

УДК 336.767.017.2

**ФАКТОРЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ЗАКРЫТОГО ПАЕВОГО
ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА НЕДВИЖИМОСТИ
INVESTMENT ATTRACTIVENESS FACTORS OF
CLOSE-END REAL ESTATE MUTUAL FUND**

И.С. Антонова, Е.С. Коптелова
I.S. Antonova, E.S. Koptelova

Томский политехнический университет, Россия
Tomsk Polytechnic University, Russia

Антонова Ирина Сергеевна, канд. экон. наук, доцент кафедры менеджмента Института социально-гуманитарных технологий Томского политехнического университета (Россия, 634050, г. Томск, пр. Ленина, д. 30).

E-mail: antonovais@tpu.ru

Коптелова Екатерина Станиславовна, студент кафедры менеджмента Института социально-гуманитарных технологий Томского политехнического университета (Россия, 634050, г. Томск, пр. Ленина, д. 30).

E-mail: katrinakop@yandex.ru

Изменение экономической конъюнктуры в условиях кризиса сопровождается значительным перетоком капитала с одного финансового рынка на другой. При этом инвестиционная привлекательность различных финансовых инструментов меняется, приводя к изменению структуры инвестиционного портфеля. Актуальность исследования заключается в росте привлекательности инвестиций на рынке недвижимости в условиях кризиса, вызывающем интерес к такому инструменту инвестиций, как закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости. Целью данного исследования является систематизация факторов инвестиционной привлекательности закрытого паевого фонда недвижимости. Выводы, представленные в статье, получены с

применением логико-смыслового метода, анализа и синтеза, а также графического метода. В статье на основе последовательного выделения элементов инвестиционной привлекательности, их детализации и общей характеристики сформирована система факторов инвестиционной привлекательности закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости. В работе подчеркивается роль инвестора в определении инвестиционной привлекательности. Сформированная система отличается учетом инвестиционной привлекательности рынка недвижимости, управляющей компании, а также непосредственно фонда. Выделены основные группы факторов: качественные и количественные; последние, в свою очередь, разбиты на доходность, риск и ликвидность. Предложен интегральный показатель оценки инвестиционной привлекательности ЗПИФН для определенной группы инвесторов.

Ключевые слова: инвестиционная привлекательность, закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости, инвестиционный пай, факторы инвестиционной привлекательности, элементы инвестиционной привлекательности.

The changing economic conditions in the crisis is accompanied by a significant flow of capital from one financial market to another. However, the investment attractiveness of various financial instruments is changing, leading to changes in the structure of the investment portfolio. The relevance of the study is to increase the attractiveness of investments in the real estate market in crisis conditions that may cause the interest of such investment, as a closed-end mutual real estate fund. The aim of the study is to systematize the factors of investment attractiveness of closed-end mutual real estate fund. Methods. The findings presented in this paper, obtained with the use of logic-semantic method, analysis and synthesis, as well as the graphical method. Results. In article on the basis of consistent selection of the items of investment attractiveness, their detailing and general characteristics it is formed the system of factors of investment attractiveness of closed-end mutual real estate funds. The work emphasizes the role of the investor in determining investment attractiveness. The system is formed based on investment attractiveness of the real estate market, the management company, as well as the fund itself. It is defined the two groups of factors: qualitative and quantitative. The quantitative factors, in return, are divided into the profitability, risk and liquidity. In the article it is proposed the integral indicator of investment attractiveness estimation of a closed-end mutual real estate fund for a particular group of investors.

Key words: investment attractiveness, close-end real estate mutual fund, investment unit, investment attractiveness factors, elements of investment attractiveness.

В условиях роста рисков на финансовых рынках инвесторы возвращаются к наиболее надежным инструментам вложения средств, к которым, бесспорно, относятся объекты на рынке недвижимости. Тесная взаимосвязь реального и финансового рынков порождает инструменты, функционирующие на обоих рынках. К таким инструментам можно отнести закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости (ЗПИФН).

На основе законодательно установленного определения инвестиционного фонда [1] и учета специфики паевых инвестиционных фондов недвижимости сформулируем определение ЗПИФН. ЗПИФН – это имущественный комплекс без образования юридического лица, состоящий в доверительном управлении, доля в праве собственности на который удостоверяется инвестиционным паем, выдаваемым управляющей компанией, отличающийся фиксированным сроком погашения и числом паев, наличием особого органа управления (общего собрания владельцев паев), а также предельным сроком формирования фонда до 6 месяцев, создаваемый на срок от 3 до 15 лет. Так, на 20.04.2015 года в стране зарегистрировано 206 ЗПИФН с совокупной стоимостью чистых активов свыше 165 млрд руб. [2], что составляет почти треть стоимости чистых активов действующих сформированных фондов. Последнее свидетельствует о роли и объеме привлеченных средств ЗПИФН в современных условиях.

