


Открыться для инвесторов

SCRussia продолжает рассказывать об инвестициях в коммерческую недвижимость. Недавно (выпуск №15 январь 2020) мы говорили об основных трендах в сфере инвестиций и отмечали, что на Западе одной из распространённых форм приумножения капитала являются коллективные инвестиции — например, REITs (Real Estate Investment Trust) — публичные фонды недвижимости, распределяющие почти весь свой доход акционерам путём постоянной выплаты дивидендов. В отличие от других стран, на российском рынке пока слабо заметно участие подобных фондов, и здесь ещё есть большое поле для работы. В чём причина такого разрыва — разбираемся вместе с экспертами.

A 3D architectural rendering of a cityscape composed of white, rectangular blocks of varying heights. The scene is illuminated from the side, creating soft shadows. Overlaid on the city are several glowing yellow lines that form a network of paths or connections across the ground plane, suggesting infrastructure or data flow.

Что мешает развитию инвестиционных фондов в России

Вложиться коллективно

Инструменты коллективного инвестирования позволяют девелоперам и частным инвесторам совместно финансировать строительство либо приобретать готовые объекты коммерческой недвижимости. Такие вложения особенно актуальны в силу того, что индустрия недвижимости традиционно является капиталоемкой, что ранее делало её недоступной для частных инвесторов с ограниченной ликвидностью.

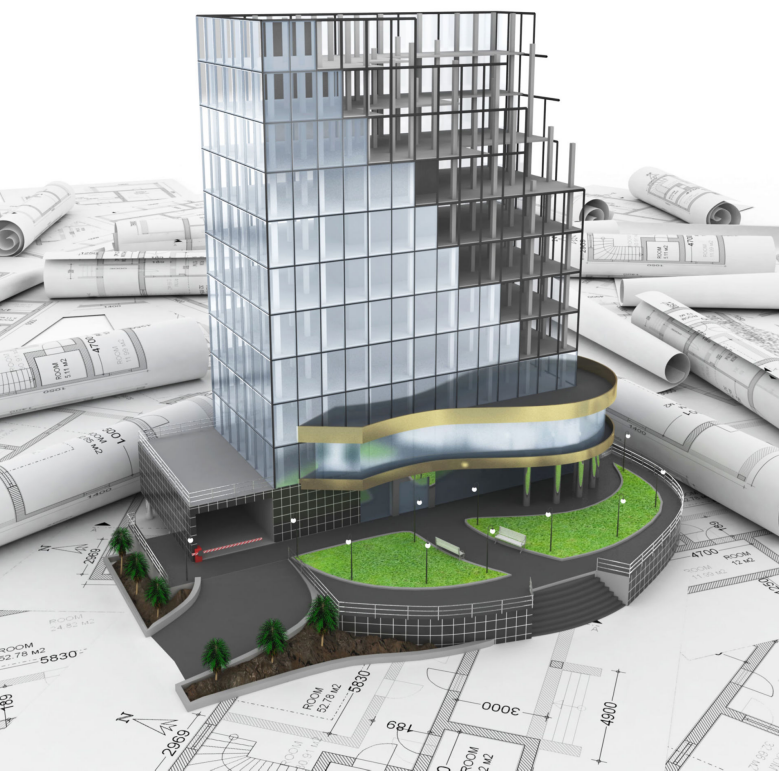
Сейчас постепенно увеличивается число частных инвесторов с небольшими капиталами, которые отказываются от депозитов и выходят на фондовый рынок. Ключевая ставка в феврале 2020 года была снижена до 6%, и Центробанк заявил о готовности к дальнейшему снижению. По сути, вклады уже перестали быть средством заработка (максимальная депозитная ставка по топ-10 банков на текущий момент составляет около 5,5%), и для тех граждан, которые не накопили на собственный бизнес или недвижимость для рентного бизнеса, из доступных вариантов остаётся только фондовый рынок. Отметим, что в среднем на депозите хранится около 200 тыс. рублей. Россияне уже начали переводить деньги с депозитов на накопительные счета, по которым условия более гибкие, а с учётом низких ставок по депозитам держаться за последние нет смысла. Следующий шаг для инвесторов — ценные бумаги. Сейчас суммарный объём по рублёвым вкладам в российских банках составляет 24,56 трлн рублей, и часть из этих средств может выйти на фондовый рынок. Но, скорее всего, не сразу, учитывая последние новости о падении акций многих компаний.



