

# Формы финансирования строительных проектов через ЗПИФ. Региональная специфика.

Источник: "КАПИТАЛ СТРАНЫ. Журнал об инвестиционных возможностях страны"



**imac**®

[www.imac.ru](http://www.imac.ru)

## **Формы финансирования строительных проектов через ЗПИФ. Региональная специфика.**

Реализация проектов через закрытые паевые инвестиционные фонды уже давно не является в России неординарным явлением. Однако региональные организаторы проектов не столь активны, как их столичные коллеги – на сегодняшний день около 60% всех российских ЗПИФов организовано в Москве. Очевидно, что региональный рынок уже оценил те возможности, которые предоставляются данным инструментом (в первую очередь, уникальную систему налогообложения), поэтому мы не будем на них подробно останавливаться, а сконцентрируемся на особенностях организации строительных проектов через ЗПИФ и формах привлечения финансирования в такие проекты со стороны кредитных учреждений.

Перед каждым организатором строительного проекта на старте стоит выбор способа финансирования проекта. Принципиально существуют два пути - «пустить инвестора в бизнес» (долевая форма финансирования проекта) или «занять» (долговая форма финансирования). И тот, и другой способ финансирования возможен и при реализации проекта через закрытый ПИФ.

### **Долевая форма привлечения средств в проект.**

Основным способом инвестиционного участия в строительном проекте, реализуемом через ЗПИФН, является прямое участие в фонде в качестве его долевого инвестора через приобретение инвестиционных паев ЗПИФН. Долевое участие здесь обеспечивается тем, что пропорционально росту капитализации строительного проекта (а значит самого фонда) растет и стоимость инвестиционного пая.

С экономической точки зрения – это простой и эффективный способ финансирования вновь созданного фонда, поскольку по общему правилу он не предполагает обязательных затрат на обслуживание капитала (хотя Правила ПИФа могут предусматривать выплату промежуточного дохода, а стоимость самого капитала на стадии «start-up» может быть достаточно высокой).

Капитал фонда – величина постоянная, гарантирующая стабильность проекта; тем не менее, новая редакция закона об инвестиционных фондах допускает частичное погашение паев – такое право инвестора на выход из проекта путем извлечения инвестиций, может быть закреплено в Правилах закрытого фонда. Возможность постепенной «амортизации» проекта – важное преимущество ЗПИФа в сравнении, например, с юридическим

лицом, поскольку позволяет извлечь капитал (обеспечив оперативное управление им), и не вынуждает «консервировать» средства в фонде. При этом воля на погашение паев может быть заявлена в четко определенных в Правилах ПИФа сроки, что гарантирует фонд от неожиданной потери инвестиционного капитала. Такая возможность, несомненно, повышает привлекательность именно долевого участия в ЗПИФе – вхождения в фонд через приобретение его паев.

Инвестиционный пай при его приобретении на стадии формирования фонда или при выпуске дополнительных паев может быть оплачен со стороны инвесторов как денежными средствами, так и недвижимым имуществом или ценными бумагами. Это значит, что организация проекта может быть начата не только с образования пула денежных средств, но и с внесения в фонд неких «стартовых активов», девелопмент которых предполагается. Очевидно, что организаторы проекта (интересы которых, как правило, и представляет управляющая компания создаваемого фонда) в основном являются обладателями таких перспективных объектов (особенно здесь хочется отметить перспективы развития земельных ЗПИФов). Соответственно, внесение в фонд организатором проекта, например, земельного участка с одной стороны обеспечивают фонду так называемый «start-up», а с другой стороны служат гарантией интересов иных инвесторов, например входящего в проект банка, поскольку поступает в долевую собственность всех пайщиков фонда (а соответственно, под их контроль).

Особое значение как для организатора строительного проекта, так и для инвесторов является возможность поэтапного финансирования. Новая редакция Закона об инвестиционных фондах открывает более широкие возможности в этом смысле.

Инструментом поэтапного финансирования является дополнительный выпуск паев и неполная оплата паев:

Дополнительный выпуск инвестиционных паев по новой редакции закона значительно облегчен. Теперь в пределах количества объявленных паев, которое указывается в Правилах ПИФа, дополнительные паи могут выпускаться без предварительной регистрации в ФСФР и проведения общего собрания пайщиков фонда, то есть крайне оперативно. При этом важно заметить, что изменение количества объявленных паев в Правилах ПИФа относится к компетенции общего собрания пайщиков. Однако выпуск инвестиционных паев как способ траншевого финансирования не обладает

одним важным достоинством, которым характеризуется новый способ поэтапного освоения инвестиций – неполная оплата паев.

Неполная оплата паев, то есть возможность выдать паи при их частичной оплате с фиксацией в Правилах ПИФа порядка и сроков постепенной оплаты паев со стороны пайщиков, может быть предусмотрена в Правилах ЗПИФН, паи которого предназначены для квалифицированных инвесторов. Закрепление обязанности пайщиков оплатить приобретенные паи в установленные сроки гарантирует своевременное поступление средств, при этом за несвоевременную оплату может быть установлена ответственность. Надо отметить, что включение в правила фонда условия о неполной оплате паев, возможно только если их оплата производится только денежными средствами.

