2008.- №5.

85. Кейнс, Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. : пер. с англ. / Дж.Кейнс. – М.: Прогресс, 1978. – 494 с.

86. Киндеева, Е. Управляющая компания ЗПИФН: застройщик земельного участка или участник строительства объекта недвижимости? / Елена Киндеева // Рынок ценных бумаг.-2011.-№10.

87. Козицын, С. Довериться управляющим активами / Севастьян Козицын, Павел Миледин // Ведомости.- 2005.- 2 фев.

88. Колбина, М. Недвижимость под давлением кризиса / Мария Клобина // Рынок ценных бумаг.- 2009.- №5/6.

89. Косарева, Н. Безусловный приоритет / Надежда Косарева // Сибирская столица.- 2006.- 28 нояб.

90. Кошман, Н.П. О долевом строительстве / Н.П.Кошман // Промышленное и гражданское строительство.- 2005.-№ 12.

91. Краснянский, Л.Н. Повышение инвестиционной активности в городском строительстве (состояние, проблемы, пути решения) / Л.Н.Краснявский. – М: Экономика, 2001. –254 с.

92. Криничанский, К. Анализ сберегательного поведения населения и его лояльности к рынку ценных бумаг / Константин Криничанский // Рынок ценных бумаг.- 2006.- № 14.

93. Круглик, С.Н. О мерах по реализации национального проекта «Доступное и комфортное жилье – гражданам России» / С.Н.Круглик // Экономика строительства. – 2005.- № 12.

94. Кубасова, Т. Региональные аспекты формирования рынка доступного жилья / Т.Кубасова // Имущественные отношения в РФ.- 2004.- № 12.

95. Кудрявцев, В.А. Основы организации ипотечного кредитования / В.А.Кудрявцев, Е.В. Кудрявцева. – М.: Высшая школа, 1998.

96. Кузин, А. Зачем «закрываются» ПИФы / Антон кузин // Финанс.- 2004.- 1 нояб.

97. Кузнецов, А. Налогообложение инвестиционных фондов: изменения в законодательстве и нерешенные проблемы в этой области / Алексей Кузнецов, Анна Куракина // Рынок ценных бумаг.- 2008.- №5.

98. Ларионов, А.Н. Стратегия развития рынка жилья Волгоградской области /А.Н.Ларионов; ВолгГАСА. – Волгоград, 2002. – 456 с.

99. Лопатин, В. ЗПИФы для банков. Итоги дискуссии / Владимир Лопатин // Рынок ценных бумаг.- 2010.- №8.

100.Макарчук, З.В. Правовое регулирование деятельности инвестиционных фондов в России и США: автореф. дисс. канд. юрид. наук / З.В.Макарчук.– 20 с.

101.Мальханов, В. Российские закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости: пациент скорее жив, чем мертв? / Владимир Мальханов // Рынок ценных бумаг.- 2007.- №21.

102.Маньков, И.А. Коллективные инвестиции в строительство / И.А.Маньков // Жилищное строительство.- 2006.- № 11.

103.Маренков, Н.Л. Инвестиции / Н.Л.Маренков. – Ростов н /Д: Феникс, 2003. – 240 с.

104.Матбшин, С. Коллективное инвестирование на базе инвестиционного банка / Сергей Матбшин // Рынок ценных бумаг.- 2005.- № 23-24.

105.Минц, В. Принципы прогнозирования динамики цен на жилье / Виктор Минц // Рынок ценных бумаг.- 2007.- №18.

106.Морозов, В.В. Условия и факторы роста инвестиционной активности в территориальных экономических системах / В.В.Морозов // Экономика строительства.- 2004.- № 5.

107.Натурина, М.Г. Паевые инвестиционные фонды в России: дисс. канд. экон. наук / М.Г.Натурина.- М., 1999.- 235 с.

108.Старченко, Н. Хромое качество / Николай Старченко // Д.- 2012.- №6.

109.Новиков, Б.Д. Рынок и оценка недвижимости в России / Б.Д.Новиков.- М.: Экзамен, 2000.- 512 с.

110.Новые проекты жилищного финансирования, ипотечного кредитования и накопительных схем приобретения жилья: Материалы 1-го Международного конгресса 25 ноября 2005 г.- М.: Бюллетень недвижимости, 2005.

111.Окулов, В. Риски паевых инвестиционных фондов / Виталий Окулов // Рынок ценных бумаг.- 2004.- № 9.

112.Олек, Кессо. ПИФы в спячке / Олек Кессо // Д'.- 2012.- №6.

113.Осипова, Е. Что и как вложить в ЗПИФ? Сложности и риски оплаты инвестиционных паев неденежными средствами / Екатерина Осипова // Рынок ценных бумаг.- 2011.- №11.

114.Оценка масштабов и динамики изменения платежеспособного спроса на жилье и объемов жилищного строительства в России. – М.: Изд-во Фонда «Институт экономики города», 2004. – 23 с.

115.Оценка недвижимости / под. ред. А.П.Грязновой. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 496 с.

116.Ошепков, А. Эффективность управления паевыми фондами в российских условиях / Алексей Ошепков, Кирилл Волынкин // Рынок ценных бумаг.- 2005.- № 6.

117.Папахин, О. Квалифицированный инвестор: реальность статуса / Олег Папахин // Рынок ценных бумаг.- 2010.- №11.

118.Перельман, Е. Во что инвестируют ПИФы недвижимости? / Елена Перельман // Рынок ценных бумаг.- 2005.- № 17.

119.Перельман, Е. Закрытые ПИФы недвижимости западный путь или свой / Елена Перельман // Рынок ценных бумаг.-2005.- №10.

120.Перспективы привлечения инвестиций в строительство посредством ЗПИФН.- СПб.: Окта Групп, 2005. – 13 с.

121.ПИФы сохраняют максимальную привлекательность // Рынок ценных бумаг.- 2010.- №2.

122.Погодин, С.К. Методы оценки портфелей инвестиций, включающих ценные бумаги и недвижимость: дисс. канд. экон. наук / С.К.Погодин.- М., 2006.- 176 с.

123.Покопцева, Е.Б. Формирование механизма взаимодействия реального и финансового секторов экономики на примере рынка недвижимости: автореф. дисс. канд. экон. наук / Е.Б.Покопцева.- СПб., 2003.- 19 с.

124.Полякова, М. Закрытые ПИФы могут нам помочь / Марина Полякова // Рынок ценных бумаг.- 2004.- № 9.

125.Пчелинцев, А. Перспективы развития индустрии коллективных инвестиций / Александр Пчелинцев // Рынок ценных бумаг.- 2008.- №5.

126.Ранчинский, М.Л. Паевые инвестиционные фонды России: пути повышения надежности и доходности: дисс. канд. экон. наук / М.Л.Ранчинский.- М., 2004.- 132 с.

127.Российская ипотека растет и развивается // Рынок ценных бумаг.- 2008.- №3.

128.Рыбин, И. Сравнение облигационных займов и кредитов / Илья Рыбин // Рынок ценных бумаг.- 2007.- № 1.- С. 63.

129.Рынок недвижимости в России: анализ некоторых процессов реформирования. – М.: Изд-во Фонда «Институт экономики города», 2004.

130.Рынок ПИФов пророс агрессивными новичками // Рынок ценных бумаг.- 2008.- № 4.

131.Сачин, Д. Закрытые фонды – новые горизонты для инвестиций в недвижимость / Дмитрий Сачин // Рынок ценных бумаг.- 2009.- № 3.

132.Секретарева, О. ЗПИФы – антикризисные стратегии / Оксана Секретарева // Рынок ценных бумаг.- 2009.- №7/8.

133.Секретарева, О. Инвесторы на рынке коллективных инвестиций / Оксана Секретарева // Рынок ценных бумаг.- 2006.- №24.

134.Секретарева, О. Иностранные инвесторы на российском рынке коллективных инвестиций / Оксана Секретарева // Рынок ценных бумаг.- 2006.- № 21.

135.Секретарева, О. Консолидация, управление и защита корпоративных активов / Оксана Секретарева // РЦБ. Квалифицированный инвестор, Специальный номер журнала «Рынок ценных бумаг».- 2007.