Интерес инвесторов к определенному финансовому активу в теории принято рассматривать с позиции инвестиционной привлекательности. Анализ подходов к определению инвестиционной привлекательности [3–7] позволяет сделать вывод о том, что при отсутствии единого толкования данного понятия значительную роль играет непосредственно объект инвестиций, а учет его инвестиционных характеристик позволяет определить, насколько он привлекателен для инвестора. Так, инвестиционную привлекательность ценных бумаг принято рассматривать с позиции их доходности, риска, а также ликвидности, с учетом качественных показателей, не имеющих однозначной оценки. М.Б. Зельцер [8] рассматривает инвестиционную привлекательность паевых инвестиционных фондов на основе трех блоков факторов: влияющих на оценку непосредственно ПИФа, на оценку управляющей компании, а также на оценку доступности ПИФа для потенциального инвестора. Следует согласиться со значимостью роли инвестора при оценке инвестиционной привлекательности, однако учет требований инвестора следует проводить на основе анализа и систематизации требований различных групп инвесторов, а не только «активных» и «пассивных» пайщиков. Так, в работе зарубежных экономистов [9] предлагается сегментировать фонды для различных групп инвесторов.

Принципиальной чертой ЗПИФН, на наш взгляд, является его тесная связь с рынком недвижимости. Это проявляется не только в общих тенденциях развития и привлечения средств инвесторов, но и во взаимном проникновении реального и финансового рынков недвижимости. Так, на практике разработаны и активно применяются ЗПИФН для инвестирования и управления в строительном бизнесе [10, 11]. Таким образом, среди основных элементов инвестиционной привлекательности ЗПИФН следует выделить инвестора (как субъекта оценки), рынок недвижимости, управляющую компанию, активы ЗПИФН (как основные объекты оценки), а также количественные и качественные факторы оценки (рис. 1).

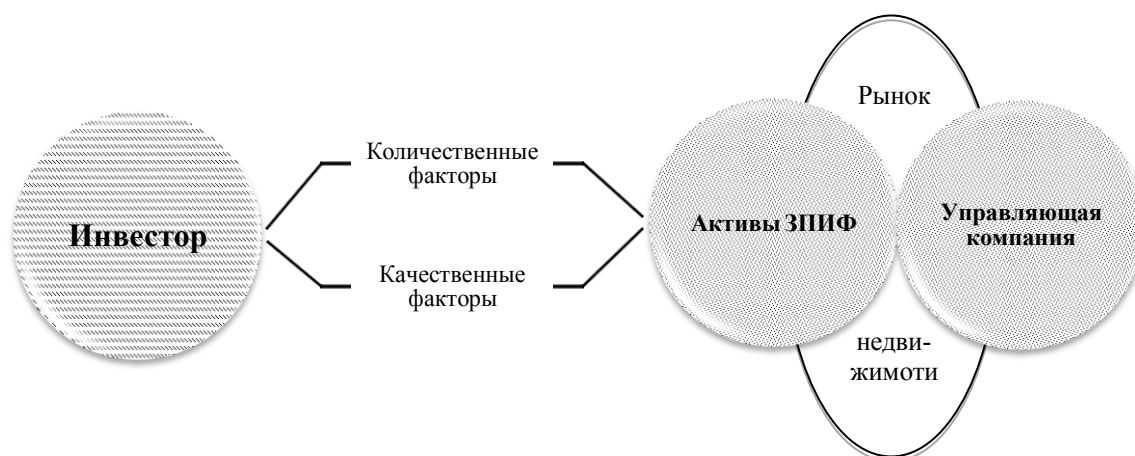


Рис. 1. Элементы инвестиционной привлекательности ЗПИФН

В свою очередь, под *инвестиционной привлекательностью ЗПИФН* предлагается понимать количественную и качественную оценку инвестиционных факторов, характеризующих рынок недвижимости, управляющую компанию и имущественный комплекс ЗПИФН, учитывающую требования определенного инвестора к привлекательности данного финансового инструмента.

Оценка инвестиционной привлекательности традиционно базируется на учете факторов инвестиционной привлекательности, которые предлагается систематизировать в соответствии с выделенными элементами. *Фактор* при этом – это движущая сила экономических, производственных процессов, оказывающая влияние на результат производственной, экономической деятельности [12]. С учетом основных элементов инвестиционная привлекательность ЗПИФН складывается из инвестиционной привлекательности:

1. рынка недвижимости;
2. управляющей компании;
3. фонда (активов ЗПИФН).

На основе выделенных элементов инвестиционной привлекательности ЗПИФН, количественных и качественных факторов проведена систематизация факторов инвестиционной привлекательности ЗПИФН, результаты которой представлены в табл. 1.

Таблица 1. Систематизация факторов инвестиционной привлекательности пая ЗПИФН

Элементы ИП	Количественные факторы ИП			Качественные факторы ИП
	Доходность инвестиций	Риск инвестиций	Ликвидность инвестиций	
Рынок недвижимости	Спрос Предложение Вакансии Стоимость покупки/аренды Налогообложение Инфляция	Колебание рыночной конъюнктуры	Срок экспозиции	Политические Законодательные Социальные Экономические Физические
	Ставка капитализации рынка			
Управляющая компания	Совокупные чистые активы компании Объем привлеченных средств	Рейтинг Финансово-экономическое состояние	Собственные оборотные средства, коэффициенты ликвидности	Репутация Квалификация кадров История Открытость информации Организация Ассортимент фондов Агентская сеть
Активы ЗПИФН	Стоимость чистых активов фонда Совокупный имущественный фонд Пенсионный резерв Налоги Текущий доход Цена покупки пая Скидки, надбавки	Рейтинг Волатильность Диверсификация	Монотонность управления Ликвидность активов фонда	Состав актива (инвестиционная декларация) Доступность для инвесторов Досрочное погашение Срок обмена

В качестве базовых факторов инвестиционной привлекательности каждого из указанных элементов приняты количественные факторы: доходность, риск, ликвидность, которые дополнены качественными факторами. Анализ и оценка указанных факторов позволит всесторонне оценить инвестиционную привлекательность ЗПИФН.