При этом те граждане, которые хотят свои сбережения приумножить, понимают, что нужно вкладываться в недвижимость как в самый надёжный актив. По данным национального агентства финансовых исследований (НАФИ), 44% граждан считают недвижимость самым надёжным способом вложений средств, а около 37% называют его самым выгодным. За недвижимость голосуют куда больше россиян, чем за банковские вклады и валюту. И фонды, инвестирующие в недвижимость, для таких людей могут быть интересным решением.

В России коллективное инвестирование в недвижимость существует относительно недавно и развивается через различные структуры ЗПИФНов (закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости), но подобных фондов мало. По данным Центробанка, основными объектами инвестирования ПИФов для неквалифицированных инвесторов являются рыночные финансовые инструменты: акции и облигации. Подавляющая доля активов ОПИФов (открытых фондов) — корпоративные облигации, ЗПИФов — недвижимость. ПИФы для квалифицированных инвесторов в основном сосредоточены на вложениях в финансовые компании.

Если говорить о ПИФах для неквалифицированных инвесторов, которые могут выйти на рынок инвестиций, то в России, по данным на IV квартал 2019 года, 525 таких фондов (сюда входят и открытые, и закрытые, и биржевые фонды, и интервальные). Количество ПИФов для квалифицированных инвесторов — чуть более тысячи (здесь представлены закрытые и интервальные фонды). В структуре активов ПИФов для квалифицированных инвесторов недвижимость занимает 12,7%, для неквалифицированных — 23,1%. Но если говорить именно о ЗПИФах, то там доля недвижимости, конечно, выше — 48,3%.





«ЗПИФНЫ дают возможность своим пайщикам проинвестировать денежные средства в паи фонда в рамках приобретения объекта коммерческой недвижимости. При этом существенным плюсом для частного инвестора, не имеющего опыта в конкретной индустрии, является репутация и опыт управляющей компании», — комментирует директор отдела рынка капиталов и инвестиций CBRE Елена Подлесных. Однако, по словам эксперта, долгое время данный инструмент в России использовался скорее как альтернативная форма владения активом, позволяющая оптимизировать налоги, нежели как ресурс привлечения капитала. Хотя фондов уже достаточно (данные сопоставимы с США именно по числу фондов, но не по объёму капитализации), инструмент не стал популярным, а сделок с крупными объектами не так много: из недавних можно вспомнить покупку ТЦ «Речной» в Москве АО «Сбербанк Управление Активами», также было подписано соглашение о намерениях о покупке ТРЦ «Жемчужная Плаза» в Санкт-Петербурге.

По данным «Велес Траст», летом 2019 года чистые активы ЗПИФов в России, то есть стоимость имущества, которое у них находится, превышали 3 трлн рублей (на недвижимость приходится порядка 2 трлн рублей), что кажется не такой маленькой суммой, но только если не смотреть на статистику других стран. Например, REITs в США имеют совокупную капитализацию более 1 трлн долларов.

Структура активов ПИФ для квалифицированных инвесторов по классам активов, %



Структура активов ПИФ для неквалифицированных инвесторов по классам активов, %





Согласно The Wealth Report от Knight Frank, инвестиционные фонды формируют порядка 20% от общемировых инвестиций в недвижимость, причём существенная часть этих средств — деньги от розничных инвесторов, то есть это коллективные инвестиции.

По данным CBRE, доля институциональных инвесторов в структуре вложений в недвижимость в США достигает почти 20%, в Европе — 24%, а доля REITs составляет 10% и 13% соответственно. При этом доля недвижимости в портфелях глобальных институциональных инвесторов составляет около 10% и в последние годы стабильно увеличивается. Специалисты по инвестициям рекомендуют от 5% до 15% своего портфеля формировать за счёт недвижимости.

«Привлечение денег через ЗПИФН, являющийся аналогом зарубежной модели REIT, — это непростой и недешёвый процесс, который на текущий момент успешно масштабируют только банки, поскольку у них уже есть бизнес доверительного управления, а также сетка, позволяющая маркетировать данный продукт физическим лицам. Те фонды, которые сейчас профессионально подходят к этому процессу, могут похвастаться высоким спросом на данный продукт и успешным темпом привлечения капитала», — говорит Елена Подлесных.