- 136.Сергеев, А. Коллективные инвестиции в недвижимость / Александр Сергеев // Строительная газета.- 2004.- № 20.
- 137.Степанов, Д.И. «Пост-эмиссионные» ценные бумаги / Д.И.Степанов // Хозяйство и право.- 2004.- № 11.- С. 49-65.
- 138.Степанов, Д.И. «Пост-эмиссионные» ценные бумаги / Д.И.Степанов // Хозяйство и право.- 2004.- № 12.- С.33-51.
- 139.Ступин, И. Коллективизация инвестиций / Илья Ступин // Эксперт.- 2003.- № 40.
- 140.Сулимов, А. Банки на рынке услуг по доверительному управлению / Андрей Сулимов, Татьяна Бывшева // Рынок ценных бумаг.- 2005.- № 23-24.
- 141.Тягай, С. Квалифицированным инвесторам установили планку / Сергей Тягай // Коммерсант.- 2006.- № 112.
- 142.Такыл-оол, А. Моральный риск в договорах доверительного управления / Айдыс Такыл-оол // Рынок ценных бумаг.- 2011.- №3.
- 143.Тутыкин, В. Оценка юридических рисков при покупке жилья в новостройках / Варелий Тутыкин // Рынок ценных бумаг.- 2004.- № 9.
- 144.Управление в строительстве: учебник для вузов/В.М. Васильев, Ю.П. Панибратов, С.Д. Резник, В.А. Хитров; под. ред. В.М. Васильева.- Изд. 2-е перераб. и доп.- М.: АСВ; СПб: СПб ГАСУ, 2000.- 352 с.
- 145.Управление закрытыми паевыми инвестиционными фондами недвижимости.- СПб.: Окта Групп, 2005.- 12 с.
- 146.Федосеев, И.В. Особенности инвестиционно-строительного комплекса Санкт-Петербурга / И.В.Федосеев; редкол.: отв. ред. В.В.Бузырев, Е.В.Гусев, В.М.Аксенов [и др.] // Строительный комплекс: экономика, управление, инвестиции. Выпуск 4: Межвузовский сборник научных трудов.- СПб.: Изд-во СПб ГУЭФ, 2005.
- 147.Финансирование роста: выбор методов в изменчивом мире: пер. с англ.– М.: Весь Мир, 2002.
- 148.Фонды без фундамента // Коммерсант.- 2005.- 18 мая.
- 149.Фонды, которые мы выбираем // Экономика и жизнь.- 2004.- № 28.
- 150.Фрумкин, К. На пути к супермаркету / Константин Фрумкин // Компания.- 2006.- 29 авг.
- 151.Харламов, С. Рынок коллективных инвестиций: эпоха перемен / Сергей Харламов // Рынок ценных бумаг. – 2007.- №19.

- 152.Харченко, Е.В. Некоторые проблемы государственного регулирования и стимулирования инвестиционно-строительной деятельности / Е.В.Харченко // Экономика строительства.-2005.-№12.
- 153.Хуснитдинов, П. Инвестиционные фонды в Европейском союзе / Петр Хуснитдинов // Рынок ценных бумаг.- 2007.- № 19.
- 154.Чепаченко, Н.В. Эффективное управление строительной организацией / Н.В.Чепаченко.- СПб.: СПбГИЭУ, 2001.
- 155.Черных, Е. ЗПИФы – инструмент развития бизнеса / Екатерина Черных // Рынок ценных бумаг.- 2008.- № 5.
- 156.Чулюков, Ю. Паевые инвестиционные фонды: формирование, управление и контроль / Юрий Чулюков // Рынок ценных бумаг.- 2006.- № 24.
- 157.Шапран, В. Банки в роли управляющих компаний - мифы европейской системы / Виталий Шапран // Рынок ценных бумаг.- 2004.- № 4.
- 158.Шапран, В. Институты совместного инвестирования, топология фондов / Виталий Шапран // Рынок ценных бумаг.- 2004.- №5.
- 159.Шарп, У. Инвестиции: пер. с англ. / У.Шарп, Г.Александр, Дж.Бейли. – М.: ИНФРА-М, 2003. – 1028 с.
- 160.Шехова, А. Дорого и сердито/Анна Шехова// D.- 2006.- №11.
- 161.Шугалей, А. Правовые нормы долевого участия в строительстве / Александр Шугалей//Строительная газета.-2006.-№3.
- 162.Экономика строительства: учебник / под общ. ред. И.С.Степанова. – 2-е изд., доп. и перераб. – М.: Юрайт-Издат, 2002. – 591 с.
- 163.Экономика строительства: учеб. пособие для студ. высш. учеб. заведений / [В.В. Бузырев и др.] ; под общ. ред. В.В. Бузырева. – М.: Академия» 2006. – 336 с.
- 164.Юргенева, Е. Альтернативные инвестиции: жилая недвижимость / Елена Юргенева, Андрей Закревский // Рынок ценных бумаг.- 2012.- №2.
- 165.Яськова, Н.Ю. Коллективные инвестиции в строительстве – новые горизонты / Н.Ю.Яськова, Т.Н.Колосова // Экономика строительства.- 2005.- № 6.
- 166.Abraham Maslow, “A Theory of Human Motivation”, Psychological Review , no. 50 (1943).

167.Characteristics of Publicly Traded REITs, Non-Exchange Traded REITs and Private REITs // National Association of Real Estate Investment Trusts, Inc. 2004.

168.«Hysteria» forces closure of third German fund // Financial Times, January 19 2006.

169.Investing In Real Estate Investment Trusts // National Association of Real Estate Investment Trusts, 2000.

170.John B. Corgel, Willard Scintosh, Steven H. Ott. Real Estate Investment Trusts: A Review of the Financial Economics Literature // Journal of Real Estate Literature, Volume 3, Number 1, 1995.

171.Jun Han, Youguo Liang. The historical Performance of real Estate Investment Trusts // The Journal of Real Estate Research, Volume 10, Number 3, 1995.

172.REITs Guide // Deloitte & Touche, 2002.

173.Real Estate Investment Trust Act of 1960.

174.Russian Home-Building in Transition // Journal or Real Estate Literature, 7, 1999.

175.Tax Reform Act of 1986.

176.The REIT Story. Dividends & Diversification // National Association of Real Estate Investment Trusts, 2004.

## ГЛОССАРИЙ

**Жилье** – товар, объект для приобретения в собственность с целью проживания и улучшения своих жилищных условий.

**Заказчик–застройщик** – юридическое лицо, обеспечивающее за счет собственных или заемных средств на земельном участке, принадлежащем ему на правах собственности или аренды, строительство жилья, а также выполнение инженерных изысканий и подготовку проектной документации.

**Закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости (ЗПИФН)** – закрытый паевой инвестиционный фонд, основным активом которого является недвижимое имущество.

**Инвестиции** – денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

**Инвестиционная деятельность** – вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

**Инвестиционный период строительства жилья** – этап, следующий за получением заказчиком-застройщиком разрешения на строительство.

**Коллективное инвестирование жилищного строительства** – организация инвестиционного процесса, при которой профессиональный управляющий в лице управляющей компании аккумулирует активы розничных инвесторов с целью последующего инвестирования строительства жилья.

**Паевой инвестиционный фонд (ПИФ)** – 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, и из имущества, полученного в процессе такого управления.

**Период эксплуатации** – этап, который следует за сдачей объекта в эксплуатацию и включает процесс поддержания объекта в нормальном состоянии в соответствии с эксплуатационными параметрами.

**Предьинвестиционный период строительства жилья** – этап, предшествующий получению заказчиком-застройщиком разрешения на строительство.

**Система коллективных инвестиций в жилищное строительство** – система экономических отношений между управляющей компанией закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости, его пайщиками и третьими лицами в рамках коллективного инвестирования, предметом которых являются финансирование строительство жилья.

