

# 7

## ҮЛ ХӨДЛӨХ ХӨРӨНГИЙН ХӨРӨНГӨ ОРУУЛАЛТЫН ИТГЭМЖЛЭЛ, САНГИЙН ЭРХЗҮЙН ОРЧИН

Гүйцэтгэсэн: Н.Нарантуяа<sup>12</sup>  
Х.Нинжбадгар<sup>13</sup>

<sup>12</sup> СЗХ, Зах зээлийн судалгаа, хөгжлийн газрын ахлах референт email: narantuya@frc.mn

<sup>13</sup> СЗХ, Зах зээлийн судалгаа, хөгжлийн газрын мэргэжилтэн email: ninjbadgar@frc.mn

## ХУРААНГУЙ

Энэхүү судалгаагаар үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын итгэмжлэл, үл хөдлөх хөрөнгийн сангуудын эрхзүйн орчны бүтэц, тогтолцооны талаар судалж Монгол Улсад тус эрхзүйн орчныг бүрдүүлэхэд зориулан санал, дүгнэлт гаргалаа.

*Түлхүүр үгс:* үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын итгэмжлэл, хөрвөх чадвар  
*JEL ангилал:* G180, G23



## АГУУЛГА

I.	ТАНИЛЦУУЛГА	259
II.	ЭРХЗҮЙН ЗОХИЦУУЛАЛТ	260
III.	ҮЛ ХӨДЛӨХ ХӨРӨНГӨД ХӨРӨНГӨ ОРУУЛАЛТ ХИЙДЭГ САНГИЙН ХЭЛБЭР	261
IV.	ЗОХИЦУУЛАЛТЫН ХҮРЭЭ	262
V.	ҮЛ ХӨДЛӨХ ХӨРӨНГИЙН ӨНӨӨГИЙН ОРЧИН	272
	САНАЛ, ДҮГНЭЛТ	275
	АШИГЛАСАН МАТЕРИАЛ	276
	ЗУРАГ, ХҮСНЭГТИЙН ЖАГСААЛТ	
	Зураг 1. Зөвшөөрөгдсөн зээлийн дээд хэмжээ /хувиар/	263
	Хүснэгт 1. Үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулалт хийдэг компанийн хэлбэрийн харьцуулалт	261
	Хүснэгт 2. Багц бүрдүүлэх шалгуур үзүүлэлт	262
	Хүснэгт 3. Үл хөдлөх хөрөнгийн үнэлгээний шаардлага	266
	Хүснэгт 4. Үнэлгээний үнээр худалдах, худалдан авахад гүйлгээ хийх хэмжээ	267
	Хүснэгт 5. Үл хөдлөх хөрөнгийн итгэмжлэлийн хөрвөх чадвар	268
	Хүснэгт 6. Хөрвөх чадварын доод хэмжээг тогтоох тусгай зохицуулалт	268
	Хүснэгт 7. Үл хөдлөх хөрөнгийн сангуудын хөрөнгө эзэмшигчийн бүртгэлийн зохицуулалт	271

## I. ТАНИЛЦУУЛГА

Иргэд, олон нийтийн санхүүгийн дээшилж хуримтлал нэмэгдэхийн хэрээр хөрөнгөө байршуулах санхүүгийн хэрэгслүүдийн төрөл нэмэгддэг. Манай улсын хувьд багц бүрдүүлж болох санхүүгийн хэрэгслүүдэд хадгаламж, бонд, хувьцаа, хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаас, хөрөнгө оруулалтын сангийн нэгж эрх, криптовалюта зэрэг орно.

Манайд эрхзүйн орчин үүсээгүй байгаа өөр нэгэн санхүүгийн хэрэгсэл нь үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулдаг итгэмжлэл (REIT), түүний сан юм. REIT-ийн үндсэн зарчим нь үл хөдлөх хөрөнгө шиг өндөр дүнтэй хөрөнгө оруулалтад жижиг хөрөнгө оруулагчид нэгж эрхийг нь худалдан авах замаар хөрөнгө босгон үл хөдлөх хөрөнгө худалдан авч, түүнээс ногдол ашиг хэлбэрээр орлого олж өгөөж хүртдэг. АНУ-д уг зах зээл сайн хөгжсөн байдаг бөгөөд нийт үл хөдлөх хөрөнгийн салбарт эргэлддэг хөрөнгийн гуравны хоёрыг REIT эзэлдэг байна. 2021 оны статистикаар олон улсын хэмжээнд хамтын 865 REIT байдаг ба тэдгээрт 5 тэрбум хүн хөрөнгө оруулж, тэдгээрийн зах зээлийн үнэлгээ 2.5 их наяд ам.долларыг бүрдүүлдэг бол хууль эрхзүйн орчныг бүрдүүлсэн 40 гаруй улс байдаг.

Сүүлийн үед Монгол Улсад зарим санхүүгийн байгууллагууд олон нийтэд үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулалт хийж хөрөнгөө өсгөх тухай мэдээлэл хүргэж, санал болгох болсонтой холбоотой уг төрлийн зах зээлийг хөгжүүлэх, хөрөнгө оруулагчдын эрх ашгийг хамгаалах хэрэгцээ шаардлага бий болсон. Иймээс үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулдаг сан болон итгэмжлэлийн эрхзүйн орчны талаар судалж

Монгол Улсад хэрэгжүүлж болох саналыг боловсруулахыг зорилоо.

Үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулах хувийн ба хамтын гэсэн хоёр төрөл байдаг ба хувийнх нь шууд үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулдаг бол хамтынх нь үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын итгэмжлэлийн хувьцааг худалдан авдаг. Нөгөө талаасаа бонд хэлбэрээр хөрөнгө оруулагчид мөн хөрөнгө оруулдаг.

Үйл ажиллагаа явуулдаг хэлбэрийн хувьд үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын итгэмжлэл (REIT) нь үл хөдлөх хөрөнгийн үйл ажиллагаа явуулдаг компани байдаг. REIT-ийн хувьцаанд болон мортгэйжид суурилсан үнэт цаас гэсэн хоёр төрөл байдаг.

Үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын итгэмжлэл (REIT) нь орлого бий болгодог үл хөдлөх хөрөнгийг эзэмшиж, санхүүжүүлж, удирддаг компани юм. Хамтын сангийн загвар үүссэний дараа REIT нь олон тооны хөрөнгө оруулагчдаас хөрөнгө татаж, жижиг хөрөнгө оруулагчдад үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтаас ногдол ашиг хүртэх боломжийг олгодог.

Өгөөж, эрсдэлийн түвшнээр үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулах нь бондоос өндөр, хувьцаанаас бага эрсдэлтэй байдаг байна.

Олон улсад олон нийтээс татан төвлөрүүлсэн хөрөнгөөр үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулж орлого олох үйл ажиллагаа явуулдаг REIT-ийг нийтлэг зохицуулдаг байна.

Зохицуулалтын хүрээ нь дараах 4 үндсэн хэсэгт хуваагддаг.



- Бүртгэл, зөвшөөрөл
- Хөрвөх чадварын хамгийн бага түвшин
- Цэвэр хөрөнгийн үнэ цэн
- Ашиг сонирхлын зөрчил

Үнэт цаасны хороодын олон улсын байгууллагаас үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын зохицуулалтын орчны талаар асуулга хэлбэрээр судалгаа авсан. Судалгаанд хамрагдсан улсуудын зохицуулалтаас хоёр төрлийн хандлага ажиглагдлаа. Үүнд зарим улс орнууд зарчимд суурилсан зохицуулалттай, ил тод байдлыг хангуулдаг байхад зарим нь

дүрэмд суурилсан зохицуулалттай, хязгаартай хүрээний зохицуулалттай, харин АНУ болон Хятад улсуудад зохицуулдаггүй байна.

Хөрөнгө оруулах үл хөдлөх хөрөнгийн хувьд зарим нь зөвхөн нэг үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулах зохицуулалттай байхад зарим нь хамгийн багадаа 5 үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулах зохицуулалттай байна. Үл хөдлөх хөрөнгийн сангийн бүртгэл, зээлийн шаардлага, багц бүрдүүлэлт, үнэлгээ гээд улс орнуудын хувьд зарим чанга, зарим сул зохицуулалттай байна.