Выйти на биржу

Сейчас на рынке есть две основные модели функционирования фондов недвижимости в России. Вариант первый: управляющая компания или банк формируют фонд под покупку конкретного объекта (например, ТЦ) и затем выплачивают рентный поток за вычетом расходов своим клиентам. Таким образом, покупатели паёв становятся совладельцами рентного объекта. Второй вариант: инвестиции в новостройки, когда квартиры покупаются на ранних стадиях строительства, а продаются перед сдачей объекта; полученная премия за счёт прироста цен также распределяется между пайщиками. Большая часть фондов — закрытые, обслуживающие какую-то группу инвесторов, не разглашающие информацию о пайщиках и чаще всего об объектах инвестиций тоже.

Чтобы вывести рынок фондов недвижимости на такой уровень, как в США и других странах, где активно применяется модель REIT, необходимо развивать прозрачный сектор фондов недвижимости, которые будут открыты для рынка. Такие фонды должны раскрывать всю информацию о себе: об объектах инвестиций, доходах, расходах на управление и так далее. Но даже не все крупные управляющие компании готовы развивать «настоящие» биржевые фонды недвижимости с паями, торгуемыми на бирже, так что над открытостью предстоит ещё работать.

«На данный момент на Московской бирже российская коммерческая недвижимость представлена слабо. Торговую недвижимость в чистом виде представляет только «Гарант-Инвест». И торговые центры, и офисная недвижимость, и гостиничный сектор в России пока не приблизились к открытым рынкам капитала. В то же время мы видим, что девелоперов жилья на Московской бирже стало гораздо больше и они однозначно обогнали представителей коммерческой недвижимости в плане открытости и прозрачности. Они сегодня привлекают очень большие объёмы на рынках капитала», — рассказывает Президент ФПК «Гарант-Инвест» Алексей Панфилов. При этом мир движется к открытости: инвестор, каким бы он ни был, будь то крупный фонд или частное лицо с небольшими вложениями, хочет понимать, как работает компания, как она ведёт свой бизнес, как формируется её доход и доход инвесторов, за счёт чего его удастся сохранить или увеличить со временем.

«Сейчас идёт приток денег от частных инвесторов на фондовый рынок, поэтому очень важно работать над инструментарием и над финансовой грамотностью. И первый шаг — это заслужить доверие и стать прозрачными. Ведь если мы знаем, сколько средств хранится в банках, то количество денег, которые до сих пор хранятся «под подушкой», посчитать невозможно. Ещё в принципе сильно недоверие к банкам, а ставки, которые есть сейчас, не мотивируют достать эти деньги. Человек просто поменяет их на доллары и будет хранить под подушкой доллары, а это значит, что эти деньги не работают на российскую экономику», — сетует Алексей Панфилов.

Эксперт выразил надежду, что отношение к ЗПИФам недвижимости изменится и их станет больше. «Это один из самых распространённых инструментов для инвестиций недвижимости за рубежом, а в России пока успешных примеров мало. Потенциально ЗПИФы дают возможность привлекать инвесторов разного уровня — и банки, и инвестиционные фонды, и частных лиц. Но для того, чтобы ЗПИФы стали широко распространены в России, требуется достаточная ликвидность этих паёв, а для этого необходимо, чтобы данные паи торговались на бирже», — отметил Алексей Панфилов. Однако сегодня ЗПИФы вытесняются с биржи, а примеры, когда стоимость некоторых паёв «разгонялась» техническими сделками, отпугнули многих участников рынка.

«ЗПИФы, вкладывающие средства в готовую коммерческую недвижимость, целевыми инвесторами которых являются розничные клиенты, действительно были представлены не так широко до текущего момента. Основной причиной этого являлось наличие широкого круга альтернативных инструментов с сопоставимыми уровнями доходности, но обладающих более высокой ликвидностью и меньшими рисками. Сейчас, в период низких ставок по депозитам, интерес к альтернативным возможностям для инвестирования растёт», — комментирует старший вице-президент ВТБ Владимир Потапов. Он обращает внимание на всё больший спрос на такие продукты: сегодня они дают более значительную премию в доходности по отношению к инструментам с фиксированной доходностью, нежели ранее.