1. *Инвестиционная привлекательность рынка недвижимости* предполагает количественную оценку доходности, риска, ликвидности объектов недвижимости, а также ряд качественных показателей, учитывающих как макроэкономические, так и законодательные, социально-экономические или физические факторы.

- Доходность инвестиций как фактор инвестиционной привлекательности ЗПИФН предполагает анализ спроса, предложения, стоимости покупки или аренды, величину налогового бремени. Соотношение спроса и предложения на рынке недвижимости оценивается с помощью доли вакантных площадей. По данным Knight Frank [13], среди коммерческой недвижимости наибольшая доля вакантных площадей составила на рынке офисных помещений (16,2 %) при объеме качественных площадей 2683 тыс. м², тогда на рынке торговой и складской недвижимости данный показатель не превысил 3 и 2 % соответственно (объем общих качественных площадей – 7471 тыс. и 5983 тыс. м² соответственно). Специфическим фактором является инфляция, повышение которой положительным образом сказывается на объемах инвестиций в недвижимость, тогда как для прочих финансовых рынков становится фактором повышения риска. По данным экспертов, к концу 2014 года средняя доходность на рынке недвижимости составляла 4–5 %, а срок окупаемости превышал 10 лет [14].

- Риск заключается в неопределенности получения ожидаемого эффекта. Риск тем выше, чем выше вероятность не получить ожидаемой доходности или иного эффекта. Риски

инвестиций на рынке недвижимости характеризуются более низким уровнем в сравнении с прочими финансовыми рынками, что связано с реальным характером объекта инвестиций. Кроме того в условиях кризисной ситуации в стране инвесторы предпочитают фондовым активам объекты недвижимости, которые оказываются менее волатильными. Принимая во внимание разнообразие подходов к оценке доходности и риска на рынке недвижимости, следует отметить их прямую зависимость: при сравнительно более низкой доходности – высокая надежность (низкий риск) инвестиций. Такая зависимость определяет оценку данных показателей в совокупности при определении показателя капитализации рынка. По данным Knight Frank [13], ставка капитализации на рынке коммерческой недвижимости колеблется от 8 до 12 % в зависимости от сегментов рынка (офисы, торговые центры, склады), что свидетельствует о том, что совокупность показателей «доходность – риск» для рынка недвижимости (на примере коммерческой недвижимости) находится на достаточно низком уровне, не превышая в совокупности (с учетом соответствующей методики оценки) указанных уровней.

- Ликвидность инвестиций на рынке недвижимости традиционно низкая по сравнению с прочими финансовыми рынками, что связано со спецификой объектов недвижимости: стационарность, капиталоемкость, длительный жизненный цикл. При оценке ликвидности различных объектов недвижимости следует учитывать срок их экспозиции. Средний показатель экспозиции составляет 1,5 месяца. Значительное превышение данного показателя свидетельствует о низкой ликвидности. Если объект недвижимости реализуется быстрее – его ликвидность высокая. Ликвидность как фактор инвестиционной привлекательности ЗПИФН влияет на стратегический выбор инвестора при сравнении ликвидности активов фонда с ликвидностью на рынке.

- К качественным факторам инвестиционной привлекательности рынка недвижимости предлагается отнести макроэкономические факторы, законодательство, социально-экономическое развитие и т. д. Инвестиционная привлекательность на рынке недвижимости в 2014 году была в значительной степени под влиянием макроэкономических факторов, а также кардинальных решений ЦБ РФ по переходу в «свободное плавание» национальной валюты, что привело к резкому повышению ключевой ставки в конце 2014 года до 17 %. Последнее повлияло на кредитоспособность застройщиков, а также ипотечных заемщиков банков и поставило под угрозу всю строительную отрасль и рынок недвижимости в целом.

2. *Инвестиционная привлекательность управляющей компании* предлагается охарактеризовать как количественную оценку доходности, риска и ликвидности управляющей компании, а также ряда качественных показателей, к оценке которых различные группы инвесторов будут подходить по-разному.

- Доходность управляющей компании как фактор инвестиционной привлекательности свидетельствует о качестве управления активами и напрямую влияет на привлекательность пая для инвестора. Анализ доходности десяти крупнейших управляющих компаний, формирующих ЗПИФН, за период с 2012 по 2014 гг. свидетельствует о значительных расхождениях в уровне данного показателя от –39,7 до +366,24 % (рис. 2). Последнее свидетельствует о чрезвычайном влиянии качества управления компанией активами на показатель доходности от вложения средств в пай ЗПИФН.