## II. ЭРХЗҮЙН ЗОХИЦУУЛАЛТ

Бусад сангийн хууль, эрхзүйгээр зохицуулагддаг:

- Австрали, Нидерланд улсуудад REIT-ийг хөрөнгө оруулалтын сангийн тухай хуулиар зохицуулдаг.
- Франц, Испани, Швейцар, Их Британи улсуудад Collective investment schemes-ийн хуулиар зохицуулагддаг.
- Герман улсад нээлттэй үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын сан нээлттэй хөрөнгө оруулалтын сангийн хуулиар зохицуулагддаг.
- Ирланд улсад Collective investment scheme-тэй адилаар зохицуулагддаг ба нэмэлт журмууд мөн байдаг.
- Люксембург улсад ерөнхий зохицуулалт нь Collective investment-ийн хуулиар зохицуулдаг.

- Мексик улсад Хөрөнгө оруулалтын компанийн тухай хуулиар зохицуулагддаг ба өөр тусгай зохицуулалтгүй. Харин Орлогын татварын тухай хуулиар санхүүгийн ил тод байдлыг хангуулахын тулд үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулалт хийсэн үед тусгай зохицуулалт шаарддаг.
- Онтарио болон Кэбэк хотуудад (Канад) хамтын нээлттэй хөрөнгө оруулалтын санг үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулахыг хориглодог ба бусад төрлийн сангууд хөрөнгө оруулахыг хориглоогүй.

### Тусгай бие даасан эрхзүйн орчинтой:

- Хонконгод REIT кодексоор тусдаа зохицуулагддаг.
- Португал улс REIT-ыг зохицуулах тусгай хуультай.

### III. ҮЛ ХӨДЛӨХ ХӨРӨНГӨД ХӨРӨНГӨ ОРУУЛАЛТ ХИЙДЭГ САНГИЙН ХЭЛБЭР

Улс орнуудын эрхзүйн зохицуулалтад үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулдаг сангийн үйл ажиллагааны хэлбэр ялгаатай байна. Үүнд:

- Collective investment scheme
- Компани
- Хаалттай
- Нээлттэй

Хонконгод үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулдаг сангууд нь хаалттай collective investment scheme хэлбэрээр Хонконгийн хөрөнгийн биржид бүртгүүлж нэгж эрхээ арилждаг.

Италийн эрхзүйн зохицуулалтаар хаалттай санг зөвшөөрдөг ба гэрээнд суурилан байгуулагддаг ба нэгж эрхээ урьдчилж тодорхойлсон өдрөө буцаан худалддаг.

Collective investment scheme-ийн хэлбэрээр үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулахыг ихэнх улсуудын хуулиар зохицуулагдсан.

Уламжлалт нээлттэй, redeemable хөрөнгө оруулалтын санг үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулахыг зөвшөөрдөггүй.

Япон улсад REIT-ийн хөрөнгө оруулалтын итгэлцэл болон компанийн бүтэц аль аль нь Хөрөнгө оруулалтын итгэлцлийн тухай хуулиар зохицуулагддаг. Харин үл хөдлөх хөрөнгийн сангийн тусгай зориулалтын компани болон тусгай зориулалтын итгэлцэл нь Тусгай зориулалтын компанийн тухай хуулиар зохицуулагддаг.

Улс орон бүрийн хувьд үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулалт хийдэг компанийн хэлбэрийг ялгаатайгаар тогтоосон байдаг.

#### Хүснэгт 1. Үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулалт хийдэг компанийн хэлбэрийн харьцуулалт

Улс орнууд	Үйл ажиллагаа явуулах хэлбэр
АНУ	– Корпорац – Итгэлцэл – Холбоо
Япон	– Хөрөнгө оруулалтын итгэлцэл – Хөрөнгө оруулалтын корпорац
Грек	Үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын санг удирдах компани эсвэл итгэмжлэлийг зөвшөөрдөг
Бельги	– Зохицуулалттай үл хөдлөх хөрөнгийн компани
Канад	Хамтын сангийн итгэлцлийн бүтэцтэй адил
Франц, Герман, Өмнөд Солонгос, Испани, Их Британи	– Хувьцаат компани
Австрали, Хонконг, Энэтхэг, Малайз, Мексик	– Итгэлцлийн бүтэцтэй

Эх сурвалж: <https://www.ccllex.com/publications/a-comparison-of-the-legal-structures-of-reits>



## IV. ЗОХИЦУУЛАЛТЫН ХҮРЭЭ

Хөрвөх чадвар: Үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын итгэмжлэлийн хувьд хөрөнгө оруулалт хийхэд хөрвөх чадварыг хангахын тулд хөрөнгө оруулалтын хэрэгслүүдэд хөрөнгө оруулах хувийг тогтоодог.

Хонконгийн REIT –ийн кодексоор үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулах итгэмжлэл нь орлого олохуйц үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулах зохицуулалт тусгасан. REIT нь баригдаж байгаа үл хөдлөх хөрөнгө худалдан авах эрхтэй байдаг

ба сангийн цэвэр хөрөнгийн 10 хувиас хэтрэхгүй байх зохицуулалттай. Харин газарт хөрөнгө оруулалт хийх, үл хөдлөх хөрөнгийг хөгжүүлэх үйл ажиллагаанд оролцохыг хориглодог.

Франц улс REIT–ийн нийт хөрөнгийн 60 хувийг үл хөдлөх хөрөнгөд, 10 хувийг хөрвөх чадвартай хөрөнгөд оруулах зохицуулалттай.

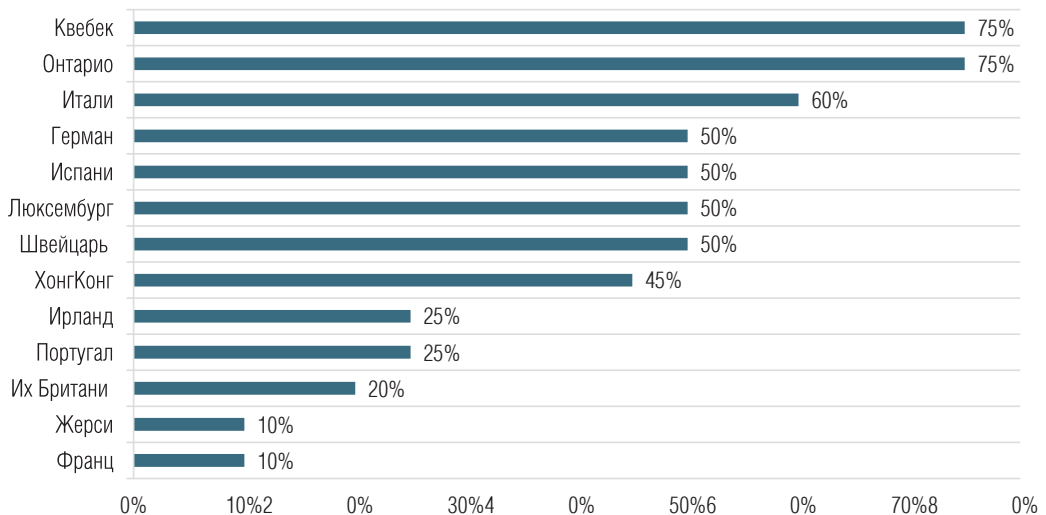
Харин Герман улсад уг харьцаа 51:49 хувь байдаг.

### Хүснэгт 2. Багц бүрдүүлэх шалгуур үзүүлэлт

Ирланд	Итали	Португал
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Нэг үл хөдлөх хөрөнгөд сангийн цэвэр хөрөнгийн <b>20–оос илүүгүй хувийг</b> оруулах (Люксембург, Онтарио хот, Кэбэк хот)</li> <li>– Цэвэр хөрөнгийн 25–аас илүүгүй хувийг баригдаж байгаа, засвар хийх шаардлагатай үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулж болно.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Сангийн нийт хөрөнгийн гуравны нэгээс илүүгүй хувийг нэг үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулахгүй байх.</li> <li>– Үл хөдлөх хөрөнгийн сан нь шууд болон толгой компаниараа дамжуулан барилгын салбарт үйл ажиллагаа явуулдаг компанийн эзэмшлийн 10–аас илүүгүй хувийг эзэмшихгүй байх.</li> </ul>	<p>Нээлттэй үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын санд багц бүрдүүлэх шалгуур тогтоодог:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Хөрөнгийн үнэ цэн сангийн нийт хөрөнгийн 75 хувиас илүүгүй байх.</li> <li>– Барилгын төслийн хөгжил сангийн нийт хөрөнгийн 25 хувиас илүүгүй байх.</li> <li>– Нэг үл хөдлөх хөрөнгөд сангийн нийт хөрөнгийн 20–оос илүүгүй хувийг оруулах.</li> <li>– Үл хөдлөх хөрөнгийн холдинг компанид сангийн нийт хөрөнгийн 25–аас илүүгүй хувиар түрээслүүлэх.</li> <li>– Нээлттэй буюу хаалттай үл хөдлөх хөрөнгийн тусгай сангууд нь нийтийн өмч бол захиалгын санал болгож буй болон хөдөө орон нутгийн барилга байгууламжид хөрөнгө оруулахыг зөвшөөрөхгүй: а) тухайн хотын захиргаа, түүнтэй адилтгах нутаг дэвсгэрийн дүүрэг дэх сангийн нийт хөрөнгийн 20 хувиас дээш; б) Зэргэлдээх хотын захиргаа эсвэл түүнтэй адилтгах сангийн нийт хөрөнгийн 30 гаруй хувь. нутаг дэвсгэрийн дүүргүүд дэх эд хөрөнгийг даатгуулсан бол а) ба б)–д заасан хязгаарыг 50 хувиар тогтооно.</li> </ul>