По словам эксперта, основным драйвером для дальнейшего развития формата должен служить положительный опыт по данному роду инвестициям. Также важно работать над улучшением ликвидности паёв ЗПИФов через дистрибуцию их широкому кругу инвесторов (как частным, так и институциональным), в том числе через организаторов торговли. «Для развития средств коллективного инвестирования в недвижимость необходимо наличие профессиональной экспертизы, широкой розничной сети по дистрибуции инвестиционного продукта и сильного бренда, узнаваемого на розничном рынке», — считает Владимир Потапов.



15 из 30 крупнейших компаний сегмента недвижимости в мире — это REIT, из них 13 — американские фонды



*Александр Морозов,
генеральный
директор S.A. Ricci*

В России опыт создания и управления активами в сфере недвижимости только формируется. Уже есть успешные кейсы, но в целом инвесторы пока не спешат доверять свои деньги фондам, да и вообще посторонним людям. Дело не столько в форме организации (тех же ЗПИФах), сколько в недоверии команде и профессионализму людей, которые фонд организовали. Располагаемый капитал крупные инвесторы предпочитают вложить в собственную недвижимость или создать свой семейный фонд, в том числе в форме ЗПИФа.

В США инструмент инвестирования в недвижимость через фонды давно разработан и зарекомендовал себя. Там существует биржевая торговля паями, что даёт ликвидность. При этом стоит отметить, что недвижимость давно является объектом консервативного инвестирования, где сосредоточены колоссальные активы со всего мира.

Но REIT, как и ЗПИФ, — это, по сути, просто форма организации. Хороша или плоха форма — зависит от её нормативно-правового регулирования. В России оно оставляет желать лучшего. Необходимо взять весь накопленный опыт, осмыслить его и обновить нормативно-правовую и налоговую базу для такой формы организации. Комиссия, которая могла бы этим заняться, должна включать представителей исполнительной и законодательной власти, ЦБ и бизнеса. Предположу, что заниматься этим всерьёз начнут тогда, когда инструментом заинтересуется кто-то из системных игроков российской экономики: госбанк или отраслевой монополист.

Реально работающий REIT в России привёл бы к развитию рынка, повышению стандарта качества самой недвижимости и управления ею, дал бы многим россиянам возможность сохранять и приумножать свои сбережения.

Законодательный вопрос

Отвечая на вопрос о том, почему аналоги REITs в России пока не заработали в полной мере, генеральный директор S.A. Ricci Александр Морозов упоминает «правила игры». «На Западе институционально-правовая форма таких фондов гораздо лучше продумана и проработана. В итоге REITs привлекают внимание многих некрупных инвесторов, что делает недвижимость более доступной. В России, например, ПИФ по недвижимости должен быть закрытым, срок от 3 до 15 лет. Выйти из него можно по факту закрытия, да и комиссии высокие. Также ПИФ не имеет корпоративного статуса и с него платится двойной налог — корпоративный и на прибыль. Вторичный рынок, то есть торговля паями на бирже, вообще не развит, что убивает один из главных смыслов такого фонда — повышенную ликвидность», — поясняет эксперт. Сам формат ЗПИФа в России в его нынешнем виде Александр Морозов называет «не очень поворотливым и не очень ликвидным».

**Инвестиционные фонды формируют порядка
20% от общемировых инвестиций в
недвижимость**

Таким образом, основные сложности связаны с законодательной базой. Как поясняет управляющий инвестициями в недвижимость Игорь Индриксонс, основатель портала Indriksons.ru, REITs на Западе обязаны выплачивать не менее 90% своей прибыли от аренды или прироста капитала недвижимости после продажи акционерам, которых может быть миллионы из разных стран. Классические REITs обращаются на бирже в виде акций и их покупают и продают миллион раз за день. При этом 90% прибыли, которую REIT распределяет в виде дивидендов, освобождена от корпоративного налога: налог платится тем, кто дивиденды получает. «В России REIT бы пришлось в начале заплатить налог на прибыль как компании, а потом ещё раз налог заплатили бы получатели дивидендов. Понятно, что рынку это неинтересно. Хотя, если бы REITs существовали в том виде, в каком они существуют на Западе, то это дало бы огромный приток иностранных инвестиций и местные инвесторы тоже вкладывались бы по такой схеме. В данный момент законодателей этот вопрос, видимо, не беспокоит», — говорит эксперт.