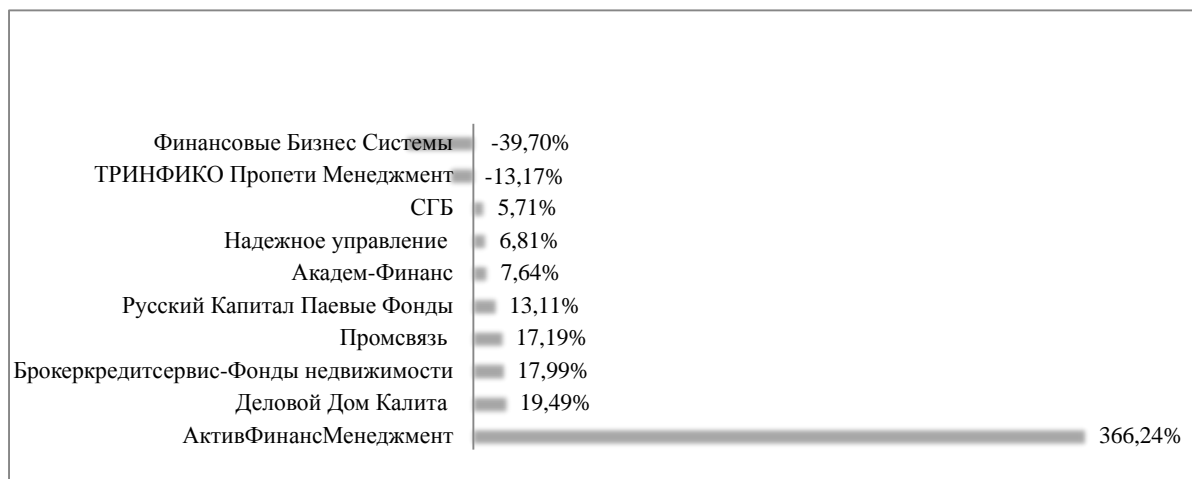


Рис. 2. Рейтинг крупнейших управляющих компаний по доходности за 3 года (2012–2014 гг.) [14]

При оценке инвестиционной привлекательности управляющей компании также следует принимать во внимание показатель стоимости чистых активов управляющей компании, который определяется как разница совокупных активов управляющей компании и затрат пайщиков. Данный показатель является абсолютным и позволяет учесть недостаток относительного показателя доходности – масштаб инвестиций в управляющую компанию. Анализ крупнейших управляющих компаний по совокупной стоимости чистых активов (рис. 3) показал, что лидером по уровню доходности является управляющая компания «АктивФинансМенеджмент» (366,24 %) однако не является таковым в абсолютном уровне привлеченных средств инвесторов за вычетом расходов (411 млн руб.).

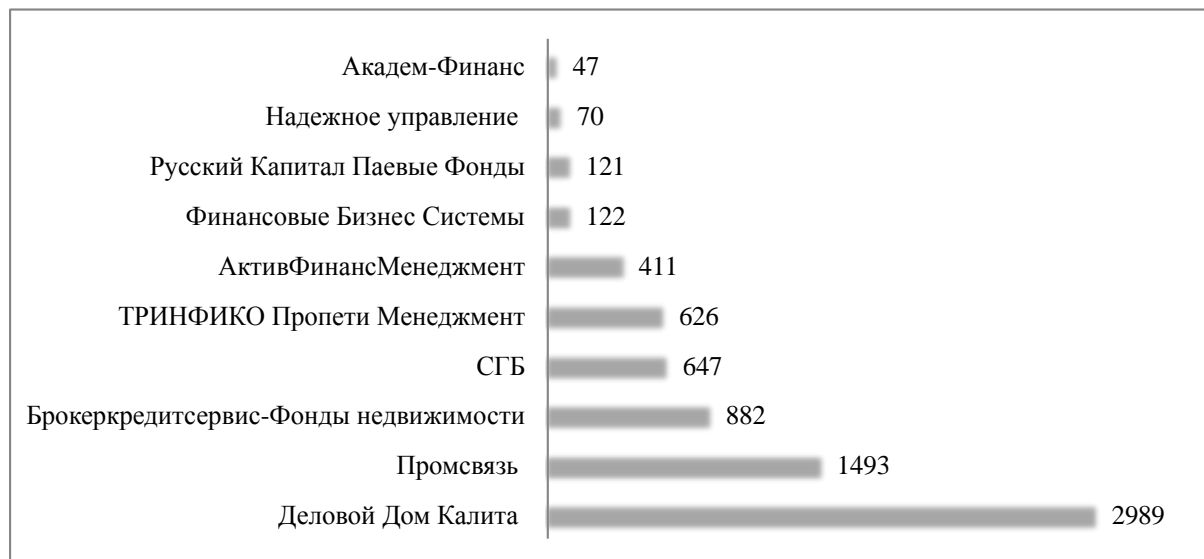


Рис. 3. Рейтинг управляющих компаний по совокупной стоимости чистых активов под управлением на 27.02.2015, млн руб. [15]

- Риск управляющей компании как фактор инвестиционной привлекательности ЗПИФН может оцениваться на основе различных показателей, при этом одним из наиболее понятных и простых способов являются данные рейтинга агентств (S&P, Moody's, Fitch, Эксперт-РА), которые находятся в свободном доступе на официальных сайтах указанных агентств. Рейтинги данных агентств в большинстве своем оценивают надежность и качество услуг управляющих компаний. Дополнить рейтинг можно анализом финансового состояния компании.

- Ликвидность управляющей компании как фактор инвестиционной привлекательности ЗПИФН характеризуется собственными оборотными средствами и коэффициентами ликвидности, которые позволяют определить способность компании погашать текущую задолженность за счёт имеющихся текущих (оборотных) активов.