Испани	Их Британи	Швейцар
<ul style="list-style-type: none"> <li>Нэг групп дор харьяалагдах компаниудад үл хөдлөх хөрөнгийг түрээслэхдээ нийт цэвэр хөрөнгийн 35 хувиас илүүгүй байхаар түрээслүүлэх.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Арилжааны болон оршин суух зориулалттай хамгийн багадаа 3 түрээсийн үл хөдлөх хөрөнгөтэй байх.</li> <li>Нэг үл хөдлөх хөрөнгө нь үл хөдлөх хөрөнгийн түрээсийн бизнесийн нийт үнэ цэний 40–өөс илүүгүй хувь байх.</li> <li>Хөрөнгө оруулалтын эрсдэлийг зохистой тараах.</li> </ul>	<p>Хөрөнгө оруулалтаа үл хөдлөх хөрөнгийн төрөл, хэрэглээний зорилго, барилгын нас, байршил зэргээр нь ялгаатай багц үүсгэх шаардлагатай:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Үл хөдлөх хөрөнгийн сан нь хамгийн багадаа 10 үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулалтаа байршуулсан байх.</li> <li>Нэг үл хөдлөх хөрөнгийн зах зээлийн үнэ нь сангийн хөрөнгийн 25 хувиас илүүгүй байх.</li> <li>Сангийн хөрөнгийн 30 хүртэлх хувийг баригдаж буй барилгад хөрөнгө оруулах.</li> <li>Сангийн хөрөнгийн 20 хүртэлх хувийг түрээсийн газарт хөрөнгө оруулах.</li> <li>Сангийн хөрөнгийн 30 хүртэлх хувийг баригдаж буй барилга болон түрээсийн газарт хоёуланд нь хөрөнгө оруулах.</li> <li>Сангийн хөрөнгийн 10 хүртэлх хувийг ипотекийн зээл болон үл хөдлөх хөрөнгийн барьцааны бусад эрхэд хөрөнгө оруулалт хийж болно.</li> </ul>

Зураг 1. Зөвшөөрөгдсөн зээлийн дээд хэмжээ /хувиар/



Энэхүү зурагт зээлээр санхүүжиж болох зохицуулалттай орнуудын нийт авах зээл, өрийн санхүүжилтийн хэмжээ нь сангийн цэвэр хөрөнгийн үнийн дүнгийн хэдэн хувиас хэтрэхгүй байхыг орон тус бүрээр харууллаа.

Харин дараах улс орнуудад зээл авах, өрөөр санхүүжих нөхцөлд тодорхой хязгаарлалт байхгүй бөгөөд улс орон тус бүр өөр өөрийн хууль, журмаар зохицуулдаг байна.



- Австрали, Мексик, Нидерланд зэрэг улсуудад тусгайлсан журам зохицуулалт байхгүй.
- АНУ /SEC/ нээлттэй сан нь сангийн танилцуулагд зээлээр санхүүжих талаар тодорхой тусгасан байх, хөрөнгө оруулагчийн саналыг үндэслэн зээл авах нөхцөлтэй.
- Япон улсад тусгай зориулалтын компаниудад зөвхөн банкнаас зээл авахыг зөвшөөрдөг.
- Бразил улсад хуулиараа үл хөдлөх хөрөнгийн сан зээл авахыг хориглодог.

#### Ил тод байдлын шаардлага:

- **Герман:** ТЗК нь өөрийн үйл ажиллагааг олон нийтэд ил тод тайлагнадаг.
- **Хонконг:** REIT-тай холбоотой мэдээлэл, гүйлгээний талаар хувьцаа эзэмшигчдэд хагас жилээр, бүтэн жилээр мэдээлэх үүрэгтэй.
- **Итали:** Бүх хөрөнгө оруулалтын сангууд ил тод байдлын ижил журмыг мөрддөг. Ил тод тайлагнах мэдээлэлд аудитын тайлан, хөрөнгө оруулагчдын талаарх мэдээлэл, хувьцаа эзэмшигчдийн хурлаас гаргасан шийдвэр, санхүүгийн тайлан хамаарна.
- **Япон:** ТЗК нь өөрийн хөрөнгийн удирдлагын тайлан, хаяг байршлын талаарх мэдээлэл, үл хөдлөх тус бүрийн зохих үнэ, хөрөнгийн үнэлгээний аргын талаарх мэдээллийг тухай бүр олон нийтэд ил тод мэдээлэлдэг.
- **Люксембург:** Хөрөнгө оруулалтын сангийн танилцуулгад UCI-ийн хөрөнгө оруулалтын бодлогод хамаарах хөрөнгө

орүүлалтын эрсдэлийн мэдээллийг ил тод мэдээлэх, шимтгэлийн төрөл, зардлын бүтэц, хураамж хэрхэн тооцоолж байгаагаар дэлгэрэнгүй тусгасан байх шаардлагатай.

- **Нидерланд:** Жилийн тайланд эрсдэлийн удирдлага, санхүүгийн тайлан, зээлийн мэдээлэл, үл хөдлөх хөрөнгийн үнэлгээний арга, өгөөжийн хувь хэмжээ, хөрөнгөө эргүүлэн татах тухай тусгадаг.

#### Үл хөдлөх хөрөнгийн сангийн удирдлагад тавигдах шаардлага:

- Бразилын үнэт цаасны хорооноос гаргасан хуульд зааснаар үл хөдлөх хөрөнгийн санг зөвшөөрөл авсан дараах байгууллагууд удирдах эрхтэй.
  1. Хөрөнгө оруулалтын банк
  2. Моргейжийн банк
  3. Брокерын компани
  4. Үнэт цаасны компани
- **Герман:** Үл хөдлөх хөрөнгийн нээлттэй сан нь ТЗК-аар дамжуулан сангаа удирддаг бөгөөд сангийн удирдлага нь мэргэжлийн чадварлаг мэргэжилтэн байх ёстой.
- **Хонконг:** Сангийн удирдлагад REIT зохицуулалтын дагуу Үнэт цаас ба фьючерсийн тусгай зөвшөөрөлтэй, туршлагатай менежерийг томилох ёстой.
- **Испани:** Сангийн удирдах зөвлөлийн гишүүд үл хөдлөх хөрөнгийн зах зээлд багадаа 2 жил ажилласан байх шаардлага тавьдаг.
- **Швейцар:** Сангийн удирдлага нь боловсрол, туршлага, карьерын шаардлагыг хангасан байх ёстой.

- Их Британийн NURS болон PAIFs: Эрх бүхий сангийн удирдлага нь хөрөнгө оруулагчийн зөвшөөрлийн дагуу томилогдож сангийн үйл ажиллагааг хэрэгжүүлдэг.
- АНУ-ын SEC-ээс сангийн удирдлагыг хангалттай туршлагатай байх шаардлага тавьдаг.

**Үл хөдлөх хөрөнгийн сангийн ногдол ашгийн хэмжээний талаарх зохицуулалт:**

- **Бразил:** Хамгийн багадаа 180 хүртэлх хоногийн хугацаатай хөрөнгө оруулалт хийдэг. Энэ хугацаанд хөрөнгө оруулалтын сан хангалттай өгөөжтэй ажиллаагүй бол хөрөнгө оруулагчдад хөрөнгийг эргүүлэн хуваарилдаг.
- **Герман:** Хуримтлагдсан ашиг нь сангийн цэвэр хөрөнгийн дүнгийн 15 хувиас хэтрэхгүй тохиолдолд хуульд заасны дагуу хөрөнгийг хуваарилна.
- **Франц:** Сангийн цэвэр ашгийн 85-аас доошгүй хувийг хуваарилах зохицуулалттай.
- **Хонконг:** Татварын дараах аудитаар баталгаажсан тайланд жилийн цэвэр орлогын 90 хувиас доошгүй хувийг нэгж хувьцаа эзэмшигчдэд жил бүр ногдол ашиг болгон хуваарилах үүрэгтэй.
- **Япон:** ТЗК-ийн ногдол ашгийн 90 гаруй хувийг хөрөнгө оруулагчдад хуваарилах ёстой.
- **Португал:** Ноогдол ашиг хуваарилах хамгийн бага хөрөнгийн хэмжээг сангийн дүрмээр тогтоож болно.
- **Их Британи:** Татварын дараах ашгийн 90 хувийг ноогдол ашиг хэлбэрээр

санхүүгийн тайлан гарснаас 4 сарын дотор шилжүүлэх үүрэгтэй.