**Совместное инвестирование жилищного строительства** – инвестирование строительства жилья, осуществляемое за счет средств физических и юридических лиц с возникновением у них права общей собственности на объект жилья.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

## Приложение 1

Количество закрытых паевых инвестиционных фондов  
(по состоянию на 25.09.2015 г.)<sup>44</sup>

Категория	Закрытые			Всего		
	Зарегистрировано	Формируются	Работают	Зарегистрировано	Формируются	Работают
Фонды акций	25	0	25	168	0	168
Фонды облигаций	2	0	1	78	1	76
Фонды смешанных инвестиций	33	0	33	128	3	125
Фонды денежного рынка	0	0	0	10	0	10
Индексные фонды	0	0	0	23	0	23
Фонды фондов	0	0	0	53	0	53
Фонды товарного рынка	0	0	0	6	0	6
Хедж-фонды	17	0	17	29	0	27
Ипотечные фонды	11	1	7	11	1	7
Фонды художественных ценностей	2	0	1	2	0	1
Фонды венчурных инвестиций	52	0	51	52	0	51
Фонды недвижимости	602	4	574	602	4	574
Фонды прямых инвестиций	127	0	108	127	0	108
Рентные фонды	82	5	77	82	5	77
Кредитные фонды	73	0	63	73	0	63
Всего:	1026	10	957	1444	14	1369

<sup>44</sup> Источник: Национальная лига управляющих

Паевые инвестиционные фонды, паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов (по состоянию на 1.05.2012 г.)<sup>45</sup>

Категория	Закрытые	Всего
Фонды акций	7	7
Фонды облигаций	1	1
Фонды смешанных инвестиций	4	4
Фонды денежного рынка	0	0
Индексные фонды	0	0
Фонды фондов	0	0
Фонды товарного рынка	0	0
Хедж-фонды	17	29
Ипотечные фонды	2	2
Фонды художественных ценностей	0	0
Фонды венчурных инвестиций	52	52
Фонды недвижимости	390	390
Фонды прямых инвестиций	127	127
Рентные фонды	14	14
Кредитные фонды	73	73
Всего:	687	699

<sup>45</sup> Источник: Национальная лига управляющих

## Приложение 3

Управляющие компании паевых инвестиционных фондов с датой выдачи лицензии от 1.01.2007 г. по 1.05.2012 г.<sup>46</sup>

Дата выдачи лицензии	Управляющая компания	Статус лицензии в настоящее время
1	2	3
05.05.2015	ООО «Актив Инвест»	Действует
22.04.2015	ООО «Управляющая Компания "Красные Ворота"»	Действует
06.03.2015	ООО «Управляющая компания «БАЙКАЛ»»	Действует
02.03.2015	ООО «Управляющая компания «Оптимальные инвестиционные решения»»	Действует
24.02.2015	ООО «Управляющая компания «ПРАЙМ ЭССЕТ МЕНЕДЖМЕНТ»»	Действует
31.12.2014	ООО «Управляющая компания «ДжиЭс Капитал»»	Действует
15.12.2014	ООО «УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ «КМ»»	Действует
11.12.2014	ООО «Управляющая компания «Интерстрой»»	Действует
01.12.2014	ООО «Управляющая компания «Долгосрочные инвестиции»»	Действует
19.11.2014	ООО «Управляющая компания «ВЛАДИНВЕСТГРУПП»»	Действует
14.11.2014	ООО «Управляющая компания «ПАРАНГОН» »	Действует
12.11.2014	ООО «УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ «ТРАСТОВЫЙ ФОНД»»	Действует
02.09.2014	ООО «Управляющая компания «Реал Эстейт Кэпитал»»	Действует
15.08.2014	ООО «Управляющая компания «Развитие»»	Действует
26.06.2014	ООО «УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ «ТОВАРИЩЕСТВО ДОВЕРИТЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ»»	Действует
22.05.2014	ООО «Управляющая компания «Мир Финансов»»	Действует
20.05.2014	ООО «Управляющая компания «Альва-Финанс»»	Действует
06.05.2014	ООО «Общество с ограниченной ответственностью «Протон»»	Действует
17.04.2014	ООО «УК ЛэндПрофит»	Действует
28.02.2014	ООО «УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ «АГРОФИНТРАСТ»»	Действует
28.02.2014	ЗАО «Управляющая компания «Прогресс-Траст»»	Действует
27.02.2014	ООО «Управляющая компания «Профлидер»»	Действует
27.02.2014	ООО «АПЕКС Менеджмент»	Действует
07.02.2014	ООО «КьюБиЭф Управление Активами»	Действует
13.01.2014	ООО «Эссет Менеджмент Солюшнс»	Действует

<sup>46</sup> Источник: Национальная лига управляющих

1	2	3
18.12.2013	ООО «Управляющая компания «ФИН-Партнер»»	Действует
26.12.2013	ООО «Управляющая компания «ПСК»»	Действует
07.11.2013	«Управляющая компания «Траст Лайт»»	Действует
27.08.2013	ООО «Общество с ограниченной ответственностью «ФорТрейд»»	Действует
13.08.2013	ЗАО «Закрытое акционерное общество «Эмпайр Траст»»	Действует
01.08.2013	ООО «Общество с ограниченной ответственностью «Альянс Интернэшнл»»	Действует
27.06.2013	ЗАО «Управляющая компания «НИМБУС»»	Действует
11.06.2013	ООО «Управляющая компания «Центр Капитал»»	Действует
06.06.2013	ООО «РУССКОЕ ИНВЕСТИЦИОННОЕ ОБЩЕСТВО»	Действует
04.06.2013	ООО «Управляющая компания «ПЕГАС»»	Действует
23.05.2013	ООО «Управляющая компания «Ривер Капитал»»	Действует
14.05.2013	ООО «Управляющая компания «Инвест Менеджмент Центр»»	Действует
21.03.2013	ООО «Управляющая компания «ЭСЭ Управление активами»»	Действует
26.02.2013	ООО «Управляющая компания «Инвестиции и инновации»»	Действует
31.01.2013	ООО «Управляющая компания "Арикапитал"»	Действует
27.12.2012	ООО «Управляющая компания «Оптимус»»	Анулирована
25.12.2012	ООО «Управляющая компания «СБ-Капитал»»	Анулирована
13.12.2012	ООО «Управляющая компания «Русь Менеджмент»»	Действует
13.12.2012	ООО «Управляющая компания «ПрофЭксперт»»	Действует
22.11.2012	ООО «РСХБ Управление Активами»	Действует
15.11.2012	ООО «Управляющая компания «Легион»»	Действует
08.11.2012	ООО «Управляющая компания «Коммерциал проперти траст»»	Действует
25.10.2012	ООО «Управляющая компания «РусАктив»»	Действует
11.10.2012	ООО «КРСК-Управление активами»	Действует
02.10.2012	ООО «Управляющая компания «Менеджмент Центр»»	Анулирована
13.09.2012	ООО «УК «СИТИ КАПИТАЛ ЦЕНТР»»	Анулирована
23.08.2012	ООО «Джи Эйч Пи - управление активами»	Анулирована
23.08.2012	ООО «Управляющая компания «РусФин»»	Действует
23.08.2012	ООО «Управляющая компания «Сити Ассет Менеджмент»»	Действует
09.08.2012	ООО «Управляющая компания «Столичная»»	Действует
07.08.2012	ООО «Управляющая компания «Финанс Капитал Менеджмент»»	Анулирована
26.07.2012	ЗАО «Управляющая компания «РУСРЕИТ»»	Анулирована
14.06.2012	ООО «Управляющая компания «Гарант ФинКом»»	Действует
24.05.2012	ЗАО «Европейская Управляющая Компания»	Анулирована
12.04.2012	ЗАО «Управляющая компания "АВАНГАРД ЭССЕТ МЕНЕДЖМЕНТ"»	Анулирована

## Продолжение приложения 3

1	2	3
05.04.2012	ООО «Управляющая компания «БизнесПрофТрейдинг»»	Действует
06.03.2012	ООО «Управляющая компания "КонТехнол Инвест"»	Анулирована
29.02.2012	ООО «УНИВЕР Менеджмент»	Действует
21.02.2012	ООО «Управляющая компания ИТС-Групп»	Действует
16.02.2012	ЗАО «Управляющая компания «Привилегия»»	Действует
22.12.2011	ООО «Управляющая компания «ФОРТИС-Инвест»»	Действует
08.12.2011	ООО «РТ-Инвест»	Действует
01.12.2011	ООО «Управляющая компания "КАПИТАЛ"»	Действует
02.11.2011	ООО «Управляющая компания РФПИ»	Действует
25.10.2011	ООО «Управляющая компания «Голден Стоун Морган Эссет Менеджмент» »	Действует
11.08.2011	ООО «Управляющая компания «Орион менеджмент»»	Анулирована
04.08.2011	ЗАО «Управляющая компания «АЛЬПИНА»»	Действует
04.08.2011	«Акционерное общество "ЕФГ Управление Активами"»	Действует
15.06.2011	ООО «Девон менеджмент компани»	Анулирована
31.05.2011	ООО «УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ «ИНТЕЛЛЕКТ-КАПИТАЛ»»	Действует
26.05.2011	ООО «КАПИТАЛ ЭССЕТ МЕНЕДЖМЕНТ»	Действует
21.04.2011	ООО «ТЕТИС Кэпитал»	Действует
07.04.2011	ООО «Управляющая компания «НЕРО УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ»»	Действует
05.04.2011	«Управляющая компания «ФУНДАМЕНТ»»	Действует
24.03.2011	ООО «Управляющая компания «Перспектива Финанс»»	Действует
10.03.2011	ООО «Управляющая компания РИГОРА»	Действует
10.03.2011	ООО «Управляющая компания «Аврора Капитал Менеджмент»»	Действует
03.03.2011	ООО «Управляющая компания «Спектр-Капитал»»	Действует
10.02.2011	ООО «Управляющая компания «Премьер - Лига»»	Действует
10.02.2011	ООО « Управляющая компания «Перспектива»»	Действует
21.01.2011	ООО «Управляющая компания «Ренессанс Недвижимость»»	Анулирована
21.01.2011	«Управляющая компания «Эксперт Менеджмент»»	Действует
13.01.2011	ООО «РН – Управление активами»	Анулирована
28.12.2010	ЗАО «Управляющая компания СБВК»	Действует
23.12.2010	ООО «Альянс Менеджмент»	Действует
23.12.2010	ООО «Форвард Кэпитал»	Анулирована
16.12.2010	ООО «Управляющая компания «Инвест Трейдинг Компани»»	Анулирована
09.12.2010	ООО «Управляющая компания «Эдельвейс»»	Действует
09.12.2010	ООО «Финансовая компания «Эдельвейс»»	Анулирована
09.12.2010	ООО «Управляющая компания «Бизнес Актив»»	Анулирована
02.12.2010	ООО «Управляющая компания «ПалитраФИНАНС»»	Анулирована