Долевое инвестиционное участие в фонде обеспечено рядом существенных гарантий как существовавших ранее, так и внесенных новой редакцией Федерального закона «Об инвестиционных фондах».

Во-первых, в ЗПИФ сохраняется институт общего собрания пайщиков. Помимо традиционных вопросов изменения Правил ПИФа, вознаграждения инфраструктуры, смены управляющей компании, досрочного прекращения или продления срока фонда собрание пайщиков по новой редакции закона определяет количество объявленных паев ПИФа (то есть пределы, в рамках которых возможен выпуск дополнительных паев), определяет вопросы, связанные с инвестиционным комитетом;

Во-вторых, в ЗПИФН для квалифицированных инвесторов может быть создан инвестиционный комитет (аналог совета директоров), в полномочия которого входит согласование сделок управляющей компании с имуществом фонда. Однако от традиционного совета директоров перечень согласуемых сделок и порядок их согласования определяется Правилами ПИФа, что расширяет границы контроля пайщиков над деятельностью управляющей компании;

В-третьих, важной гарантией могут стать прямые ограничения на распоряжение недвижимостью в составе фонда, которые также могут быть закреплены в Правилах ПИФа, независимо от состава инвесторов ЗПИФа.

Привлекательность именно долевого участия банка в проекте, реализуемом через ЗПИФН, заключается и в том, что на балансе кредитной организации образуется не кредитное требование, а ценная бумага, долевого характера, закрепляющая долю в имуществе (то есть учитываемая аналогично акциям).

При этом долевым характером инструмента не исключается возможность получения по нему и фиксированной доходности. Реализуется это через дополнительные сделки с паями – здесь применимы, в том числе:

- сделка РЕПО (в рамках которой банк по первой части сделки банк покупает паи у «первичного» пайщика, рефинансируя его первоначальные затраты, соответственно вторая часть сделки РЕПО - выкупная - предполагает образование у банка фиксированного дохода);

- срочные оферты на выкуп (продажу) паев, также широко применяются – наиболее оптимальным является выставление двусторонних оферт, выставляемых взаимно со стороны организатора проекта (на выкуп паев) и банка (на продажу паев).

Несмотря на удобство и эффективность долевого инвестирования в ПИФ, долговая форма привлечения инвесторов в паевой проект является предпочтительной. В строительном и девелоперском секторах это особенно распространено.

#### **Долевая форма привлечения средств в проект.**

Кредитование фонда (новая возможность ЗПИФов для квалифицированных инвесторов)

В структуре корпоративных финансов роль долгового финансирования играет достаточно высокую роль, несмотря на необходимость оплачивать заемный капитал (традиционно в виде процентов), использование «долгового плеча / рычага» позволяет повысить доходность проекта на единицу вложенного собственного капитала. Чем выше отношение долгового капитала (стоимость которого фиксирована) к собственному капиталу фонда (сформированному за счет продажи паев и поступающих доходов), чем больше так называемый «финансовый рычаг», тем выше вероятность высокой прибыльности долевого инвестирования (инвестиций пайщиков), хотя и риск потерь также выше (в случае неблагоприятного развития ситуации).

Вполне разумным видится решение российского законодателя предоставление инвестиционным фондам права использовать в своей деятельности финансовый рычаг, при этом также объяснимо разрешение иметь в структуре капитала долговую составляющую только тем фондам, паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов. Новая редакция закона (в разработке которого участвовал, в том числе, Центробанк) вводит возможность прямого кредитования самого фонда. Закрытые фонды, паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов, вправе совершать «плечевые операции»

путем прямых заимствований (образование финансовых рычагов через механизмы отсрочки платежа по заключаемым контрактам, в том числе с образованием обязательств, превышающих размеры ПИФов, то есть «плечевые операции», и ранее не были исключением при управлении фондами, и в перспективе ограничение такой практики).

Следует ожидать, что займодавцами для «кредитуемого» ПИФа также смогут выступать только квалифицированные инвесторы, поскольку очевидно, что инвестор такого рода фондов должен оставаться опытным, способным профессионально оценивать риски своего вложения, независимо от формы вхождения в проект – долевой или долговой.

Все это означает, что теперь банки вправе выдавать кредиты самому фонду, при этом технологически заемщиком выступает управляющая компания, но действующая при этом как доверительный управляющий ЗПИФа, соответственно сам кредит обременяет имущество ПИФа и погашается именно за счет активов фонда. При оценке кредитных рисков необходимо рассматривать финансовую отчетность «кредитуемого» фонда и репутацию управляющей компании.