- Качественные факторы инвестиционной привлекательности управляющей компании включают: репутацию, квалификацию кадров, историю компании, открытость информации, организацию, ассортимент фондов управляющей компании, а также агентскую сеть. Репутация играет достаточно важную роль, так как от того, насколько эффективно будут использованы и аккумулированы вложенные средства, напрямую зависит доход инвестора. Репутация формируется на основе удовлетворенности инвесторов работой управляющей компании. Квалификация кадров является также неотъемлемой частью инвестиционной привлекательности фонда. В связи с наличием соответствующих дипломированных сотрудников повышается и качество управления фондом. История подразумевает под собой опыт работы на рынке коллективных инвестиций в сравнении с другими существующими фондами подобного типа. Информация о деятельности УК доступна каждому заинтересованному лицу и должна раскрываться в соответствии с ФЗ «Об инвестиционных фондах». И эта открытость является одним из самых больших преимуществ паевых инвестиционных фондов любого типа. Кроме того, что потенциальный инвестор может выбирать тот или иной фонд для эффективного использования своего капитала, анализируя открытую информацию (месячные отчеты), существует также возможность рассмотреть и проанализировать ассортимент фондов, находящихся в доверительном управлении в УК. Управляющие компании могут специализироваться на активах различных форм и видов, будь то акции, облигации или недвижимость. Наличие широкой агентской сети УК – большое число пунктов приема заявок на приобретение, погашение и обмен паев – является одним из ключевых показателей надежности и эффективности работы управляющей компании.

3. *Инвестиционная привлекательность активов ЗПИФН*, подобно предыдущим элементам привлекательности, рассматривается нами как качественная и количественная оценка доходности, риска, ликвидности и качественных факторов, позволяющих инвестору принять решение о вложении средств в пай ЗПИФН.

- Доходность актива ЗПИФН является центральным фактором инвестиционной привлекательности, находясь в прямой зависимости с риском подобных вложений. Доходность вложений средств в инвестиционный пай следует соотносить как с доходностью прочих инвестиционных паев, так и с доходностью других альтернативных финансовых инструментов: банковских депозитов, валютных операций, ценных бумаг и т. д. К примеру, в связи с резким скачком ключевой ставки до 17 % в начале 2015 года доходность вложения в депозит значительно возросла при незначительно изменившемся уровне риска, сделав депозит более привлекательным [16]. Процент по депозитам в январе 2015 года в ряде банков превышал 20 % годовых. Анализ доходности ЗПИФН на начало 2015 года свидетельствует о том, что за 3 месяца ЗПИФН показали доходность выше 6 %, что в годовом исчислении, несомненно, превышает депозит, однако не сокращает риск снижения доходности к концу года (рис. 4).

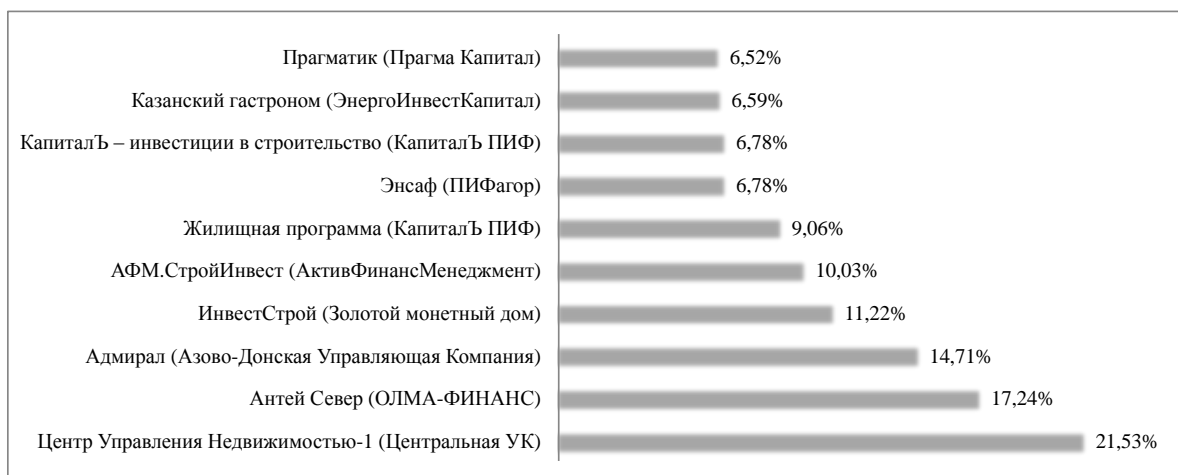


Рис. 4. Рейтинг ЗПИФов недвижимости по доходности за январь–март 2015 года [17]

Доходность ЗПИФН определяется составом и структурой фонда. Так, в состав фонда недвижимости, согласно законодательству, могут входить денежные средства, ограниченный круг ценных бумаг (облигации, государственные ценные бумаги, паи ПИФ и акции АИФ, паи иностранных инвестиционных фондов [18]), однако ядром активов ЗПИФН является недвижимость [19]: недвижимое имущество, права аренды, а также имущественные права долевого участия. Таким образом, оценка доходности фонда как фактор инвестиционной привлекательности может строиться на основе средневзвешенной оценки средней доходности указанных активов.