- АНУ-ын SEC-ээс татварын орлогын 90-ээс доош хувийг хувьцаа эзэмшигчдэд хуваарилах үүрэгтэй. Тусгай зориулалтын компани ААНОАТ төлдөггүй.

**Хаалттай хөрөнгө оруулалтын сангийн зохицуулалт:**

- **Герман:** Хөрөнгө оруулалтын тухай хуулийн дагуу үл хөдлөх хөрөнгийн хаалттай санг хуулиар хориглодог. REIT-ийн дагуу хөрөнгө оруулалтын сан байгуулах зөвшөөрөлтэй компани нь тусгай зохицуулалттай байдаг.
- **Хонконг:** REIT кодекс нь хаалттай сан байгуулахад уян хатан нөхцөлөөр хангадаг, уян хатан зарчимд суурилдаг.
- **Ирланд:** Хаалттай үл хөдлөх хөрөнгийн сан нь Ирландын хууль тогтоомжийг дагаж мөрдөнө. Бусад арилжааны компаниудаас ялгаатай нь хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй хаалттай үл хөдлөх хөрөнгийн сангууд нь Санхүүгийн Зохицуулагчийн зохицуулалтад байдаг.
- **Люксембург:** Хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй хаалттай үл хөдлөх хөрөнгийн сангууд нь бусад хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй компаниудтай адил зохицуулалттай байдаг.
- **Онтарио:** Хаалттай үл хөдлөх хөрөнгийн сан нь бусад бүртгэлтэй хөрөнгө оруулалтын сангуудтай ижил зарчмаар зохицуулагдана.
- **Швейцар:** Одоогоор Швейцарын хөрөнгийн бирж дээр зөвхөн нээлттэй CIS гэрээт хөрөнгө оруулалтын 14 сан



бүртгэлтэй байна. ХХК-ийн хэлбэрээр хаалттай үл хөдлөх хөрөнгийн сангийн

ерөнхий зохицуулалтын талаар тусгай зохицуулалттай.

### Үнэлгээ

#### Хүснэгт 3. Үл хөдлөх хөрөнгийн үнэлгээний шаардлага

Герман	Бразил	Франц
<ul style="list-style-type: none"> <li>Нээлттэй хөрөнгө оруулалтын сангийн хөрөнгийн үнэлгээг хараат бус үнэлгээний компаниар хийлгэхийг хуульд заасан байдаг.</li> <li>Жилд нэгээс доошгүй удаа сангийн бүх үл хөдлөх хөрөнгийн үнэлгээг гаргадаг.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Улирал бүрийн тайланд сангийн хөрөнгө, зах зээлийн үнэлгээ, үнийн дундаж өсөлт, бууралтыг тусгадаг. Мөн ямар шалгуураар тайлагнаснаа тусгана.</li> <li>Хөрөнгийн үнэлгээг гурваас дээш мэргэжилтэн эсвэл бие даасан мэргэшсэн компани хийх ёстой.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Улирал бүр тусгайлсан хөрөнгийн үнэлгээний компаниар үнэлгээ хийлгэнэ. Жил бүр үл хөдлөх тус бүрээр мэргэшсэн үнэлгээний шалгалт хийдэг.</li> <li>Үнэлгээний тайланг ил тод мэдээлж хөрөнгө оруулагчдад тухай бүр тогтмол илгээдэг.</li> </ul>
Хонконг	Ирланд	Австрали
<ul style="list-style-type: none"> <li>REIT-ийн шаардлагын дагуу хөрөнгийн үнэлгээг жилд нэг удаа заавал хийх шаардлагатай.</li> <li>Үнэлгээг олон улсын үнэлгээний стандартын дагуу үнэлгээний бие даасан хараат бус компани хийдэг.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Үл хөдлөх хөрөнгийн сан нь жилд хоёроос доошгүй удаа хараат бус үнэлгээний компаниар сангийн хөрөнгийг зах зээлийн үнээр үнэлүүлэх ёстой.</li> <li>Үнэлгээ хийсний дараа цэвэр хөрөнгийн үнэ цэнийг тодорхойлдог.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Бие даасан тусгай шаардлага байхгүй, Австралийн санхүүгийн үйлчилгээний байгууллагуудад тусгай зөвшөөрөл олгохдоо ашиг сонирхлын зөрчлийг зохицуулдаг хуультай.</li> <li>Хамгийн багадаа 3 жил тутамд хөрөнгийн бие даасан үнэлгээг хийх шаардлагатай.</li> </ul>
Люксембург	АНУ /SEC/	Португал
<ul style="list-style-type: none"> <li>ТУЗ-аас үнэлгээ хийх компанийг баталдаг. Санхүүгийн жилийн эцэст үл хөдлөх хөрөнгийн үнэлгээг хийдэг.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Нээлттэй хөрөнгө оруулалтын сан нь жил бүр аудитаар баталгаажсан санхүүгийн тайланг улирал бүр гаргах шаардлагатай.</li> <li>Үнэлгээ хийхдээ GAAP дагуу цэвэр хөрөнгийг хуримтлагдсан элэгдлийг хассан дүнгээр тооцно.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Хөрөнгө оруулалтын сангийн хөрөнгийн үнэлгээг жил бүр хийх, хараат бус үнэлгээний компаниар хийлгэх, үнэлгээний дараах аргуудаас 2-оос доошгүйг ашиглах ёстой. /харьцуулах арга, өгөөжийн арга, зардлын арга/</li> </ul>

**Хүснэгт 4. Үнэлгээний үнээр худалдах, худалдан авахад гүйлгээ хийх хэмжээ**

Франц	Хонконг	Герман
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Үл хөдлөх хөрөнгө худалдах, худалдан авах арилжааны хувьд хөрөнгийн үнэлгээний үнэ хамаарахгүй. Ямар ч тохиолдолд үл хөдлөх хөрөнгийг зах зээлийн үнээр үнэлнэ.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Хонконгийн REIT-ийн кодексоор худалдах, худалдан авах үнийг хэрхэн тогтоохыг заадаггүй. Талууд арилжааны журмаар тогтоосон үнээс хямд буюу түүнээс дээш үнээр тооцож болно.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Хөрөнгийн үнэлгээ нь нэг жилийн хугацаанд хүчинтэй байна.</li> <li>– Арилжаа хийхээс өмнө зах зээлийн үнэ нь үнэлгээний үнээс хэтрээгүй буюу бага зэрэг давсан тохиолдолд үл хөдлөх хөрөнгийг худалдан авч болно. Харин худалдах үнэ нь зах зээлийн бага тохиолдолд үл хөдлөх хөрөнгө зарахыг зөвшөөрдөг.</li> </ul>
Испани	Португал	Ирланд
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Үнэлгээний компанийн зөвшөөрлөөр үнэлгээнд 3% хүртэл хэлбэлзэл хэрэглэж болно. Энэ үнэ нь тухайн тайланд тусгагдсан зах зээлийн үнээс хэтэрч болохгүй.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Үл хөдлөх хөрөнгийн үнэлгээг хөрөнгийн худалдан авах үнэ болон шинжээчийн үнэлгээний арифметик дунджаар тогтоодог.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Хөрөнгийн үнэлгээний тайлан гаргаснаас хойш зургаан сарын дотор үнэлгээний үнийн дүнгийн 5%-иас доогуур үнээр авах ёстой. Мэргэжлийн хөрөнгө оруулагч болон шаардлага хангасан хөрөнгө оруулагчдад үнэлгээний үнийн дүнгийн 10%-иас хэтрэхгүй хэмжээний үл хөдлөх хөрөнгө худалдаж авах боломжтой бол хөнгөлөлт үзүүлж болно.</li> </ul>
АНУ /SEC/	Их Британи	Люксембург
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Үл хөдлөх хөрөнгийн сангаас үл хөдлөх хөрөнгө худалдаж авах, худалдах үнэд нөлөөлж болох боловч үүнийг зохицуулсан зохицуулалт байхгүй.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Үл хөдлөх хөрөнгийн үнэлгээг хуульд зааснаар жилд нэгээс дээш удаа нягтлан бодох бүртгэлийн стандартын дагуу үнэлэх ёстой.</li> <li>– Үнэлгээний үнийн дүнгийн 105 хувиас дээш үнээр үл хөдлөх хөрөнгө худалдаж авч болохгүй.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Хөрөнгийн үнэлгээ хийснээс хойш зургаан сарын дотор үл хөдлөх хөрөнгийг худалдсан тохиолдолд шинээр үнэлгээ хийх шаардлагагүй. Харин үл хөдлөх хөрөнгийн үнэлгээ огт хийгдээгүй тохиолдолд үл хөдлөх хөрөнгийг худалдах боломжгүй. Зөвшөөрөгдсөн онцгой нөхцөлөөс бусад үед худалдан авалтын үнэ нь холбогдох үнэлгээнээс мэдэгдэхүйц өндөр, борлуулалтын үнэ мэдэгдэхүйц бага байж болохгүй.</li> </ul>