1	2	3
02.12.2010	ООО «Азово-Донская Управляющая Компания»	Действует
30.11.2010	ООО «Холдинговая компания «АкадемКапитал»»	Действует
23.11.2010	ОАО «Модернизация Инновации Развитие»	Действует
23.11.2010	ООО «Инвестиционные стратегии»	Анулирована
18.11.2010	ООО «Управляющая компания «Инвест Сити»»	Действует
02.11.2010	ООО «Управляющая компания «АСТ»»	Действует
02.11.2010	ООО «Управляющая компания «Мегаполис-Инвест»»	Действует
27.10.2010	ООО «Управляющая компания «ДжиБиЭм Кэпитал»»	Действует
27.10.2010	ООО «Управляющая компания «Привилегия»»	Действует
21.10.2010	ООО «Московско-Волжская Управляющая компания»	Анулирована
21.10.2010	«Управляющая компания «Флагман»»	Действует
21.10.2010	ЗАО «Новые технологии управления»	Действует
21.10.2010	ООО «МФОНД»	Действует
12.10.2010	ООО «Управляющая компания «АктивАр»»	Действует
30.09.2010	ООО «Управляющая компания «Аппаратус»»	Анулирована
16.09.2010	ООО «ВТИ Капитал»	Анулирована
16.09.2010	ООО «УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ «СК-КАПИТАЛ»»	Действует
14.09.2010	ООО «Управляющая компания «Фракталь»»	Действует
10.09.2010	ЗАО «Управляющая компания «Сфера Капитал»»	Анулирована
07.09.2010	ООО «Управляющая компания «ОРЕОЛ»»	Действует
07.09.2010	ООО «Управляющая компания «РЕСКО»»	Анулирована
02.09.2010	ООО «Управляющая компания «Терра Эссет Менеджмент»»	Действует
26.08.2010	ООО «Академ-Финанс»	Действует
19.08.2010	ООО «Империал Траст»	Действует
19.08.2010	ООО «Управляющая компания Ист Менеджмент»	Анулирована
19.08.2010	ООО «Управляющая компания «Эверглейдс»»	Действует
17.08.2010	ООО «Управляющая компания «Сургутгазстрой»»	Действует
12.08.2010	ООО «Управляющая компания «Инвест-Урал»»	Действует
12.08.2010	ООО «Управляющая компания «Профит Групп»»	Анулирована
12.08.2010	ООО «Управляющая компания «Центр Менеджмент»»	Действует
29.07.2010	ЗАО «Управляющая Компания «Эстейт Капитал»»	Действует
29.07.2010	ООО «Управляющая компания НОМОС-БАНКА»	Анулирована
29.07.2010	ООО «Управляющая компания «Столица Нижний»»	Действует
29.07.2010	ООО «Управляющая Компания «РусИнвест»»	Действует
22.07.2010	ЗАО «Управляющая компания «Финансовые Активы»»	Анулирована
15.07.2010	ЗАО «Управляющая компания «Ключевые технологии»»	Анулирована
01.07.2010	ООО «Управляющая компания «Наностарт Раша»»	Анулирована
01.07.2010	ООО «Управляющая компания «Транснефть Инвест»»	Действует
29.06.2010	ООО «Управляющая компания «Финансовый капитал»»	Действует

## Продолжение приложения 3

1	2	3
10.06.2010	ООО «Сити Управление Активами»	Действует
03.06.2010	ЗАО «Управляющая компания «Эмеральд Групп»»	Действует
27.05.2010	ЗАО «Управляющая компания «ИНТЕРКОММЕРЦ Управление активами»»	Действует
18.05.2010	ООО «Управляющая компания «Эксперт»»	Анулирована
06.05.2010	ООО «Трастовая компания «Единство»»	Анулирована
22.04.2010	ООО «Управляющая компания «ТрастФинанс»»	Анулирована
20.04.2010	ООО «Управляющая компания «Актив Эссет Менеджмент»»	Анулирована
15.04.2010	ЗАО «Управляющая компания "Независимый Альянс"»	Действует
01.04.2010	ООО «Управляющая компания "Альфа Стайл"»	Действует
25.03.2010	ЗАО «Управляющая компания «Агидель»»	Действует
18.03.2010	«Акционерное общество "Управляющая компания "РАМ Инвестиции"»	Действует
18.03.2010	ООО «Управляющая компания "Траст Центр"»	Анулирована
18.03.2010	ЗАО «Управляющая компания "Сарсон"»	Анулирована
18.03.2010	ООО «ВТБ Капитал АйТуБиЭф Инновэйшн партнерс»	Действует
10.03.2010	ООО «Управляющая компания «Пенсионные накопления»»	Действует
10.03.2010	ООО «Управляющая компания "Гранат"»	Действует
04.03.2010	ООО «Управляющая компания "Инвесттрансгаз"»	Действует
18.02.2010	ООО «Европа Траст»	Анулирована
18.02.2010	ООО «Управляющая компания "Стабильность"»	Анулирована
18.02.2010	ООО «Управляющая компания "Резерв Эссет Менеджмент"»	Действует
11.02.2010	ООО «Управляющая компания "Евро Фин Траст"»	Действует
11.02.2010	ООО «Управляющая компания "Центр управления инвестициями"»	Действует
04.02.2010	ЗАО «Управляющая компания «Созидание»»	Действует
28.01.2010	ООО «Управляющая компания "Инвестиционная палата"»	Действует
26.01.2010	ООО «ПЕРАМО»	Действует
26.01.2010	ЗАО «Управляющая компания "Инфраструктурные инвестиции"»	Действует
19.01.2010	ООО «Управляющая компания "САН"»	Действует
19.01.2010	ООО «Управляющая компания "МАГИСТРАЛЬ"»	Действует
19.01.2010	ООО «Управляющая компания Новард-Финанс»	Анулирована
19.01.2010	ООО «Управляющая компания "ЭксклюзивФормат"»	Анулирована
29.12.2009	ООО «Управляющая компания «Магнолия»»	Анулирована
10.12.2009	ООО «Управляющая компания «ГЕРА»»	Действует
24.11.2009	ООО «Управляющая компания «Веста»»	Анулирована
19.11.2009	ООО «Управляющая компания «Джи Си груп»»	Анулирована
19.11.2009	ООО «Интерпромлизинг»	Действует
12.11.2009	ООО «Управляющая компания «АТ-Менеджмент»»	Действует