- Риск как вероятность получения или неполучения дохода от инвестиций в ЗПИФН для инвестора играет решающую роль одновременно с доходностью. ЗПИФН, являясь финансовым инструментом на рынке недвижимости, привлекает инвестора повышенной доходностью при достаточно низких (исходя из инвестиционных свойств недвижимости) показателях риска. Оценка риска при этом должна быть сосредоточена на анализе активов имущественного фонда и в особенности объектов недвижимости и имущественных прав на них. Прочие активы призваны диверсифицировать риск и сформировать высокий уровень доходности на рынке недвижимости.

- Ликвидность фонда как фактор инвестиционной привлекательности характеризует возможность для инвестора погасить пай в определенный момент времени с наименьшими потерями. Инвестиции в ЗПИФН носят долгосрочный характер, но не стоит забывать о том, что паи многих фондов сейчас обращаются на вторичном фондовом рынке, что позволяет реализовывать их в удобный момент времени. Сделки с паями на бирже пока неликвидны. Так как на торгах имеется мало предложений на покупку и продажу паев, то разница между ценой предложения и спроса будет составлять несколько процентов, а цена совершаемых сделок невыгодно отличается от цены, рассчитываемой управляющей компанией. Тем не менее возможность покупать паи паевых фондов на бирже уже имеется.

М.Б. Зельцер [8] для оценки ликвидности предлагает показатель «монотонности» пая, характеризующий стабильность роста курсовой стоимости пая во времени. Данный показатель рассчитывается как соотношение разности стоимостей пая на конец и начало периода к сумме модулей ежедневных колебаний стоимости паев (1).

$$M = \frac{D_1 - D_0}{\sum_{i=1}^n |d_i - d_0|}, \quad (1)$$

где M – монотонность;

D_1 – значение стоимости пая на конец оцениваемого периода;

D_0 – значение стоимости пая на начало оцениваемого периода;

d_i и d_0 – значение стоимости за каждый день в течение оцениваемого периода.

Помимо общей оценки имущественного комплекса ликвидность должна рассматриваться в разрезе каждого из входящих в него активов.

- К качественным факторам инвестиционной привлекательности ЗПИФН отнесены: состав актива (инвестиционная декларация), доступность пая для инвесторов, возможность

досрочного погашения, срок и условия обмена. В инвестиционной декларации фонда прописаны ограничения о составе активов фонда, то есть объектов инвестирования и стратегии инвестирования средств (денежные средства, недвижимое имущество и право аренды на это имущество и др.). В настоящее время возможность вложения средств в ЗПИФН доступны как для квалифицированных, так и для неквалифицированных инвесторов. Возможность досрочного погашения паев фондов закрытого типа отсутствует, за исключением некоторых исключений, реализуемых на практике крайне редко. При этом реализовать пай возможно на вторичном рынке.

Для оценки предложенной системы факторов принципиальное значение имеет оценка их значимости, которая будет отличаться для различных инвесторов. Решить данную проблему позволит систематизация требований различных групп инвесторов, выставляющих схожие требования к уровню риска, минимальной доходности, ликвидности, а также качественным факторам инвестиционной привлекательности ЗПИФН. Деление инвесторов на группы следует провести на основе их классификации, к примеру, на следующие группы инвесторов: стратегические, портфельные и спекулятивные или агрессивные, умеренно-агрессивные и консервативные. Экспертная оценка значимости количественных и качественных факторов инвестиционной привлекательности ЗПИФН позволит определить вес каждого фактора при оценке интегрального показателя, который предлагается представить следующим образом (2):

$$I = \sum_{i=1}^n f_i * d_i + \sum_{j=1}^m f_j * d_j + \sum_{k=1}^l f_k * d_k, \quad (2)$$

где f_i, f_j, f_k – балльная оценка факторов инвестиционной привлекательности соответственно для рынка недвижимости, управляющей компании и активов фонда; d_i, d_j, d_k – коэффициенты значимости факторов для заранее определенной группы инвесторов, оцененные экспертно соответственно для рынка недвижимости, управляющей компании и активов фонда; n, m, k – число оцениваемых факторов соответственно для рынка недвижимости, управляющей компании и активов фонда.

При всем многообразии недостатков балльной системы ее выбор для оценки интегрального показателя инвестиционной привлекательности ЗПИФН связан с наличием в системе факторов как количественных, так и качественных показателей. При этом представляется, что количественные факторы будут иметь большую значимость в сравнении с качественными, однако итоговую оценку предлагается провести именно экспертно. Таким образом, предлагается исходить из того, что уровень значимости количественных и качественных показателей будет отличаться для различных групп инвесторов, поэтому единого соотношения между ними установить нельзя. В связи с чем именно экспертная оценка с заранее определенным уровнем надежности позволит установить коэффициенты значимости, которые будут отражены в предложенных весовых коэффициентах формулы (2).

В заключение следует отметить, что при учете интересов инвесторов, нацеленных на зарубежные рынки, следует учесть еще один «уровень» факторов, характеризующий инвестиционную привлекательность страны (региона) инвестиций. Зарубежный опыт формирования паевых инвестиционных фондов недвижимости предполагает создание паевых инвестиционных фондов недвижимости в открытой форме с возможностью торгов паями на фондовом рынке, чего нет в российской практике. В связи с чем зарубежные авторы уделяют значительное внимание техническому анализу инвестиционных паев таких фондов [20].