**Үнэлгээ хийхэд нийтлэг тулгардаг асуудлууд:**

- Хангалттай олон давтамжтай үнэлгээ хийхгүй байх
- Хараат бус байдал алдагдах
- Үнэлгээний чанар
- Ашиг сонирхлын зөрчил
- Үнэлгээний зардал өндөр байх
- Үнэлгээний арга
- Үнэлгээ нь зах зээлийн төлбөрийн чадварын баталгааг хангаж чаддаггүй.
- Үл хөдлөх хөрөнгө нь хөрвөх чадвар багатай тул үнэлгээ нь субъектив шинж чанартай байдаг.
- Худалдан авалтын үнэ, үнэлгээний үнийн хооронд хэт их зөрүү үүсэж болзошгүй.
- Хөрөнгө оруулалтын багцын хөрөнгийн үнэ буурах магадлалтай.
- Үл хөдлөх хөрөнгийг үнэлэхэд хэцүү байдаг.



**Үл хөдлөх хөрөнгийн сангийн хувьцааны хөрвөх чадвар, нэгж эрх**

Үл хөдлөх хөрөнгийн нээлттэй сан

- Үл хөдлөх хөрөнгийн нээлттэй сан байгуулахыг зөвшөөрсөн улс орнууд: Австрали, Франц, Герман, Япон, Жерси, Люксембург, Португал, Испани, Швейцар,

Их Британи,

- Зөвшөөрөөгүй улс орнууд: Бразил, Хонконг, Итали, Мексик, Онтарио, Кебек
- Үл хөдлөх хөрөнгийн сан нь нээлттэй эсвэл хаалттай байж болдог улсууд: Нидерланд

**Хүснэгт 5. Үл хөдлөх хөрөнгийн итгэмжлэлийн хөрвөх чадвар**

Герман	Япон	Австрали
– Германы хөрөнгө оруулалтын тухай хуульд зөвхөн үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын сангууд нээлттэй байхаар заасан байдаг. Хаалттай үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын санг зөвшөөрдөггүй.	– Үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын компаниудыг нээлттэй хэлбэрээр байгуулахад хөрөнгө оруулагчийн эргүүлэн авах хүсэлтийг хангахын тулд үл хөдлөх хөрөнгийн багцаа зарах эсвэл хөрвөх чадвартай хөрөнгийн хэмжээг хэт өндөр байлгах шаардлагатай болдог.	– Нээлттэй сан нь: үүсгэн байгуулсан баримт бичигт хөрөнгө оруулагчдын тоо, хөрөнгө оруулах боломжтой үл хөдлөх хөрөнгийн тоо, хөрөнгө оруулалтын хугацаа зэргийн тусгасан, хөрөнгө оруулалтын өгөөжийг нийт хөрөнгийг хүүгийн тоонд хуваах замаар тодорхойлсон тохиолдолд хөрөнгө оруулагч хүүгээ хэдийд ч эргүүлэн авах боломжтой болдог. – “Нээлттэй” эсвэл өөр төрлийн санг үүсгэн байгуулахад үнэ төлбөргүй байдаг.
Хонконг	Ирланд	Итали
– Хаалттай сан хэлбэрээр зохион байгуулагдаж, SENK дээр бүртгэлтэй, арилжаалагдах ёстой.	– Нээлттэй үл хөдлөх хөрөнгийн сангууд хангалттай хөрвөх чадварыг хангаж чадсан тохиолдолд санг эрхэлж болно, гэхдээ энэ нь тийм ч түгээмэл биш юм.	– Италид байрладаг үл хөдлөх хөрөнгийн сангууд нь зөвхөн хаалттай сан байж болно.

**Хүснэгт 6. Хөрвөх чадварын доод хэмжээг тогтоох тусгай зохицуулалт**

Франц	Герман	Ирланд
– 6 сар тутамд 1 удаа буюу жилийн бүрийн 6 сарын 30, 12 сарын 31–ний дотор цэвэр хөрөнгийн үнийг тооцож нийтлэх ёстой.	– Хөрөнгө оруулалтын менежментийн компани нь үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын сангийн цэвэр хөрөнгийн 5–аас доошгүй хувь нь тус сангийн нэрийн өмнөөс төлбөр хийх боломжтой өдөр бүр бэлэн байгаа хөрөнгөд хадгалагдаж байгаа эсэхийг баталгаажуулах ёстой.	– Хөрөнгө оруулалтын сангууд нь хувьцаа эзэмшигчид жижиг хөрөнгө оруулагчдын сангаас доод тал нь сар бүр, мэргэжлийн болон шаардлага хангасан хөрөнгө оруулагчдын сангаас доод тал нь улирал тутам өөрийн нэгжийг эргүүлэн авах хүсэлт гаргахыг зөвшөөрсөн тохиолдолд нээлттэй хөрөнгө оруулалтын сан гэж үзэж болно.

Нидерланд	Португал	Испани
<p>– Нээлттэй сан нь хөрөнгө оруулагчдын хүсэлтээр хувьцаагаа эргүүлэн худалдаж авах боломжтой байх ёстой.</p>	<p>– Хөрвөх чадварын тодорхой доод хэмжээг тогтоох тусгай зохицуулалт байхгүй ч хөрвөх чадварын байнгын доод түвшнийг зөвшөөрөхийн тулд дэлхий даяар боловсруулсан түвшнийг авч үзнэ.</p>	<p>– Хөрөнгө оруулагч жилд 1–ээс доошгүй удаа нэгж хувьцаагаа захиалах эсвэл зарах үед сан хөрвөх чадварыг хангасан байх ёстой.</p> <p>– Үл хөдлөх хөрөнгө нь нийт хөрөнгийнхөө 10–аас доошгүй хувийг бэлэн мөнгө, банкны хадгаламж эсвэл төрийн сангийн богино хугацааны тогтмол орлоготой бүтээгдэхүүнд оруулсан байх ёстой, зөвхөн эргүүлэн авах боломжтой, хөрвөх чадвар сайтай байдаг.</p>
Швейцар	Их Британи	АНУ /SEC/
<p>– Хөрөнгө оруулагчид санхүүгийн жилийн эцэст хөрөнгөө эргүүлэн авах хүсэлт гаргаж болно. Энэ байдлыг тэгшитгэхийн тулд үл хөдлөх хөрөнгийн сангийн нэгжийг банк эсвэл үнэт цаасны дилерээр дамжуулан хөрөнгийн бирж эсвэл биржийн бус зах дээр тогтмол арилжаалж байдаг.</p>	<p>– Нээлттэй сангийн хөрөнгө оруулагчид хөрөнгөө эргүүлэн татах тодорхой тусгай заалт агуулаагүй бол хөрөнгө оруулагчийн хөрөнгийг хөрвөх чадвар сайтай хөрөнгөөр хадгалдаг. Үүнд хамгийн бага тооны хувьцаа олон нийтийн гарт (25%) байх ёстой бөгөөд тэдгээр нь хүлээн зөвшөөрөгдсөн хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй байх ёстой.</p>	<p>– Үнэт цаасны бирж дээр арилжаалагддаг үл хөдлөх хөрөнгийн сангууд нь тухайн биржийн арилжааны хамгийн бага шаардлагыг дагаж мөрддөг. Жишээлбэл, Нью-Йоркийн хөрөнгийн биржид бүртгэлээ хадгалахын тулд үл хөдлөх хөрөнгийн сан ерөнхийдөө сард дунджаар 100,000 ширхэг хувьцаа арилжаалах ёстой. Үл хөдлөх хөрөнгийн бусад сангуудын хувьд холбооны хуулиар тогтоосон хувьцааны хөрвөх чадварыг тодорхой хэмжээгээр баталгаажуулах тусгай журам байдаггүй. Харин үл хөдлөх хөрөнгийн сангууд нь өөрийн хөрвөх чадварыг бий болгож болно.</p>

### Ашиг сонирхлын зөрчил

#### Ёс зүйн дүрэм, компанийн засаглалын кодексын зохицуулалт:

Компанийн засаглалтай холбоотой кодексын тусгай зохицуулалт байхгүй улс орнууд:

- Австрали
- Ирланд
- Люксембург
- АНУ /SEC/

Компанийн засаглалтай холбоотой кодексын тусгай зохицуулалтын журамтай улс орнууд:

- Их Британи
- Япон

Бразил: SVM Харилцагчийн үнэ цэнийн менежментийн дагуу сангийн удирдлагад

хамаарах үүрэг, хариуцлага, хориглох дүрмүүдийг тусгасан байдаг.