1	2	3
10.11.2009	ООО «Управляющая компания «Стандарт-Инвест» »	Действует
29.10.2009	ООО «Управляющая компания «Ода»»	Анулирована
15.10.2009	ООО «Управляющая компания «Национальная корпорация недвижимости»»	Анулирована
08.10.2009	« Управляющая компания «Доминион»»	Действует
08.10.2009	ООО «Управляющая компания «Деметра»»	Анулирована
08.10.2009	ООО «Управляющая компания «ЮЛА» »	Действует
17.09.2009	ООО «Управляющая компания «Монтес Аури»»	Действует
17.09.2009	ЗАО «Управляющая компания «ГеоКапитал»»	Действует
11.09.2009	ООО «Управляющая компания «Каминцентр Ассет Менеджмент»»	Анулирована
08.09.2009	ЗАО «Республиканская Управляющая Компания»	Действует
08.09.2009	ООО «РАИН-фаунд»	Действует
01.09.2009	ООО «ТМ-ТРАСТ»	Действует
16.07.2009	«Управляющая компания «Дженерал Кэпитал»»	Действует
18.06.2009	ООО «Управляющая компания «ПИФагор»»	Действует
10.06.2009	ООО «Лэнд Кэпитал»	Действует
23.04.2009	ООО «Управляющая компания "Сангри"»	Действует
09.04.2009	ООО «Фемида Капитал»	Анулирована
17.03.2009	ООО «Управляющая компания С-Групп Капитал Менеджмент»	Действует
19.02.2009	ООО «Управляющая компания "ГрадПроектФинанс"»	Анулирована
14.02.2009	ЗАО «Кубанская управляющая компания»	Действует
10.02.2009	ЗАО «Управляющая компания «Эстейт Инвест»»	Действует
25.12.2008	ООО «Управляющая компания "Центр инвестиций"»	Действует
18.12.2008	ООО «Управляющая компания «АЛЬЯНС»»	Действует
16.12.2008	ООО «Управляющая компания "Аурион"»	Анулирована
12.12.2008	ООО «Управляющая компания "Садко Финанс"»	Действует
04.12.2008	ООО «Управляющая компания "Приоритет"»	Анулирована
02.12.2008	ООО «Управляющая компания "Кремль"»	Действует
27.11.2008	ООО «МДС Управление активами»	Действует
27.11.2008	ЗАО «Управляющая компания "Инвестиционный стандарт"»	Действует
25.11.2008	ООО «Управляющая компания "Стратегия. Капитал"»	Анулирована
18.11.2008	ООО «Управляющая Компания "Траст-Капитал"»	Действует
18.11.2008	ООО «Управляющая компания "Капитал-Траст-Инвест"»	Действует
18.11.2008	ООО «Управляющая компания "Финанс Трейд Эссет Менеджмент"»	Действует
11.11.2008	ООО «Управляющая компания "Юнайтед Ворлд Кэпитал"»	Анулирована
30.10.2008	ООО «Управляющая компания «МОГ АНО-Финанс»»	Анулирована
30.10.2008	ООО «АВРОРА Управление активами»	Анулирована

## Продолжение приложения 3

1	2	3
30.10.2008	ЗАО «Управляющая компания «Корона» »	Действует
21.10.2008	ООО «Управляющая компания "ВербаКапитал"»	Действует
21.10.2008	ЗАО «Управляющая компания "Сайо Эссет Менеджмент"»	Анулирована
09.10.2008	ООО «Управляющая Компания «Первоинвест-Управление активами»»	Действует
09.10.2008	ООО «ИнтерФинанс Управление Активами»	Действует
30.09.2008	ООО «Новая управляющая компания »	Анулирована
18.09.2008	ООО «Управляющая компания «Кастом Кэпитал»»	Действует
02.09.2008	ЗАО «Управляющая компания "Норд-Вест Капитал"»	Действует
02.09.2008	ООО «Управляющая Компания «РЭЙ Кэпитал»»	Анулирована
28.08.2008	ООО «Максвелл Капитал Менеджмент»	Действует
26.08.2008	ООО «Лайтхаус Капитал»	Анулирована
26.08.2008	ООО «Флеминг Фэмили энд Партнерс Эссет Менеджмент»	Анулирована
20.08.2008	ООО «Управляющая компания «Базовые инвестиции»»	Анулирована
20.08.2008	ООО «Управляющая компания «СТАВР»»	Анулирована
12.08.2008	ЗАО «Рэд Рейд Капитал»	Анулирована
07.08.2008	ООО «Управляющая компания «СибКапиталТраст»»	Действует
29.07.2008	ООО «Управляющая компания "ИМПЕРИЯ"»	Анулирована
22.07.2008	ООО «Управляющая компания "АКЦЕНТ Управление активами"»	Анулирована
22.07.2008	ООО «Управляющая компания «Объединенные капиталы»»	Действует
22.07.2008	ООО «Управляющая компания «ТрастИнвест Капитал Менеджмент»»	Действует
17.07.2008	ЗАО «Центральная трастовая компания»	Действует
17.07.2008	ООО «Управляющая Компания "Развитие" »	Анулирована
16.07.2008	ООО «Челябинская Управляющая компания»	Действует
15.07.2008	ЗАО «Управляющая компания «КапиталРезерв»»	Действует
15.07.2008	ООО «Управляющая компания "Инвестиционный капитал"»	Действует
10.07.2008	ООО «Управляющая компания «Техно-Капитал»»	Анулирована
10.07.2008	ООО «Восточно-Европейская Управляющая Компания «РОЯЛ ИНВЕСТ»»	Анулирована
10.07.2008	ЗАО «Управляющая компания "Основа"»	Действует
03.07.2008	ООО «Управляющая компания "ВинЕр Капитал"»	Анулирована
10.06.2008	ООО «Максвелл Эссет Менеджмент»	Действует
05.06.2008	ООО «КСП Капитал Управление Активами»	Действует
03.06.2008	ООО «Управляющая компания «АВБ - Управление активами»»	Анулирована
03.06.2008	ООО «Управляющая компания "Стратег"»	Анулирована
27.05.2008	ЗАО «Управляющая компания "Владивосток Девелопмент"»	Анулирована
27.05.2008	ООО «Уральская управляющая компания»	Анулирована
27.05.2008	ООО «Управление инвестициями»	Анулирована

1	2	3
22.05.2008	ООО «Управляющая Компания «Сибирь-Развитие»»	Анулирована
22.05.2008	ООО «Компания по управлению активами негосударственных пенсионных фондов «ОПТИМУМ»»	Анулирована
20.05.2008	ООО «Управляющая компания "МТК-СИСТЕМА"»	Анулирована
06.05.2008	ОАО «Управляющая компания "Байкальский капитал"»	Действует
24.04.2008	ЗАО «Управляющая компания "Мобильные инвестиции"»	Анулирована
18.04.2008	ООО «Управляющая компания "Стольный Град"»	Анулирована
18.04.2008	ЗАО «Управляющая компания "Сток-Вейв"»	Анулирована
15.04.2008	ЗАО «Управляющая компания «Стратегия»»	Действует
08.04.2008	ЗАО «КапиталЪ Управление активами»	Действует
08.04.2008	ООО «Финансовая компания «Передовые финансовые технологии «ПФТ»»	Действует
26.03.2008	ЗАО «Управляющая компания «Радио-капитал»»	Действует
25.03.2008	ООО «Управляющая компания "Базис-Инвест"»	Действует
25.03.2008	ООО «Управляющая Компания "Финансовый Дом"»	Действует
20.03.2008	ООО «Управляющая компания "СМК-Девелопмент"»	Действует
18.03.2008	ООО «Управляющая компания «Партнер»»	Действует
18.03.2008	ООО «Управляющая компания "Регион Дон"»	Действует
18.03.2008	ЗАО «Управляющая компания "Еврофинанс Капитал"»	Анулирована
04.03.2008	ООО «Управляющая компания «ФЕМИЛИ Эссет Менеджмент»»	Анулирована
28.02.2008	ООО «Управляющая компания "Риал эстейт траст"»	Анулирована
20.12.2007	ООО «Управляющая инвестиционная компания «Клуб любителей недвижимости»»	Анулирована
20.12.2007	ООО «Базис»	Анулирована
20.12.2007	ООО «Управляющая компания «ОБЪЕДИНЕННЫЕ РЕГИОНЫ»»	Действует
20.12.2007	ООО «Управляющая компания "Надежное управление"»	Анулирована
20.12.2007	ООО «Управляющая компания «Теллура Капитал»»	Анулирована
18.12.2007	ЗАО «Управляющая Компания ГФТ КАПИТАЛ»	Анулирована
18.12.2007	ООО «Управляющая компания «Монетный Двор Траст»»	Анулирована
18.12.2007	ООО «Управляющая компания ГИД Инвест»	Анулирована
18.12.2007	ОАО «Управляющая компания Объединенных резервных фондов»	Анулирована
18.12.2007	ООО «Управляющая компания «БизнесИнвестМенеджмент»»	Действует
18.12.2007	ООО «Управляющая компания «Стартовый капитал»»	Анулирована
18.12.2007	ООО «Управляющая компания АТЛАС-КЭПИТАЛ»	Анулирована
13.12.2007	ООО «Управляющая компания «Инвестиции Сибири»»	Анулирована
13.12.2007	ООО «Гардинвест»	Анулирована
27.11.2007	ООО «Управляющая компания «Макс Капитал»»	Анулирована
22.11.2007	ЗАО «Управляющая компания «Эмеральд Групп»»	Анулирована