Таким образом, на основе выделения и детализации элементов сформирована система факторов инвестиционной привлекательности ЗПИФН, позволяющая учесть помимо непосредственной оценки инвестиционных качеств пая и активов фонда влияние рынка недвижимости и деятельности управляющей компании. Все факторы подразделены на качественные и количественные, включая доходность, риск и ликвидность. Определение инвестиционной привлекательности ЗПИФН предлагается проводить при непосредственном учете требований инвестора.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Об инвестиционных фондах: федер. закон Рос. Федерации от 29.11.2001 г. №214-ФЗ в ред. от 12.03.2014. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_157068/ (дата обращения: 10.04.2015).
2. ПИФы недвижимости // Информационный портал Investfunds. 2015. URL: <http://realestate.investfunds.ru/pif> (дата обращения: 10.04.2015).
3. Липченко Е.А. Понятие инвестиционной привлекательности предприятия: различные подходы к толкованию // Молодой ученый. – 2012. – № 7. – С. 95–97.
4. Финансовый менеджмент: учебное пособие / под ред. М.Н.Крейнина. – М.: Дело и Сервис, 1998. – 48 с.
5. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности предприятия: учебное пособие для вузов / Э.И. Крылов, В.М. Власова, М.Г. Егорова, И.В. Журавкова. – М.: Финансы и статистика, 2003.
6. Ендовицкий Д.А., Бабушкин В.А., Батурина Н.А. Анализ инвестиционной привлекательности организации: научное издание / под ред. Д.А. Ендовицкого. – М.: КНОРУС, 2010.
7. Валинурова Л.С., Казакова О.Б. Управление инвестиционной деятельностью: учебник. – М.: КНОРУС, 2005.
8. Зельцер М.Б. Оценка эффективности управления паевыми инвестиционными фондами: автореф. дис. ... канд. экон. наук. – Новосибирск, 2006. – 22 с.
9. Fecht F., Wedow M. The dark and the bright side of liquidity risks: Evidence from open-end real estate funds in Germany // Journal of financial intermediation, 2014. – Vol. 23. – Issue 3. – pp. 376–399.
10. Паевой инвестиционный фонд как актуальный формат ведения строительного бизнеса. URL: http://www.pifconsulting.ru/netcat_files/56/50/PIF_for_development.pdf (дата обращения: 10.04.2015).
11. Паевые инвестиционные фонды для бизнеса. URL: http://www.pifconsulting.ru/netcat_files/56/50/PIF_A4.pdf (дата обращения: 10.04.2015).
12. Экономический словарь. URL: <http://enc-dic.com/economic/Faktor-16027.html> (дата обращения: 10.04.2015).
13. Недвижимость в цифрах. Россия 2014. URL: <http://content.knightfrank.com/research/602/documents/ru/realestateinfiguresrus2014-1877.pdf> (дата обращения: 10.04.2015).
14. Березина Е. Рубли зароят в котлован // Российская газета. 2014. URL: <http://www.rg.ru/2014/11/25/nedvizhimost.html> (дата обращения: 10.04.2015).
15. Рейтинг крупнейших управляющих компаний по доходности за 3 года // Информационный портал Investfunds. 2015. URL: http://pif.investfunds.ru/funds/rate_management_uk.phtml (дата обращения: 10.04.2015).
16. Рейтинг управляющих компаний по стоимости чистых активов // Информационный портал Investfunds. 2015. URL: http://pif.investfunds.ru/funds/rate_management.phtml (дата обращения: 10.04.2015).
17. Рейтинг ЗПИФов недвижимости по доходности за январь–март 2015 года // Информационный портал Investfunds. 2015. URL: <http://pif.investfunds.ru/funds/rate.phtml> (дата обращения: 10.04.2015).
18. О случаях неприменения ограничений на заключение договоров займа и кредитных договоров за счет активов инвестиционных фондов, акции или инвестиционные паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов: Приказ ФСФР РФ от 12.05.2011 № 11-19/пз-н (Зарегистрировано в Минюсте РФ 24.06.2011 N 21158). URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_115695/ (дата обращения: 10.04.2015).
19. Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты российской федерации: федер. закон Рос. Федерации от 30 дек. 2004 г. №214-ФЗ в ред. от 21.07.2014. URL: www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_168317/ (дата обращения: 10.04.2015).

20. Kaushik A., Pennathur A.K. Performance and new money cash flows in real estate mutual funds // Journal of financial research, 2013. – Vol. 36. – Issue 4. – pp. 453–470.