Франц: Хамтын хөрөнгө оруулалтын санд хамаарах ашиг сонирхлын зөрчлийн тухай тусгай хуультай, хуульд тухайн байгууллага ашиг сонирхлын зөрчлийг эсрэг хэрэгжүүлэх бодлогыг боловсруулах тухай тусгасан байдаг.

Герман: Германы хөрөнгө оруулалтын менежментийн салбарын төлөөллийн холбооноос гаргасан (BVI Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften e.V.) нарийвчилсан компанийн засаглалын кодексыг гишүүн байгууллагууд дагаж мөрддөг.

Хонконг: REIT-ийн боловсруулсан ашиг сонирхлын зөрчлөөс урьдчилан сэргийлэх эрсдэлийг удирдах тусгай кодексыг дагаж мөрддөг.



**Нидерланд:** Голландын сан ба хөрөнгийн менежментийн холбооноос (DUFAS) засаглалын багц зарчмуудыг хэрэгжүүлдэг бөгөөд хөрөнгө оруулалтын сангуудад нэмэлт зөвлөмж хүргүүлдэг.

**Португал:** Хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй компаниуд засаглалын дүрэмтэй байдаг. Ашиг сонирхлын зөрчлийг хуулийн дагуу зохицуулдаг. Удирдлагын компани нь нэг ба түүнээс дээш хөрөнгө оруулалтын сан эзэмшсэн тохиолдолд ашиг сонирхлын зөрчлөөс сэргийлэн Португалийн үнэт цаасны зах зээлийн хорооноос тусгайлан зохицуулалт хийдэг.

**Кебект:** Бие даасан хяналтын хорооноос гаргасан (IRC) ашиг сонирхлын зөрчилтэй холбоотой тусгай журам үйлчилдэг. Хөрөнгө оруулалтын сангуудад зөвлөмж өгч бүрэн хяналт тавьдаг. Үнэт цаасны тухай хуулийн 109 дүгээр зүйлд: Хөрөнгө оруулалтын сангийн менежер нь сангийн хөрөнгө оруулагчдын эрх ашгийг хамгаалах хүрээнд өөрийн ажлаа хянамгай, хичээнгүй хийж, мэргэжлийн чиг үүргээ үнэнчээр гүйцэтгэнэ гэж заасан байдаг.

**Испани:** Хөрөнгийн менежментийн компаниуд INVERCO-оос боловсруулсан загварын хүрээнд өөрийн загварыг боловсруулж түүнийгээ дагаж мөрддөг. ТУЗ-ийн гишүүд эсвэл хөрөнгийн удирдлагын компанийн дотоод хэлтсээс бүрдсэн бие даасан хороо байх ёстой. Энэхүү хороо нь компанийн үйл ажиллагаа ашиг сонирхлын зөрчил, ёс зүйн дүрэмд тусгагдсан дотоод журамд нийцэж байгаа эсэхийг шалгадаг. Үйл ажиллагааны жилийн тайланд компанийн засаглал, ашиг сонирхлын зөрчлийн талаар авч хэрэгжүүлж буй үйл ажиллагааг хөрөнгө оруулагчдад тайлагнадаг.

## Бие даасан хяналтын байгууллага

Сангийн удирдлага, хөрөнгө оруулагчийн дунд үүсэж болзошгүй ашиг сонирхлын зөрчлийг зохицуулах бие даасан хяналтын байгууллагын зохицуулалт:

- **Австрали:** Ашиг сонирхлыг зохицуулах тусгай бие даасан нэгж байхгүй, Санхүүгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн хуулийн дагуу аливаа гомдлыг шийдвэрлэх дотоод тогтолцоотой байхыг шаарддаг.
- **Бразил:** Үнэт цаас, биржийн хорооноос ашиг сонирхлын зөрчлийг арилгах, түүнд хяналт тавих захиргааны эрхтэй байдаг.
- **Герман:** Хөрөнгө оруулалтын сангийн үнэт цаас, харилцах дансны гүйлгээг кастодиан банк хийдэг. Германы Хөрөнгө оруулалтын тухай хуулийн дагуу кастодиан банк нь хөрөнгө оруулалтын сантай холбоотой хөрөнгө оруулалтын менежментийн компанийн үйл ажиллагаанд хяналт тавьдаг. Мөн кастодиан банк нь хөрөнгө оруулагчдын нэрийн өмнөөс учирч болзошгүй хохирлыг нөхөн төлүүлэх, хөрөнгө оруулалтын сангийн эд хөрөнгөтэй холбоотой нэхэмжлэлийн талаар гуравдагч этгээдэд холбогдох шүүх ажиллагаа явуулах эрхтэй. Кастодиан банканд Холбооны санхүүгийн хяналтын газар / BaFin/ хяналт тавьдаг.
- **Итали:** Компанийн ТУЗ-д гишүүд салбарын холбооноос гаргасан зөвлөмжийн дагуу хяналт хийдэг. Сангийн дүрэмд ихэвчлэн ашиг сонирхлын зөрчил үүсэж болзошгүй нөхцөлд менежментийн компани гүйлгээ хийхээс өмнө сангийн хувьцаа эзэмшигчдийн хурлаас тодорхой зөвшөөрлийг авах зохицуулалттай заалтуудыг байдаг.

**Үл хөдлөх хөрөнгийн өмчлөлийн нэр / хууль ёсны өмчийн бүтэц**

**Хүснэгт 7. Үл хөдлөх хөрөнгийн сангуудын хөрөнгө эзэмшигчийн бүртгэлийн зохицуулалт**

Бразил	Франц	Хонконг
– Үл хөдлөх хөрөнгийн сангийн хөрөнгө нь тусгай зориулалтын компанийн өмчлөлд байна.	– OEREF-ийн дагуу хөрөнгийг ХОМК нэр дээр бүртгэдэг. Мөн хөрөнгийн бүртгэлд ХОМК-ийн эзэмшигчдийг тодорхой зааж өгөх ёстой.	– REIT-ийн хөрөнгийг итгэмжлэгдсэн төлөөлөгч нь сангийн хөрөнгийг эзэмшдэг. Итгэмжлэгдсэн төлөөлөгчийг хувьцаа эзэмшигчдийн шийдвэрээр сонгодог. REIT-ийн хөрөнгийг итгэлцлээр хадгалах үүрэгтэй.
Герман	Япон	Ирланд
– Үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын сангийн үл хөдлөх хөрөнгө нь ХОМК-ийн хууль ёсны өмч байдаг.	– Бодит хөрөнгийг сангийн нэр дээр бүртгэдэг. Харин итгэлцэл болон үнэт цаасыг итгэмжлэгдсэн төлөөлөгчийн нэр дээр бүртгэдэг.	– Хөрөнгө оруулалтын сангийн хөрөнгийг кастодиан банкны нэр дээр бүртгэдэг. Мөн сангийн өөрийн нэр дээр болон сангийн охин компанийн нэр дээр бүртгэх тохиолдол ч бий. – Өмчийг зарах болон бусдад шилжүүлэхийг хязгаарласан зохицуулалттай.
Итали	Их Британи	Люксембург
– Италийн хууль тогтоомж дагуу сангийн хөрөнгө нь үргэлж сангийн нэр дээр хадгалж, бүртгэдэг.	– Үл хөдлөх хөрөнгийн сангийн хөрөнгийг сангийн нэр дээр эзэмшиж, бүртгэдэг.	– Үл хөдлөх хөрөнгийн сангийн хөрөнгийг хамтын хөрөнгө оруулалтын аж ахуйн нэгжийн нэр дээр бүртгэдэг. Хамтын хөрөнгө оруулалтын аж ахуйн нэгжийн хөрөнгө оруулалт хийж буй үл хөдлөх хөрөнгийн өмчлөлийн баримт бичгийг зохих журмын дагуу хадгалахыг кастодиан банк хариуцдаг.
Испани	Швейцар	АНУ-ын SEC
– Үл хөдлөх хөрөнгийн сангийн санхүүгийн хөрөнгийг Хадгаламжийн байгууллагад, санхүүгийн бус хөрөнгийг үл хөдлөх хөрөнгийн сангийн нэрээр хөрөнгийн бүртгэлд бүртгэнэ.	– Хөрөнгө оруулалтын сангийн хувьд үл хөдлөх хөрөнгийн сангийн хөрөнгийг ихэвчлэн ХОМК-ийн нэр дээр бүртгэдэг. SICAV хэлбэрийн үл хөдлөх хөрөнгийн сангийн хөрөнгийг SICAV-ийн нэр дээр бүртгэнэ.	– Үл хөдлөх хөрөнгийн сан нь хөрөнгөө шууд эзэмшдэг. Зарим үл хөдлөх хөрөнгийн сангууд хөрөнгөө шууд бусаар эзэмшихийн тулд түншлэлийг ашигладаг. Түншлэлийн хүрээнд сан нийт хөрөнгийг дийлэнх хувийг эзэмших үүрэгтэй.