Кстати, пока в России формат фондов, инвестирующих в недвижимость, только развивается, россияне уже инвестируют в американские фонды. К примеру, бумаги американских REITs торгуются на Санкт-Петербургской бирже, и за год оборот торгов по REITs вырос в шесть раз: бумаги доступны неквалифицированным инвесторам, которые могут покупать их за валюту через брокеров биржи.

Доходная пенсия

Отдельный вопрос, который пока также не находит ответа из-за законодательных тонкостей и в целом неразвитости инструмента инвестиций в недвижимость через фонды, — как привлечь в этот сегмент пенсионные деньги. Для инвестирования у негосударственных пенсионных фондов есть три вида активов. Это пенсионные накопления, привлеченные в рамках обязательного пенсионного страхования (ОПС), пенсионные резервы, сформированные по линии негосударственного пенсионного обеспечения (НПО), и собственные средства, объём которых невелик по сравнению с первыми двумя активами. При этом обязательные отчисления по ОПС с 2014 года приостановлены, а прирост денежных средств в НПО обеспечен корпоративными программами крупнейших работодателей. Таким образом, рост совокупных активов НПФ в последние годы обеспечен, прежде всего, инвестдоходом.

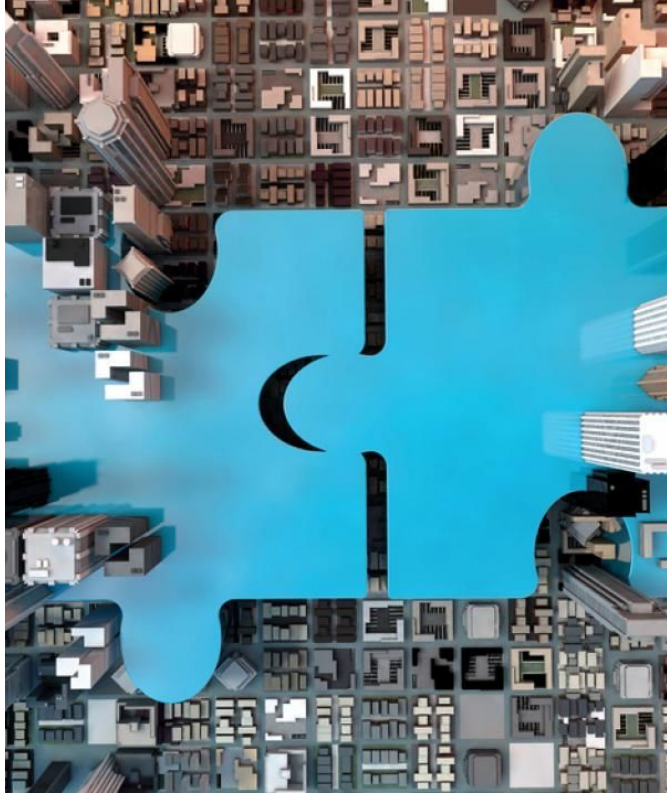
По итогам 2019 года инвестиционный портфель пенсионных средств НПФ достиг 4,27 трлн рублей, из которых 2,86 трлн приходится на пенсионные накопления и 1,41 трлн — на пенсионные резервы. Вложения в реальный сектор экономики продолжают преобладать в портфеле пенсионных накоплений: доля таких инвестиций по итогам 2019 года составила 38%. Фонды всё ещё наращивают доли вложений в отрасли металлургии и добывающей промышленности, а также связи, телекоммуникаций и информационных технологий. В портфеле пенсионных резервов вложения перераспределяются в реальный сектор из государственного и финансового секторов. Доля реального сектора в портфеле пенсионных резервов составила 33,5%.

В строительство, недвижимость и инфраструктурные объекты вкладывается около 3–4%. При этом эксперты сходятся во мнении, что возможность аллокации части пенсионных фондов в недвижимость существенно увеличила бы на нашем рынке долю институционального капитала и инвесторов, заинтересованных в приобретении качественного продукта с долгосрочной стратегией владения.

«Качественные проекты в сфере недвижимости — это классические объекты для долгосрочного инвестирования институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды. Однако российские реалии сдерживают инвестиционную активность в этой сфере. Действуют весьма жесткие ограничения по активам, фидуциарная ответственность, а также высокие требования к оценщикам, производящим оценку стоимости объектов недвижимости», — комментирует глава аналитической службы НПФ «Сафмар» Евгений Биезбардис.