REFERENCES

1. Ob investitsionnykh fondakh : feder. Zakon Ros. Federatsii ot 29.11.2001 №214-FZ v red. ot 12.03.2014 [Investment Funds: Feder. Ros law. Federation of 29.11.2001 №214-FZ, as amended. by 03.12.2014.]. Available at http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_157068/ (accessed 10 April 2015).
2. PIFy nedvizhimosti [Real estate mutual funds]. Informatsionnyy portal Investfunds. Available at <http://realestate.investfunds.ru/pif/> (accessed: 10.04.2015).
3. Lipchenko E.A. Ponyatie investitsionnoy privlekatelnosti predpriyatiya: razlichnye podhody k tolkovaniyu [The concept of investment attractiveness of enterprises: different approaches to interpretation]. *Molodoy uchenyy*, 2012, no. 7, pp. 95–97.
4. Finansovyy menedzhment [Financial management]: uchebnoe posobie / pod red. M.N. Kreynina. Moscow, Delo i Servis, 1998, 48 p.
5. Analiz finansovogo sostoyaniya i investitsionnoy privlekatelnosti predpriyatiya: uchebnoe posobie dlya vuzov [Analysis of financial condition and investment potential] / Krylov E.I., Vlasova V. M., Egorova M. G., Zhuravkova I. V. Moscow, Finansy i statistika, 2003.
6. Endovitskiy D.A., Babushkin V.A., Baturina N.A. Analiz investitsionnoy privlekatelnosti organizatsii [Investment Analysis Organization]: nauchnoe izdanie / pod red. D.A. Endovitskogo. Moscow, KNORUS, 2010.
7. Valinurova L.S., Kazakova O.B. Upravlenie investitsionnoy deyatelnostyu [Management of investment activity]: uchebnyk. Moscow, KNORUS, 2005.
8. Zeltser M.B. Otsenka effektivnosti upravleniya paevymi investitsionnymi fondami: kand. dis. [Evaluating the effectiveness of mutual funds. PhD Diss.]. Novosibirsk, 2006, 22 p.
9. Fecht F., Wedow M. The dark and the bright side of liquidity risks: Evidence from open-end real estate funds in Germany. *Journal of financial intermediation*, 2014, vol. 23, issue 3, pp. 376–399.
10. Paevoy investitsionnyy fond kak aktualnyy format vedeniya stroitelnogo biznesa [Equity investment fund as the date format for the construction business]. Available at: http://www.pifconsulting.ru/netcat_files/56/50/PIF_for_development.pdf (accessed 10 April 2015).
11. Paeve investitsionnye fondy dlya biznesa [Mutual Funds Business]. Available at: http://www.pifconsulting.ru/netcat_files/56/50/PIF_A4.pdf (accessed 10 April 2015).
12. Ekonomicheskii slovar [Economic Dictionary]. Available at: <http://enc-dic.com/economic/Faktor-16027.html> (accessed 10 April 2015).
13. Nedvizhimost v tsifrakh. Rossiya 2014 [Real Estate in numbers. Russia in 2014.]. Available at <http://content.knightfrank.com/research/602/documents/ru/realestateinfiguresrus2014-1877.pdf> (accessed 10 April 2015).
14. Berezina E. Rubli zaroyut v kotlovan [Rubles buried in the pit]. *Rossiyskaya gazeta*. Available at: <http://www.rg.ru/2014/11/25/nedvizhimost.html> (accessed 10 April 2015).
15. Reyting krupneyshikh upravlyayuchikh kompaniy po dohodnosti za 3 goda [Rating of the largest management companies in the yield over 3 years] // Informatsionnyy portal Investfunds. Available at: http://pif.investfunds.ru/funds/rate_management_uk.phtml (accessed 10 April 2015).
16. Reyting upravlyayuchikh kompaniy po stoimosti chistykh aktivov [Rating of management companies in terms of net assets]. Informatsionnyy portal Investfunds. Available at: http://pif.investfunds.ru/funds/rate_management.phtml (accessed 10 April 2015).
17. Reyting ZPIFov nedvizhimosti po dohodnosti za yanvar-mart 2015 goda [Rating FTRA property yield for January–March 2015] // Informatsionnyy portal Investfunds. Available at: <http://pif.investfunds.ru/funds/rate.phtml> (accessed 10 April 2015).
18. sluchayakh neprimeneniya ogranicheniy na zaklyuchenie dogovorov zayma i kreditnykh dogovorov za schet aktivov investitsionnykh fondov, aktsii ili investitsionnye pai kotorykh prednaznacheny dlya kvalifitsirovannykh investorov: Prikaz FSFR RF ot 12.05.2011 № 11-19/pz-n (Zaregistrovano v Minyuste RF 24.06.2011 N 21158) [Cases of non-use restrictions on the conclusion of loan agreements and credit agreements at the expense of assets of investment funds,

shares or investment units are intended for qualified investors: Order of the Federal Financial Markets Service of the Russian Federation from 12.05.2011 № 11-19 / pz-n (Registered in the Ministry of Justice on 24.06.2011 N 21158)]. Available at: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_115695/ (accessed 10 April 2015).

19. Ob uchastii v dolevom stroitelstve mnogokvartirnykh domov i inyh obektov nedvizhimosti i o vnesenii izmeneniy v nekotorye zakonodatelnye akty rossiyskoy federatsii: feder. zakon Ros. Federatsii ot 30.12.2004 №214-FZ v red. ot 21.07.2014 [Participation in the shared construction of apartment buildings and other real estate and on amendments to some legislative acts of the Russian Federation: Feder. Ros law. Federation on December 30. 2004 №214-FZ, as amended. by 07.21.2014.]. Available at: www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_168317/ (accessed 10 April 2015).
20. Kaushik A., Pennathur A.K. Performance and new money cash flows in real estate mutual funds. *Journal of financial research*, 2013, vol. 36, issue 4, pp. 453–470.

Поступила 20.05.2015 г.