## V. ҮЛ ХӨДЛӨХ ХӨРӨНГИЙН ӨНӨӨГИЙН ОРЧИН

Монгол Улсад үл хөдлөх хөрөнгийн хувьд барилгын компаниудын тусгай зөвшөөрөл, барилгын чанарыг Барилга, хот байгуулалтын яам хариуцаж, Барилгын тухай хуулиар зохицуулагддаг. Харин барилга баригдах хугацааны хувьд зохицуулалтгүй. Түүнчлэн Үл хөдлөх хөрөнгө зуучлалын салбар нь 2020 оноос тусгай зөвшөөрөлтэйгөөр үйл ажиллагаа эрхлэх боловч салбарын хуульгүй тул нарийвчилсан эрхзүйн орчин шаардлагатай. Нэг үгээр хэлбэл үл хөдлөх хөрөнгийн салбар нь үйлчлүүлэгчийн эрх ашгийг хамгаалах зохицуулалт сул тул үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын сангийн эрхзүйн орчныг бүрдүүлэхдээ дээрх хүчин зүйлсийг харгалзах шаардлагатай. Үүнд:

- Дуусаагүй барилгад хөрөнгө оруулалт хийх нөхцөл, шалгуурыг тогтоох
- Ашиг сонирхлын зөрчлийг удирдах
- Хөрвөх чадварын харьцааг зохистой тогтоох

### REIT-ийн өмчлөлийн бүтэц:

1. Хувьцаа эзэмшигчид/хөрөнгө оруулагчид: Хувь хүн, байгууллагын хөрөнгө оруулагчид болон бусад аж ахуйн нэгжүүд хөрөнгийн зах зээл дээр REIT-ийн хувьцааг худалдан авах боломжтой. Хувьцаа бүр нь REIT-ийн хувь эзэмшлийн хувийг илэрхийлдэг.
2. Нийтэд арилжаалагддаг REITs: Олон REIT-ийг хөрөнгийн бирж дээр олон нийтэд арилжаалдаг тул хөрөнгө оруулагчдад хувьцаагаа хялбархан худалдаж авах, худалдах боломжийг олгодог. Олон нийтэд арилжаалагддаг REIT-үүд нь АНУ-ын Үнэт цаас, биржийн хороонд (SEC)

тогтмол санхүүгийн тайлан гаргах зэрэг зохицуулалтын шаардлагуудыг дагаж мөрддөг.

3. Хувийн REITs: Зарим REIT нь олон нийтэд арилжаалагддаггүй бөгөөд хувийн эзэмшилд байж болно. Ийм тохиолдолд өмчлөх эрх нь ихэвчлэн итгэмжлэгдсэн хөрөнгө оруулагчид эсвэл байгууллагуудын жижиг бүлэгт хязгаарлагддаг.
4. Менежмент: REIT-ийн өдөр тутмын үйл ажиллагааг ТУЗ болон гүйцэтгэх захирлууд удирддаг. Удирдах зөвлөл нь REIT-ийн зорилгод нийцсэн шийдвэр гаргах, зохицуулалтын шаардлагыг дагаж мөрдөх үүрэгтэй.
5. Орлогын хуваарилалт: REIT-ийн нэг гол онцлог нь орлогынхоо нэлээд хэсгийг хувьцаа эзэмшигчдэд ногдол ашиг хэлбэрээр хуваарилах үүрэгтэй. Орлогын энэхүү хуваарилалт нь хөрөнгө оруулагчдад томоохон хөшүүрэг бөгөөд татварын зохицуулалтын дагуу REIT статусыг хадгалахад тавигдах шаардлага юм.
6. Татварын бүтэц: REIT-үүд нь татварын зорилгоор дамждаг аж ахуйн нэгжийн бүтэцтэй. Энэ нь итгэлцэл өөрөө холбооны орлогын албан татвар ногдуулдаггүй гэсэн үг юм. Харин орлогыг хувьцаа эзэмшигчдэд шилжүүлж, хуваарилсан орлогынхоо татварыг төлөх үүрэгтэй.

Хувьцаа эзэмшигчид REIT-ийг хамтад нь эзэмшдэг ч тэд итгэлцлийн эзэмшиж буй үл хөдлөх хөрөнгийн тодорхой хөрөнгөд шууд хяналт тавьдаггүй гэдгийг анхаарах

нь чухал юм. Удирдлагын баг болон ТУЗ нь хөрөнгө оруулалтын шийдвэр гаргах, үл хөдлөх хөрөнгийн менежмент болон бусад үйл ажиллагааны асуудлыг хариуцдаг.

REIT-д хөрөнгө оруулагчид ногдол ашиг хүртэх боломж, үл хөдлөх хөрөнгийн төрөлжүүлсэн багцад хөрөнгө оруулах чадвараас ашиг тус хүртэж, үл хөдлөх хөрөнгийг шууд эзэмших, удирдахгүйгээр үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгийн төрөлжсөн багцад хөрөнгө оруулах боломжтой. Хувь хүмүүс REIT-д хөрөнгө оруулахаасаа өмнө түүний хөрөнгө оруулалтын стратеги, эрсдэлийн хүчин зүйлс, гүйцэтгэлийг ойлгохын тулд итгэлцлийн танилцуулга, санхүүгийн тайлан болон бусад холбогдох мэдээллийг сайтар судалж үзэх хэрэгтэй.

### **Дагаж гарч байгаа үйлчилгээ зохицуулалт-Менежментийн үйлчилгээ**

Үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын итгэмжлэл (REIT) болон түүний зохицуулалтын хүрээнд цэвэрлэгээний үйлчилгээний талаарх тусгай зохицуулалтыг тодорхой заагаагүй боловч холбогдох хууль тогтоомж, дүрэм журам, бизнесийн ухаалаг үйл ажиллагааг бүхэлд нь дагаж мөрдөх нь чухал юм.

#### **1. Үйл ажиллагааны нийцэл:**

- Цэвэрлэгээний үйлчилгээний зохицуулалт нь эрүүл мэнд, аюулгүй байдал, байгаль орчны стандарттай холбоотой орон нутгийн, муж улсын болон холбооны холбогдох дүрэм журамд нийцэж байгаа эсэхийг баталгаажуулах. Үүнд Хөдөлмөрийн аюулгүй байдал, эрүүл мэндийн удирдлагын (OSHA) удирдамж болон бусад холбогдох дүрэм журмыг дагаж мөрдөх зэрэг багтаж болно.

#### **2. Түрээслэгчийн гэрээ:**

- Түрээслэгчийн гэрээг хянан үзэж, үл хөдлөх хөрөнгийн засвар үйлчилгээ, цэвэр байдал, дундын талбайтай холбоотой аливаа заалттай холбоотой хариуцлага, үүргийг тодорхойлох. Цэвэрлэгээний үйлчилгээний зохицуулалт нь эдгээр гэрээний үүрэгт нийцсэн байх ёстой.

#### **3. Төсөв болон санхүүгийн нийцэл:**

- Цэвэрлэгээний үйлчилгээтэй холбоотой зардлыг REIT-ын санхүүгийн ерөнхий бүтцэд зохих ёсоор төсөвлөж, хуваарилах. Санхүүгийн тайлангийн ил тод байдал нь хууль тогтоомжийг дагаж мөрдөх, хөрөнгө оруулагчдын харилцаанд чухал ач холбогдолтой.