## Продолжение приложения 3

1	2	3
15.11.2007	ЗАО «Петрокоммерц-Управление активами»	Анулирована
15.11.2007	ООО «Управляющая компания «Центр Актив»»	Анулирована
08.11.2007	ООО «ТрастЮнион Эссет Менеджмент»	Анулирована
08.11.2007	ЗАО «Аналитика»	Анулирована
06.11.2007	ЗАО «Управляющая компания "Прогресс Финанс"»	Анулирована
01.11.2007	ЗАО «Первая Индексная Управляющая компания»	Анулирована
01.11.2007	ООО «Управляющая Компания «Международные финансы»»	Действует
01.11.2007	ООО «Управляющая компания "Михайловский"»	Анулирована
01.11.2007	ООО «Деловой Дом Калита»	Анулирована
01.11.2007	ООО «Управляющая компания ПрофИнвест»	Анулирована
30.10.2007	ООО «Управляющая Компания «Алтын»»	Анулирована
30.10.2007	ООО «Управляющая компания «Фрост»»	Анулирована
18.10.2007	ООО «Управляющая компания «Лидер Капитал»»	Анулирована
18.10.2007	ООО «Управляющая Компания "Джи Пи Ай"»	Анулирована
18.10.2007	ООО «Управляющая компания "Инвесттрансгаз"»	Анулирована
16.10.2007	ООО «АРСАНА»	Действует
11.10.2007	ЗАО «Управляющая компания "Евразия"»	Анулирована
11.10.2007	ООО «Управляющая компания "ЭнергоИнвестКапитал"»	Анулирована
11.10.2007	ООО «Управляющая компания «Константа»»	Анулирована
09.10.2007	ЗАО «Управляющая компания «Форт»»	Анулирована
09.10.2007	ЗАО «Управляющая компания «Элит Девелопмент»»	Анулирована
09.10.2007	ООО «Управляющая компания «Династия»»	Анулирована
04.10.2007	ООО «Управляющая компания «Аурум Инвестмент»»	Анулирована
27.09.2007	ООО «Инвестиционные перспективы»	Анулирована
27.09.2007	ЗАО «Управляющая компания «Спутник»»	Анулирована
27.09.2007	ООО «Управляющая компания "АльтЭко Про"»	Анулирована
27.09.2007	ЗАО «Управляющая компания «ТрастИнвестмент»»	Анулирована
27.09.2007	ЗАО «Управляющая компания «Универсал»»	Анулирована
27.09.2007	ООО «Управляющая компания "АФинанс"»	Анулирована
27.09.2007	ЗАО «Управляющая компания "Глобус Капитал"»	Анулирована
13.09.2007	ООО «Управляющая компания "Регион Финанс"»	Анулирована
13.09.2007	ООО «Управляющая Компания "Ар.И.С."»	Анулирована
06.09.2007	ООО «Управляющая компания "ТЕРРА"»	Анулирована
06.09.2007	ООО «Управляющая компания "МАКСИМУМ"»	Анулирована
06.09.2007	ЗАО «Управляющая компания "Доминанта"»	Анулирована
06.09.2007	ООО «Монолит Эссет Менеджмент»	Анулирована
06.09.2007	ЗАО «Управляющая компания "Анализ.Финансы.Инвестиции"»	Анулирована
06.09.2007	ЗАО «Управляющая компания "Велфорд Эссет Менеджмент"»	Анулирована

1	2	3
06.09.2007	ООО «Управляющая компания "ГЕРФИН"»	Анулирована
06.09.2007	ЗАО «Управляющая компания "Сити-Менеджмент"»	Анулирована
06.09.2007	ООО «Управляющая Компания «Апрель Инвестиции»»	Анулирована
04.09.2007	ООО «Агентство по управлению активами «Импульс»»	Анулирована
04.09.2007	ООО «Управляющая компания "Современные технологии"»	Анулирована
04.09.2007	ООО «Управляющая компания Внешпроминвестиции»	Анулирована
30.08.2007	ООО «Управляющая компания "Стратегия"»	Анулирована
30.08.2007	ООО «Управляющая компания «Механика роста»»	Анулирована
30.08.2007	ООО «Управляющая Компания "ИНКОМ"»	Анулирована
30.08.2007	ЗАО «Управляющая компания "Мэриленд"»	Анулирована
23.08.2007	ООО «Управляющая компания "ПРОФИНВЕСТ"»	Анулирована
23.08.2007	ООО «Управляющая компания "ТЭН-Девелопмент" »	Анулирована
23.08.2007	ООО «Управляющая компания "Профит гарант"»	Анулирована
23.08.2007	ЗАО «Управляющая компания "ТрастЮнион-Фонды недвижимости"»	Анулирована
23.08.2007	ООО «Управляющая компания Антель»	Анулирована
23.08.2007	ЗАО «Управляющая компания "РАМ Инвестиции"»	Анулирована
21.08.2007	ООО «Рацио Эссет Менеджмент»	Действует
21.08.2007	ООО «Бизнес-класс»	Анулирована
21.08.2007	ООО «Управляющая Компания "Файненшл Бридж"»	Анулирована
16.08.2007	ЗАО «Управляющая компания "Мэриот Кэпитал"»	Анулирована
16.08.2007	ООО « Управляющая компания "Синергия"»	Анулирована
16.08.2007	ООО «Управляющая компания "Виктория менеджмент"»	Анулирована
16.08.2007	ООО «Управляющая Компания "ПартнерФинанс"»	Анулирована
16.08.2007	ООО «Курьер»	Анулирована
14.08.2007	«Управляющая компания "Сокол"»	Анулирована
09.08.2007	ООО «Управляющая Компания "Эталон"»	Анулирована
07.08.2007	ООО «Управляющая компания "ВЕЛАСО"»	Анулирована
07.08.2007	ООО «Управляющая компания паевыми инвестиционными фондами "ПУТЬ"»	Анулирована
07.08.2007	ООО «Управляющая компания "ТрастСекьюритис"»	Анулирована
07.08.2007	ЗАО «Управляющая компания "РУВЕНТУ Управление активами"»	Действует
07.08.2007	ООО «Управляющая компания "Бастион-Нева"»	Анулирована
02.08.2007	ЗАО «Управляющая компания «НАСЛЕДИЕ»»	Анулирована
31.07.2007	ООО «Управляющая компания "ВэлсИнвест"»	Анулирована
31.07.2007	ООО «Управляющая компания "Евротраст"»	Анулирована
31.07.2007	ЗАО «Управляющая компания "Грандис"»	Анулирована
26.07.2007	ООО «Управляющая компания "Компас"»	Действует
26.07.2007	ООО «Управляющая компания "Про Финанс Груп"»	Анулирована

## Продолжение приложения 3

1	2	3
26.07.2007	ЗАО «Б.Твин эссет менеджмент»	Анулирована
26.07.2007	ЗАО «Управляющая компания "Континент"»	Анулирована
26.07.2007	ООО «ГЛЕНИК Управление активами»	Действует
24.07.2007	ООО «Евразийская управляющая компания»	Анулирована
24.07.2007	ЗАО «Управляющая компания "Проект Менеджер"»	Анулирована
17.07.2007	ООО «Пионер Инвестмент Менеджмент»	Анулирована
12.07.2007	ООО «Управляющая Компания "Профи-Капитал"»	Анулирована
05.07.2007	ООО «Управляющая Компания "Интерфинанс"»	Анулирована
05.07.2007	ЗАО «Управляющая компания "ПроспектФинанс"»	Анулирована
05.07.2007	ЗАО «Управляющая компания «РОСТ»»	Анулирована
05.07.2007	ООО «Управляющая Компания "Капитал Инвест Менеджмент"»	Анулирована
05.07.2007	ООО «Управляющая компания "Мегаполис"»	Анулирована
05.07.2007	ООО «Управляющая компания "АТЛАНТА"»	Анулирована
05.07.2007	ООО «Управляющая компания СГБ»	Анулирована
05.07.2007	ЗАО «Управляющая компания "Энергия Капитала"»	Анулирована
05.07.2007	ООО «Управляющая компания "Институт Проектного Финансирования"»	Анулирована
05.07.2007	ООО «Управляющая компания "КОМЭКО"»	Анулирована
03.07.2007	ЗАО «Управляющая компания "Гранд Капитал"»	Анулирована
03.07.2007	ООО «Управляющая Компания "Протос Инвест"»	Анулирована
03.07.2007	ООО «Управляющая Компания Персональные Инвестиции»	Анулирована
28.06.2007	ЗАО «Управляющая компания "Промстройинвест"»	Анулирована
28.06.2007	ЗАО «Управляющая компания "Кэпитал Стайл"»	Анулирована
22.06.2007	ООО «Стратег»	Анулирована
19.06.2007	ЗАО «ФинансТраст»	Анулирована
14.06.2007	ЗАО «Управляющая компания "Финансовые Бизнес Системы"»	Анулирована
14.06.2007	ООО «Межотраслевая Управляющая Компания»	Анулирована
14.06.2007	ЗАО «Управляющая компания "Консент Финанс Менеджмент"»	Анулирована
14.06.2007	ООО «Управляющая компания "Парус"»	Анулирована
07.06.2007	ООО «Управляющая компания "Эверест Эссет Менеджмент"»	Анулирована
07.06.2007	ООО «Управляющая компания "Инвестиционный Траст Недвижимости"»	Анулирована
07.06.2007	ООО «Управляющая компания "СОЮЗ"»	Анулирована
31.05.2007	ЗАО «Управляющая компания "Евровива Инвестментс"»	Анулирована
31.05.2007	ООО «Восток Кэпитал»	Анулирована
31.05.2007	ООО «Управляющая компания "Радомир"»	Анулирована
31.05.2007	ЗАО «Управляющая компания "Золотой Век"»	Анулирована
29.05.2007	ООО «Ренессанс Управление Инвестициями»	Анулирована