Структура активов ЗПИФ для неквалифицированных инвесторов по классам активов, %

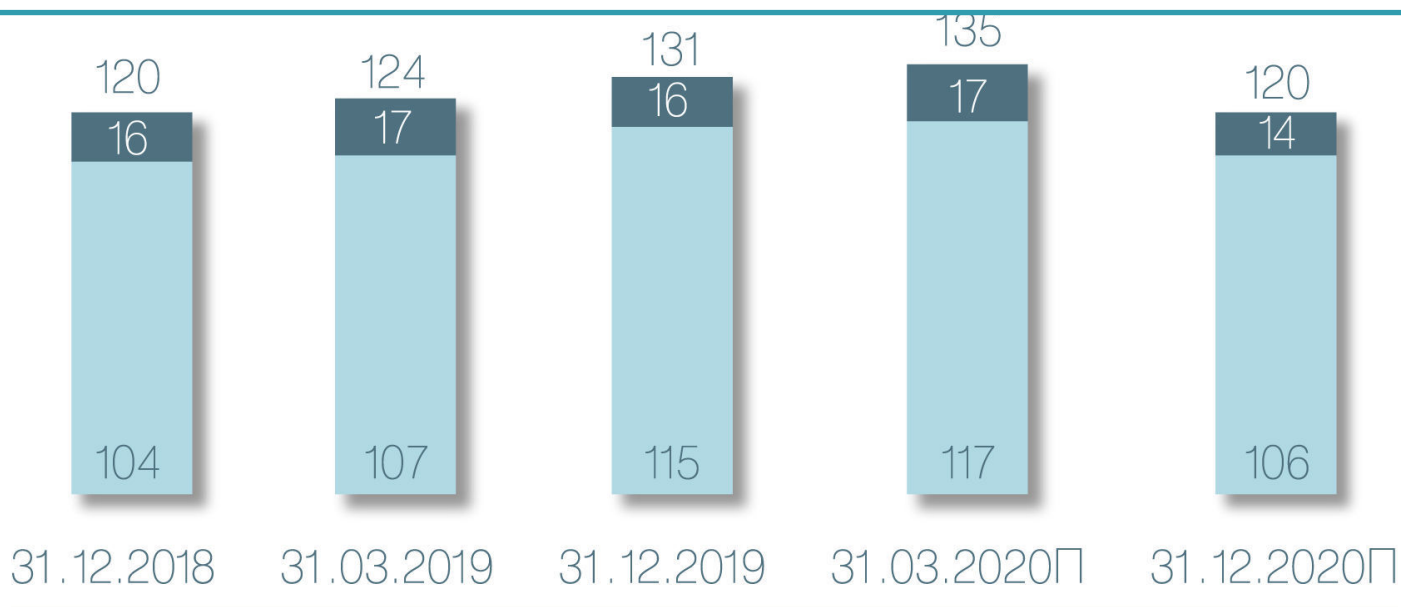




Инвестирование пенсионных накоплений НПФов жёстко регламентировано положением Банка России №580-П. В частности, в инвестпортфеле запрещено держать долю активов эмитента (группы связанных лиц) свыше 10%. Инвестпортфель можно сформировать полностью из корпоративных облигаций, но действует лимит на одного эмитента — не более 40% от обращающихся на российской бирже (если нет госгарантий). Причём к таким бондам применяются требования по рейтингам — не ниже А-(RU) и ruBBB+ по российской шкале от кредитных рейтинговых агентств АКРА/"Эксперт РА" либо не ниже трёх ступеней от рейтингов России по международной шкале. Аналогичные требования действуют для облигаций с ипотечным покрытием, но максимальная доля этого класса активов — 40%. В секторе недвижимости доступны также акции из высшего котировального списка Мосбиржи (не более 40% всего портфеля) и в общем случае не более 5% в отношении одного эмитента. Можно также держать позиции в ипотечных сертификатах участия (ИСУ) до их погашения (новые инвестиции в них делать запрещено) и инвестировать в паи ПИФа, выдерживающего подходящую структуру активов.