#### **4. Байгаль орчны тогтвортой байдал:**

- Цэвэрлэгээний үйлчилгээний зохион байгуулалтад байгаль орчинд ээлтэй практикийг тусгах талаар авч үзэх хэрэгтэй. Зохицуулалтын шаардлага байх албагүй ч байгаль орчинд ээлтэй үйл ажиллагаа нь тогтвортой байдлын өргөн хүрээний зорилтуудтай нийцэж, REIT-ийн нэр хүндийг өсгөж чадна.

#### **5. Даатгал ба хариуцлага:**

- Цэвэрлэгээний үйлчилгээ үзүүлэгч нь зохих даатгалд хамрагдаж, хариуцлагын асуудлыг гэрээний зохицуулалтад тусгасан эсэхийг шалгах. Энэ нь REIT-ийг цэвэрлэх үйлчилгээтэй холбоотой хууль эрх зүйн асуудлаас хамгаалахад тусалдаг.

#### **6. Чанарын баталгаа ба баримт бичиг:**

- Цэвэрлэгээний үйлчилгээний чанарыг баталгаажуулах, үе үе хяналт шалгалт



хийх, баримтжуулах тогтолцоог бүрдүүлнэ. Шууд зохицуулалтын шаардлага биш ч гэсэн нарийн баримтжуулалт нь аудит хийх, эд хөрөнгийн засвар үйлчилгээний өндөр стандартыг хангах гэх мэт.

#### 7. Онцгой байдлын үед авах арга хэмжээний төлөвлөлт:

- Асгарсан, осол аваар, яаралтай анхаарал хандуулах шаардлагатай бусад тохиолдлууд гэх мэт яаралтай цэвэрлэгээ хийх төлөвлөгөөг боловсруулах. Энэхүү идэвхтэй арга нь аюулгүй байдал, зохицуулалтыг дагаж мөрдөхөд хувь нэмэр оруулдаг.

#### 8. Гэрээнд нийцсэн байдал:

- Цэвэрлэгээний үйлчилгээ эрхлэгчтэй байгуулсан гэрээ нь хууль тогтоомж, зохицуулалтын стандартад нийцэж байгаа

эсэхийг шалгах. Гэрээ нь ойлгомжтой, цогц, хуулийн дагуу хэрэгжих боломжтой байх ёстой.

#### 9. Түрээслэгчийн харилцаа холбоо:

- Цэвэрлэгээний хуваарь, аливаа тасалдал, тэдний үүрэг хариуцлагын талаар түрээслэгчидтэй нээлттэй харилцах шугамыг хадгалах. Тодорхой харилцаа холбоо нь үл ойлголцол үүсэхээс сэргийлж, түрээслэгчийн эерэг туршлагыг баталгаажуулдаг.

#### 10. Тогтмол аудит, шалгалт:

- Цэвэрлэгээний үйлчилгээний зохицуулалтын үр нөлөө, дүрэм журамд нийцэж байгаа эсэх, REIT-ийн зорилгод нийцэж байгаа эсэхийг үе үе хянаж, аудит хийнэ. Энэхүү байнгын үнэлгээ нь тасралтгүй сайжруулахад хувь нэмэр оруулдаг.

## САНАЛ, ДҮГНЭЛТ

1. Хөрөнгө оруулалтын сангийн тухай хуульд REIT-ийн эрхзүйн зохицуулалтыг нэмж тусгах нь зүйтэй.
2. Хамтын нээлттэй хөрөнгө оруулалтын санг үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулахыг хориглох. Үл хөдлөх хөрөнгийн эрхзүйн орчин нарийн бүрдээгүй, мөн Ром–Германы хуулийн системтэй.
3. REIT хөрвөх чадварыг хангахын тулд хамгийн багадаа хэдэн үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулах, нэг үл хөдлөх хөрөнгөд хөрөнгө оруулах хэмжээ сангийн хөрөнгийн хэдэн хувиас хэтрэхгүй байх, баригдаж байгаа барилга, ипотекийн зээлийн болон барьцаанд байгаа хөрөнгөд хэдэн хувийг оруулах зэргийг журамд нарийн зааж оруулах.
4. Хөрөнгийн багц бүрдүүлэхэд сангийн хөрөнгийн хэдэн хувийг үл хөдлөх хөрөнгөд, хэдэн хувийг хөрвөх чадвартай хөрөнгөд хөрөнгө оруулахыг зааж өгөх.
5. Хөрөнгийг зах зээлийн үнээр үнэлэх, тусгай мэргэжлийн хөрөнгийн үнэлгээний компаниар хийлгэх. Хөрөнгийг үнэлгээг улирал тутам хийх.
6. Зээлээр санхүүжих зохицуулалт оруулбал зөвшөөрөгдөх хувь хэмжээг тусгах.
7. Сангийн удирдлагад мэргэшсэн албан хаагчийг томилох.
8. Үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын сангийн мэдээллийг олон нийтэд ил тод мэдээлэх, хөрөнгө оруулагчийн эрх ашгийг хамгаалах, эрсдэлийг удирдах зорилгоор сангийн танилцуулгад мэдээллийн ил тод байдлын журмын дагуу мэдээллээ улирал бүр ирүүлэхээр зохицуулах.
9. СЗХ–ноос баталсан Компанийн засаглалын кодексийг тусгай зориулалтын компаниуд дагаж мөрдөх, кодексийн хэрэгжилттэй холбоотой тайланг жилийн үйл ажиллагааны тайландаа тусган хөрөнгө оруулагчдад мэдээлэх
10. Үл хөдлөх хөрөнгийн сангийн хөрөнгийг тухайн сангийн нэр дээр бүртгэж, эзэмших. Хэрвээ сангийн нэр дээр тухайн сангийн хөрөнгийг бүртгээгүй бол хөрөнгө оруулагчийн эрх ашгийг хамгаалж холбогдох газарт бүртгүүлэхийг шаардах,
11. ХОМК сангийн хөрөнгийг захиран зарцуулах эрхийг хязгаарлах, хэрвээ зарцуулах тохиолдолд хөрөнгө оруулагчдын саналыг авах эрх зүйн зохицуулалтыг бий болгох.
12. Ноогдол ашиг хуваарилах хамгийн бага хөрөнгийн хэмжээг сангийн дүрмээр тогтоох.
13. Компанийн ТУЗ–аас тусгай зөвлөмжийн дагуу бие даасан хяналтын байгууллагаар дамжуулан ашиг сонирхлын зөрчлийг удирдах, хянах.
14. Үл хөдлөх хөрөнгийн сангийн хууль ёсны өмчлөгч нь тусгай зориулалтын компани байна.



## АШИГЛАСАН МАТЕРИАЛ

1. REVIEW of the REGULATORY ISSUES RELATING to REAL ESTATE FUNDS REPORT of the TECHNICAL COMMITTEE of the INTERNATIONAL ORGANIZATION of SECURITIES COMMISSIONS. 2008, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD275.pdf>
2. Martin, William L. "Federal Regulation of Real Estate Investment Trusts: A Legislative Proposal." University of Pennsylvania Law Review, vol. 127, no. 2, Dec. 1978, p. 316, scholarship. law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4837&context=penn\_law\_review, <https://doi.org/10.2307/3311701>.
3. Ng'ati, Martin, and Machira. UNIVERSITY of NAIROBI SCHOOL of LAW MASTER of LAWS COLLEGE of HUMANITIES and SOCIAL SCIENCES ASSESSING KENYA'S LEGAL FRAMEWORK on REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS (REITS): MAKING a CASE for MORTGAGE REITS, [http://erepository.uonbi.ac.ke/bitstream/handle/11295/104576/Ng%E2%80%99ati\\_Assessing%20Kenya%E2%80%99S%20Legal%20Framework%20On%20Real%20Estate%20Investment%20Trusts%20%28Reits%29.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://erepository.uonbi.ac.ke/bitstream/handle/11295/104576/Ng%E2%80%99ati_Assessing%20Kenya%E2%80%99S%20Legal%20Framework%20On%20Real%20Estate%20Investment%20Trusts%20%28Reits%29.pdf?sequence=1&isAllowed=y)
4. Nareit. "REITs by the Numbers." Nareit, 2019, [www.reit.com/data-research/data/reits-numbers](http://www.reit.com/data-research/data/reits-numbers). <https://www.reit.com/data-research/data/reits-numbers>
5. <https://rak.co.ke/legal-framework-governing-real-estate-investment-trusts-reits-in-kenya>