

ОЦЕНОЧНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

№2 | 07 2010

*Массовая,
индивидуальная,
восточная*

Многофункциональность:
недвижимость vs бизнес

Экономический
износ

Импорт
оценочных
технологий

Стоимость
истории

Незыблемые активы – объекты недвижимости



ЖУРНАЛ О ТОМ, КАК ЭФФЕКТИВНО УПРАВЛЯТЬ СТОИМОСТЬЮ

Легенда о мирном деривативе, или Кому сегодня нужны финансовые инструменты в недвижимости?

По прошествии почти трех лет рыночной нестабильности ситуация на рынках недвижимости отдельных стран начинает налаживаться, тогда как российские инвесторы все еще находятся на стадии выявления стоимостного потенциала активов, предлагающихся на рынке. Размышления о том, чего не хватает игрокам для совершения сделок, авторы статьи предлагают как продолжение дискуссии, начатой в рамках VIII ежегодного Саммита Института Адама Смита «Недвижимость в России».

МЕЖДУ СЦИЛЛОЙ И ХАРИБДОЙ: ПОЧЕМУ НЕДОСТАТОК ИНСТРУМЕНТОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА РЫНКЕ НЕДВИЖИМОСТИ СТОЛЬ ЖЕ РАЗРУШИТЕЛЕН, КАК И ИХ ИЗБЫТОК?

Скальпель, пинцет, зажим – традиционный набор инструментов, которые виртуозно сменяются в руках опытного врача в столь популярных в последнее время кинокартинах про медицину. Использование каждого в отдельности и всех вместе хорошо иллюстрирует необходимость владения разнообразными техниками, которые, в свою очередь, становятся доступны во многом благодаря наличию тех самых правильных инструментов, позволяющих своевременно и адекватно подходить к решению соответствующих задач в каждый конкретный момент времени. Как ни странно, но пример из далеко не смежной с недвижимостью отрасли весьма точно описывает парадокс, который сложился в последние годы на российском рынке инвестиций в недвижимость.

Практически с первого дня турбулентности на западных рынках ученые и практики во всем мире точно указали на причину, потянувшую рынки недвижимости вниз. Ответственность была возложена на оторвав-

шийся от реальной экономики рынок производных инструментов на базе активов в недвижимости. В чем же здесь парадокс? В том, что на Западе рынок «свалил» избыток инструментов, обеспечивающих многообразие форм инвестирования в недвижимость, по сравнению с базовыми активами. В российской действительности все наоборот – недостаток правильных инструментов инвестирования, отвечающих текущим задачам разных групп инвесторов, не позволял рынку устойчиво развиваться.

Столь популярный в западной среде эпигет «коробка с инструментами» для российских инвесторов в недвижимость сводится к молотку и гвоздям. К сожалению, эти универсальные предметы в большинстве случаев не подходят для индивидуальных потребностей инвесторов, которые напрямую зависят от целей их присутствия на рынке недвижимости. Так, инвесторов можно разделить на две большие группы – в зависимости от инвестиционной мотивации.

СПРИНТЕРАМ НУЖНА ЛИКВИДНОСТЬ

Первая группа – это инвесторы, для которых важна скорость сделки. Они вкладывают денежные средства в проект, но самое главное для них – быстро продать свою долю в нем, как только объект выйдет на необходимый уровень доходности, чтобы в дальнейшем вложить прибыль в новые проекты.

До недавнего времени большинство реальных инвестиций в недвижимость осуществлялось путем совершения сделок с недвижимостью как реальным активом. В качестве примера здесь можно привести как приобретение индивидуальными инвесторами инвестиционной жилой недвижимости в крупных городах, так и сделки с участием малых / средних компаний по диверсификации рисков за счет покупки отдельных активов в коммерческой недвижимости. Мотивацией для таких сделок становился положительный конъюнктурный фон, который создавал сти-

мулы для вхождения на рынок все большего числа игроков. При этом нужно заметить, что резкие ценовые всплески в период 2006–2008 гг. создавали ярко спекулятивный ажиотаж краткосрочного инвестирования.

В то же время для вхождения на рынок недвижимости с коротким или средним горизонтом планирования существуют инструменты фондового рынка. Но даже если считать, что в период роста экономики к бумагам отдельных публичных девелоперских компаний наблюдался устойчивый интерес со стороны портфельных инвесторов, то и в случае «нишевой» стратегии девелопера, и в случае диверсифицированного портфеля инвестору сложно было получить нужную комбинацию объемов присутствия на рынке и приемлемого риска инвестирования.