1	2	3
29.05.2007	ЗАО «МФК Управление активами»	Анулирована
08.05.2007	ООО «Управляющая компания "Славянский мир"»	Анулирована
08.05.2007	ООО «Объединенная управляющая компания»	Анулирована
03.05.2007	ООО «Управляющая компания «Е-Кэпитал Менеджмент»»	Анулирована
03.05.2007	ООО «Управляющая компания "Инвестиции роста"»	Анулирована
03.05.2007	ООО «Управляющая компания "МСК Капитал"»	Анулирована
03.05.2007	ООО «Управляющая компания "Капитал плюс"»	Анулирована
03.05.2007	ООО «Триумф Эссет Менеджмент»	Анулирована
03.05.2007	ООО «Управляющая компания "МежРегионФинанс"»	Анулирована
03.05.2007	ООО «Управляющая компания "Омега менеджмент"»	Анулирована
03.05.2007	ЗАО «Управляющая компания "Прогрессивные инвестиционные идеи"»	Анулирована
27.04.2007	ООО «Городская управляющая компания»	Анулирована
27.04.2007	ЗАО «Управляющая компания «Универсальные инвесторы»»	Анулирована
27.04.2007	ООО «Управляющая компания "Инфинити Кэпитал Траст"»	Анулирована
27.04.2007	ООО «Евразийская трастовая управляющая компания»	Анулирована
27.04.2007	ООО «Управляющая компания «Роял Кэпитал»»	Анулирована
27.04.2007	ООО «Управляющая компания "Меридиан Инвест"»	Анулирована
27.04.2007	ЗАО «Управляющая компания «Центр Эссет Менеджмент»»	Анулирована
27.04.2007	ООО «ЭЛБИ-Инвестиционные Процессы»	Анулирована
23.04.2007	ООО «Управляющая компания «Премиум финанс»»	Анулирована
23.04.2007	ООО «Управляющая Компания «Гардарика»»	Анулирована
23.04.2007	ООО «ТТ Капитал»	Анулирована
19.04.2007	ООО «Управляющая компания "СВ-Траст Капитал"»	Анулирована
17.04.2007	ЗАО «Управляющая компания "Финансовые достижения"»	Анулирована
17.04.2007	ЗАО «Управляющая компания "МИЛКОМ"»	Анулирована
17.04.2007	ООО «ООО "Унисон Траст"»	Анулирована
17.04.2007	ООО «Управляющая компания "Милфорд Капитал"»	Анулирована
17.04.2007	ООО «Управляющая компания "Атлантик Капитал"»	Анулирована
12.04.2007	ЗАО «Управляющая компания "Проектное финансирование"»	Анулирована
10.04.2007	ООО «Управляющая компания «СитиТраст»»	Анулирована
10.04.2007	ЗАО «Управляющая компания "Инфина"»	Анулирована
03.04.2007	ООО «Управляющая компания "Нефтегаз-Капитал"»	Анулирована
03.04.2007	ООО «Управляющая компания «ОЛИМПИА ЭССЕТ МЕНЕДЖМЕНТ»»	Анулирована
03.04.2007	ЗАО «РОДЭКС Эссет Менеджмент»	Анулирована
03.04.2007	ООО «Управляющая компания «Столичный Трастовый Дом»»	Анулирована
29.03.2007	ЗАО «Управляющая компания «Миссия»»	Анулирована

## Продолжение приложения 3

1	2	3
29.03.2007	ООО «Управляющая компания «ЕвроИмпульс»»	Анулирована
20.03.2007	ООО «Управляющая компания «Дон-Агро-Строй-Инвест»»	Анулирована
15.03.2007	ЗАО «Управляющая компания "АВАНГАРД ЭССЕТ МЕНЕДЖМЕНТ"»	Анулирована
06.03.2007	ООО «Управляющая компания Стальфонда»	Анулирована
06.03.2007	ООО «ПартнерПортфельИнвест»	Анулирована
06.03.2007	ООО «Аруджи Ассет Менеджмент»	Анулирована
01.03.2007	ООО «Инвест Девелопмент»	Анулирована
01.03.2007	ООО «Управляющая компания "МАГИСТР"»	Анулирована
15.02.2007	ЗАО «Управляющая компания "Румберри Кэпитал Менеджмент"»	Анулирована
15.02.2007	ООО «Управляющая компания «Региональные инвестиции»»	Анулирована
01.02.2007	ОАО «Велат НКС»	Анулирована
01.02.2007	ООО «Управляющая компания "Оптима Венчур Кэпитал"»	Анулирована
01.02.2007	ЗАО «Управляющая компания «Формула инвестиций»»	Анулирована
01.02.2007	ЗАО «ДА Капитал»	Анулирована
01.02.2007	ООО «Управляющая Компания «СервисСтильЭстейт»»	Анулирована
01.02.2007	ООО «Управляющая компания «Мегаполис Девелопмент»»	Анулирована
01.02.2007	ООО «РусЮгинвест»	Анулирована
01.02.2007	ООО «Управляющая Компания «Юнион Инвест Групп»»	Анулирована
01.02.2007	ЗАО «Управляющая компания "Бастион"»	Анулирована
25.01.2007	ООО «Управляющая компания «Парадигма»»	Анулирована
25.01.2007	ООО «Управляющая компания "КонТехнол Инвест"»	Анулирована
25.01.2007	ООО «Управляющая компания «Стратегия инвестиций»»	Анулирована
25.01.2007	ООО «Управляющая компания "Актив Инвестмент"»	Анулирована
25.01.2007	ООО «Управляющая компания "Золотой стандарт"»	Анулирована
18.01.2007	ООО «Управляющая компания Территория»	Анулирована
18.01.2007	ООО «Управляющая компания "КапиталТраст Эссет Менеджмент"»	Анулирована
18.01.2007	ООО «УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ «СК-КАПИТАЛ»»	Анулирована
18.01.2007	ООО «Управляющая компания "Агентство инвестиций РФА"»	Анулирована
11.01.2007	ЗАО «Управляющая компания «Юниверсал Менеджмент»»	Анулирована
11.01.2007	ООО «Управляющая компания "РДМ-Траст"»	Анулирована
11.01.2007	ООО «Управляющая компания «ТрастИнвест»»	Анулирована
11.01.2007	ЗАО «Управляющая компания "Орион Эссет Менеджмент"»	Анулирована
11.01.2007	ООО «Восточно-Европейская трастовая компания»	Анулирована

Субъекты экономических отношений в жилищном строительстве: определение, функции

Субъекты	Определения и функции
1. Инвестор	Юридическое или физическое лицо, осуществляющее вложения собственных, заемных и привлеченных средств в создание и воспроизводство основных средств [6, п. 2]
	Юридическое или физическое лицо, осуществляющее вложения собственных, заемных или привлеченных имущественных, финансовых, интеллектуальных и других средств в форме инвестиций для достижения коммерческих, социальных, благотворительных или других целей [3]
	Осуществляет капитальные вложения на территории РФ с использованием собственных и (или) привлеченных средств в соответствии с законодательством РФ [5, п. 2 ст.4]
2.Застройщик	Физическое или юридическое лицо, обеспечивающее на принадлежащем ему земельном участке строительство, реконструкцию, капитальный ремонт объектов капитального строительства, а также выполнение инженерных изысканий, подготовку проектной документации для их строительства, реконструкции, капитального ремонта [1, п. 16 ст. 1]
	Застройщик- инвестор, а также иные юридические и физические лица, уполномоченные инвестором осуществлять реализацию инвестиционных проектов по капитальному строительству [6, п. 2]
	Юридическое лицо, владеющее на правах собственности или аренды участком земли и принявшее решение о реализации программы строительства на нем комплекса объектов, определяющее методы финансового обеспечения строительства и осуществляющее координацию работ по ее реализации [3]
	Юридическое лицо независимо от его организационно-правовой формы, имеющее в собственности или на праве аренды земельный участок и привлекающее денежные средства участников долевого строительства в соответствии с настоящим Федеральным законом для строительства (создания) на этом земельном участке многоквартирных домов и (или) иных объектов недвижимости, за исключением объектов производственного назначения, на основании полученного разрешения на строительство [4, п. 1 ст. 2]