Безусловно, важнейшей гарантией для банка является предоставление обеспечения по кредиту. В настоящее время не остается сомнений в возможности залога имущества, находящегося в составе фонда (в первую очередь в обеспечение кредитов, выдаваемых на фонд). Наличие прямого запрета на внесение в фонд активов, уже находящихся в залоге к моменту внесения, и на приобретение заложенных активов в действующий фонд не исключает (а скорее подтверждает наличие) возможности совершения обременяющей сделки самой управляющей компанией, в отношении активов уже составляющих ПИФ (тем более такой залог может возникнуть и безусловно возникнет в силу закона, например, по п. 5 ст. 488 ГК РФ – при отсрочке оплаты). Зачастую высказывается мнение о принципиальной невозможности заложить имущество фонда, поскольку залогодателем согласно п. 2 ст. 335 ГК РФ может быть собственник (либо лицо владеющее имуществом на праве хозяйственного ведения). Но как показывает практика, в том числе косвенно подтверждаемая судами (ссылающимися при рассмотрении дел о доверительном управлении на подобные условия в договорах как вполне законные), предоставление доверительному управляющему всех полномочий собственника, в частности означает и наличие у него права передавать управляемое имущество в залог.

Таким образом, одно из ключевых препятствий реализации строительных проектов через ЗПИФ (ограничение в возможности кредитования) было снято в отношении фондов, паи которых

предназначены для квалифицированных инвесторов. И самим квалифицированным инвесторам также предоставлена возможность не только долевого, но и долгового инвестирования в проекты фондов.

### **Кредитование пайщиков фонда (новые перспективы).**

Надо отметить, что кредитование не только самих фондов, но и их пайщиков должно получить свое развитие. Кредитование пайщика – это традиционное кредитование юридических лиц, при котором в качестве залогового обеспечения могут стать паи ЗПИФН.

До настоящего времени существовали вполне обоснованные опасения банков относительно риска отчуждения имущества из состава фонда волей управляющей компании. Теперь такие опасения могут быть сняты инструментами, недоступными ранее:

- во-первых, возможна пассивная защита – путем введения в Правила ПИФа ограничений на распоряжение недвижимым имуществом, находящимся в фонде (эта гарантия видится наиболее перспективной ввиду простоты ее юридического оформления и определенности);

- во-вторых, возможны активные гарантии – путем передачи в залог вместе с паями также права на участие в инвестиционном комитете, с которым согласуются распорядительные сделки с имуществом фонда (технология передачи таких прав пока не отработана, но мы полагаем юридически это допустимый механизм).

### **Заключение**

Ожидаемые изменения в Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» открыли новые возможности для реализации проектов через ЗПИФы недвижимости. При этом такие возможности во многом способствуют сближению инвестиционных интересов банков (как квалифицированных инвесторов по закону) и инвестиционных потребностей организаторов строительных проектов в рамках как долевого (прямого), так и долгового финансирования российского девелопмента.

Следует отметить, что управляющая компания – создатель фонда традиционно близка именно организатору проекта (поскольку управление ПИФом – это управление проектом, девелоперы предпочитают приобретать собственные управляющие компании), в этой связи очень важным стало появление новых гарантий, которые могут быть предоставлены инвесторам, особенно таким требовательным и профессиональным как банки.

Закрытые ПИФы, допускающие альтернативу форм финансирования и различные технологии выстраивания инвестиционных отношений, которые позволяют создать оптимальную модель с приемлемыми для сторон рисками и стоимостью привлеченного капитала – залог успешного сотрудничества строительного и банковского секторов.

Широкие возможности финансирования проектов, реализуемых через ЗПИФ, безусловно, побуждают строителей и девелоперов, в том числе региональных, активнее осваивать уникальный инструмент ЗПИФа. Однако строителям нестоличным стоит учесть ряд особенностей и вопросов, с которыми они могут столкнуться при поиске способов финансирования локальных проектов.

Как правило, региональные финансовые учреждения не столь активно следят за рыночными и законодательными инновациями, как их столичные коллеги. Планируя привлечь как долговое, так и доленое финансирование своего проекта, нужно быть готовыми к тому, что на местном уровне придется быть предельно убедительными, или же сразу рассматривать привлечение московских или зарубежных инвесторов.

Осторожность региональных инвесторов связана прежде всего с отсутствием опыта финансирования «паевых» проектов. Например, на данный момент из более чем 50 ЗПИФов, созданных на территории Большого Урала, сторонним местным банком не был профинансирован ни один. Чаще всего организаторы проекта выступали и его инвесторами, или же финансовая структура-инвестор была аффилированной или «дружественной» организаторам проекта.

Несмотря на определенные трудности, связанные с использованием всех возможных преимуществ, предусмотренных или планируемых законодательством для инструмента ЗПИФа, данное направление в регионе активно развивается и все больше проектов задумывается и реализуется через паевый фонд.

*КАПИТАЛ СТРАНЫ. Журнал об инвестиционных возможностях страны*

*21-04-2008*

*Богданов Андрей, Руководитель юридического управления Компании ИМАС*