«Инвестирование пенсионных резервов пока немного либеральнее, но и по этому направлению готовятся более жёсткие регуляторные изменения. С недавних пор по отношению к фондам применима фидуциарная ответственность: это значит, что каждая сделка должна быть осуществлена на лучших для НПФа условиях с точки зрения соотношения возможных рисков и ожидаемой доходности. Фонды также проводят обязательное стресс-тестирование своих инвестпортфелей, из-за чего не могут позволить себе более 10% высокорисковых инвестиций», — рассказывает Евгений Биезбардис. По его словам, многие объекты недвижимости не отличаются достаточной для НПФ ликвидностью и не могут похвастаться высокими рейтингами, поэтому рассматриваются именно как рискованные. Кроме того, при инвестировании в ряд активов, в том числе в ПИФ и ИСУ, фонду необходимо заключение договора на проведение оценки объектов недвижимости (прав на неё) с оценщиком. При этом оценщик должен обладать непрерывным опытом в оказании подобных услуг в течение последних десяти лет, а его выручка за последний год должна быть не менее 100 млн рублей. «Таких специалистов крайне мало, и стоимость их услуг может негативно влиять на привлекательность небольших проектов», — поясняет Евгений Биезбардис.

Объём инвестиций по НПФ в сфере строительства, недвижимости, девелопмента и инфраструктуры, млрд рублей



Пенсионные накопления по ОПС

Пенсионные резервы по НПО



ГИГАНТЫ ОБРАТИЛИСЬ К ЧАСТНИКАМ

За рубежом пенсионные фонды активно инвестируют в недвижимость через REITs или фонды прямых инвестиций. К примеру, по данным *pariet*, пенсионные фонды в США аккумулируют активов на 9 трлн долларов в сумме, и из них около 800 млрд вложено в недвижимость. Некоторые пенсионные фонды имеют даже собственные отделы по развитию недвижимости, которые принимают непосредственное участие в приобретении, девелопменте или управлении объектами. Пенсионные фонды выбирают долгосрочные инвестиции в коммерческую недвижимость и за счёт недвижимости формируют около 5–20% своего портфеля. По мнению аналитиков EY, именно пенсионные деньги будут основным драйвером роста розничных инвестиций на рынке недвижимости в ближайшие годы, и это, в свою очередь, открывает большие возможности для дальнейшего развития форматов, подобных REIT.

Но если говорить о России, то пока компании, владеющие коммерческой недвижимостью, не станут более открытыми, привлекать деньги пенсионных фондов им будет сложно. «С одной стороны, у нас уже сформированы пенсионные фонды, где аккумулированы огромные объёмы потенциальных инвестиций. А с другой стороны, есть качественная коммерческая недвижимость, которая способна для этих инвесторов генерировать хороший доход десятилетиями, и этот доход будет выше, чем по государственным бумагам. Но стыковка этих двух сторон никак не произойдёт», — сетует Алексей Панфилов. По мнению эксперта, недвижимость — это подходящий инструмент для инвестирования со стороны пенсионных фондов, что уже доказано зарубежной практикой. В конечном счёте более активное участие пенсионных фондов могло бы послужить дополнительным драйвером для развития сектора недвижимости, но для этого нужны изменения в законодательстве, работа над открытостью всех участников рынка и развитие инструментов для инвестирования в недвижимость.

Текст: Екатерина Сахарова

Инвестиционная и управляющая компания Jamestown, испытывающая последние несколько лет трудности с привлечением крупных институциональных инвесторов в свои проекты, решила выйти на рынок частных инвестиций. В 2018 году компания продала здание рынка Челси в Нью-Йорке Google за 2,4 млрд долларов. А в декабре 2019-го — вывела на рынок фонд в 50 млн долларов для индивидуальных инвесторов с минимальным объёмом инвестиций всего в 2 500 долларов.

Компания планирует продвигать этот проект через Facebook и Instagram в попытке достучаться до нового типа инвесторов. На страницы самых топовых объектов в портфеле Jamestown (вроде Ponce City Market в Атланте и The Innovation and Design Building в Бостоне) подписаны более 900 000 человек.

Jamestown — не первый из крупных игроков, который решил расширить аудиторию своих инвесторов. Ранее по этому пути пошли такие гиганты, как Blackstone Group и Starwood Capital Group. Они уже привлекли миллиарды долларов через неторгуемые инвестиционные фонды недвижимости (Nontraded Real Estate Investment Trusts), где минимальные вложения составляют 2 500 и 5 000 долларов соответственно. Эти фонды позволяют мелким инвесторам владеть частями отелей, офисных зданий, торговых центров и других объектов, обычно принадлежащих крупным учреждениям.