## Продолжение приложения 4

Субъекты	Определения и функции
	<p>Предприятия, специализирующиеся на выполнении функций организации строительства, контроля за ходом его выполнения, а также наличием и использованием источников финансирования (дирекции строящихся предприятий, а также предприятия, осуществляющие капитальное строительство) [4, п.1.3 и 1.4]. При выполнении строительных работ подрядным способом застройщик по отношению к подрядной строительной организации выступает в роли заказчика [4, п.1.4]</p> <p>Уполномоченные на то инвесторами физические и юридические лица, которые осуществляют реализацию инвестиционных проектов [5, п. 3 ст. 4]</p>
3. Заказчик	<p>Юридическое или физическое лицо, уполномоченное инвестором (или само являющееся инвестором) осуществлять реализацию проекта по строительству объекта [3]</p> <p>Юридическое лицо, распоряжается денежными средствами, выделяемыми на финансирование капитальных вложений, а также всеми материальными ценностями, учитываемыми на балансе капитального строительства [7, п. 12]</p>
4. Заказчик-застройщик	Физическое и юридическое лицо, которое выполняет работы или услуги по договору подряда и (или) государственному контракту [3]
5. Подрядчик	<p>Физические и юридические лица, которые выполняют работы по договору подряда и (или) государственному контракту, заключаемым с заказчиками в соответствии с ГК РФ. Подрядчики обязаны иметь лицензию на осуществление ими тех видов деятельности, которые подлежат лицензированию в соответствии с федеральным законом [5, п. 4 ст. 4]</p> <p>Юридическое лицо, выполняющее подрядные работы для застройщика по договору на строительство [6, п. 2]</p>
6. Субподрядчик	Специализированная подрядная организация, привлекаемая генеральным подрядчиком на договорных условиях для выполнения на строящемся объекте отдельных видов строительных, специальных строительных, ремонтных, монтажных работ [3]
7. Пользователи объектов капитальных вложений	Физические и юридические лица, в том числе иностранные, а также государственные органы, органы местного самоуправления, иностранные государства, международные объединения и организации, для которых создаются указанные объекты. Пользователями объектов капитальных вложений могут быть инвесторы [5, п. 5 ст. 4]
8. Проектная организация	Организация, выполняющая проектно - изыскательские работы [3]

**Нормативные акты:**

1. Федеральный закон РФ «Градостроительный кодекс Российской Федерации» от 29.12.2004г. № 190-ФЗ.

2. Федеральный закон РФ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» от 30.12.2004г. № 214-ФЗ.

3. Положение о заказчике при строительстве объектов для государственных нужд на территории Российской Федерации. Утверждено Постановлением Госстроя России от 08.06.2001г. №58.

4. Положение по бухгалтерскому учету долгосрочных инвестиций Утверждено Письмом Минфина РФ от 30.12.1993 №160.

5. Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999г. № 39-ФЗ.

6. Положение по бухгалтерскому учету «Учет договоров (контрактов) на капитальное строительство» ПБУ 2/94. Приложение к приказу Минфина РФ от 20.12.1994г. №167.

7. Постановлением Госстроя СССР «Об утверждении Положения о заказчике-застройщике (едином заказчике, дирекции строящегося предприятия) и техническом надзоре» от 2.02.1988г. №16.

## Приложение 5

Количество Real Estate Investment Trusts, рыночная капитализация Real Estate Investment Trusts в 1971-2012 гг.(по состоянию на начало года)<sup>47</sup>

Дата	Всего		Equity REITs		Mortgage REITs		Hybrid REITs	
	Количество REITs	Рыночная капитализация млрд. долл.						
1971	34	1,494.3	12	332.0	12	570.8	10	591.6
1972	46	1,880.9	17	377.3	18	774.7	11	728.9
1973	53	1,393.5	20	336.0	22	517.3	11	540.2
1974	53	712.4	19	241.9	22	238.8	12	231.7
1975	46	899.7	12	275.7	22	312.0	12	312.0
1976	62	1,308.0	27	409.6	22	415.6	13	482.8
1977	69	1,528.1	32	538.1	19	398.3	18	591.6
1978	71	1,412.4	33	575.7	19	340.3	19	496.4
1979	71	1,754.0	32	743.6	19	377.1	20	633.3
1980	75	2,298.6	35	942.2	21	509.5	19	846.8
1981	76	2,438.9	36	977.5	21	541.3	19	920.1
1982	66	3,298.6	30	1,071.4	20	1,133.4	16	1,093.8
1983	59	4,257.2	26	1,468.6	19	1,460.0	14	1,328.7
1984	59	5,085.3	25	1,794.5	20	1,801.3	14	1,489.4
1985	82	7,674.0	37	3,270.3	32	3,162.4	13	1,241.2
1986	96	9,923.6	45	4,336.1	35	3,625.8	16	1,961.7
1987	110	9,702.4	53	4,758.5	38	3,161.4	19	1,782.4
1988	117	11,435.2	56	6,141.7	40	3,620.8	21	1,672.6
1989	120	11,662.2	56	6,769.6	43	3,536.3	21	1,356.3
1990	119	8,737.1	58	5,551.6	43	2,549.2	18	636.3
1991	138	12,968.2	86	8,785.5	28	2,586.3	24	1,596.4
1992	142	15,912.0	89	11,171.1	30	2,772.8	23	1,968.1
1993	189	32,158.7	135	26,081.9	32	3,398.5	22	2,678.2
1994	226	44,306.0	175	38,812.0	29	2,502.7	22	2,991.3
1995	219	57,541.3	178	49,913.0	24	3,395.4	17	4,232.9
1996	199	88,776.3	166	78,302.0	20	4,778.6	13	5,695.8
1997	211	140,533.8	176	127,825.3	26	7,370.3	9	5,338.2
1998	210	138,301.4	173	126,904.5	28	6,480.7	9	4,916.2
1999	203	124,261.9	167	118,232.7	26	4,441.7	10	1,587.5
2000	189	138,715.4	158	134,431.0	22	1,632.0	9	2,652.4
2001	182	154,898.6	151	147,092.1	22	3,990.5	9	3,816.0
2002	176	161,937.3	149	151,271.5	20	7,146.4	7	3,519.4
2003	171	224,211.9	144	204,800.4	20	14,186.5	7	5,225.0
2004	193	307,894.7	153	275,291.0	33	25,964.3	7	6,639.4
2005	197	330,691.3	152	301,491.0	37	23,393.7	8	5,806.6
2006	183	438,071.1	138	400,741.4	38	29,195.3	7	8,134.3
2007	152	312,009.0	118	288,694.6	29	19,054.1	5	4,260.3
2008	136	191,651.0	113	176,237.7	20	14,280.5	3	1,132.9
2009	142	271,199.2	115	248,355.2	23	22,103.2	4	740.8
2010	153	389,295.4	126	358,908.2	27	30,387.2	--	--
2011	160	450,500.6	130	407,528.9	30	42,971.7	--	--

<sup>47</sup> Источник: Historical REIT Industry Market Capitalization: 1972-2011. По данным официального сайта NAREIT. См.: <http://www.reit.com/IndustryDataPerformance/MarketCapitalizationofUSREITIndustry.aspx>

Научное издание

**Беляев** Михаил Константинович  
**Мавлютов** Рамиль Ростемович

## КОЛЛЕКТИВНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ ЖИЛИЩНОГО СТРОИТЕЛЬСТВА

Публикуется в авторской редакции

Подписано в свет 30.10.2015.  
Гарнитура «Таймс».  
Уч.-изд. л. 8,0. Объем данных 1,5 Мбайт

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего профессионального образования  
«Волгоградский государственный архитектурно-строительный университет»  
400074, Волгоград, ул. Академическая, 1  
<http://www.vgasu.ru>, [info@vgasu.ru](mailto:info@vgasu.ru)