Тем более сложным представляется выбор объектов инвестирования на кризисном рынке недвижимости. В таких условиях большая часть проблем инвесторов связана с нежеланием / неспособностью «выйти» из реальных активов по ценам, сложившимся на фоне слабой конъюнктуры. С другой стороны, даже при фиксации убытков по сделкам с реальными активами или входе на рынок «с нуля» выбор альтернативных стратегий инвестирования в секторе недвижимости затруднен, поскольку степень доверия игроков (особенно индивидуальных инвесторов) к реальным активам выше, чем к финансовым. Кроме того, инвестируя в крупные компании на рынке недвижимости, для получения максимального потенциала роста стоимости в текущих условиях бывает недостаточно выбора акций или облигаций компании.

Так, в качестве примера можно привести данные о состоянии портфеля одного из крупнейших девелоперов жилой недвижимости – ГК «ПИК» (см. рисунок 1). На фоне вновь растущих цен на жилую недвижимость московского региона, которая упорно стремится к среднему уровню 4500 долл. США за квадратный метр, показатели стоимости портфеля жилых объектов ГК «ПИК»



Семен Фомин,
аналитик, старший научный
сотрудник группы
инвестиционных решений
CLEVER Lab



Исмаил Акм,
независимый финансовый
консультант, бывший глава
департамента реструктуризации
«Ситибанк», Лондон

в Москве, составляющие менее 1000 долл. США/кв. м, могут показаться вполне привлекательными. Дополнительным стимулом для инвестора могло бы послужить то, что 70% стоимости портфеля генерируется 10 крупнейшими проектами, большинство из которых сосредоточено в Москве. Однако неспособность кристаллизовать стоимость наиболее успешных проектов и выделить из портфеля элементы, «разрушающие» стоимость, вполне могут послужить причиной выбора вариантов реальных инвестиций в квартиры в Москве. Последние, в свою очередь, в минувшем полугодии демонстрировали устойчивый рост.

СТАЙЕРАМ НУЖНА УСТОЙЧИВОСТЬ

Ко второму типу инвесторов можно отнести институциональных инвесторов. Их отличает вдумчивый подход к выбору объекта инвестирования. Их главная цель – увеличение стоимости объекта на рынке в долгосрочной перспективе с возможностью его дальнейшей перепродажи. Институциональные инвесторы заинтересованы вкладывать средства только в первоклассные объекты недвижимости, то есть в здания, удачно расположенные, отличающиеся высокими качественными характеристиками, современными инженерными системами, а также заполненными арендаторами с устойчивой платежеспособностью. Это так называемые объекты инвестиционного класса, способные долгие годы обеспечивать своих владельцев стабильными денежными потоками.

Как выяснилось в период активных попыток «запустить» рынок сделок в минувшем году, даже в условиях такого мегаполиса, как Москва, на текущий момент объектов недвижимости высокого инвестиционного класса оказались единицы. И еще меньше в их числе тех объектов, которые подходили бы инвесторам по критерию «tradability» (пригодность для совершения сделки), а также таким параметрам, как

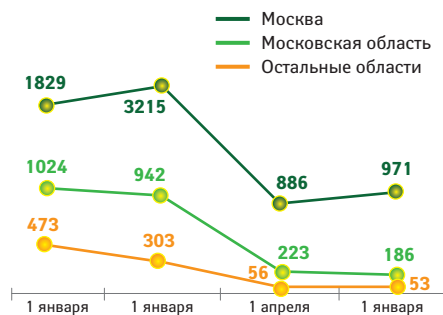
расположение, размер, ставка доходности и проч. Оказывается, и в случае институциональных игроков возможности вхождения на российский рынок недвижимости явно сужены.

Так, по данным компании Cushman & Wakefield, в 2009 г. было зафиксировано порядка 20 крупных сделок с коммерческой недвижимостью на фоне общего объема инвестиций на рынке в 2,27 млрд долл. США. При ближайшем рассмотре-

тельно занимающиеся проектами в недвижимости.

Говоря о сделках с участием зарубежных фондов и/или других институциональных инвесторов, за минувший год таких примеров были отмечены единицы. При этом сразу после первых признаков коррекции на фондовом рынке большинство зарубежных и российских фондов открыли инвестиционные лимиты для совершения сделок на российском рынке недвижимости. Как уже отмечалось, на текущем этапе сдерживающим фактором для институциональных инвесторов может являться как недостаточно привлекательная экономика конкретных активов, рассматриваемых в качестве потенциальных приобретений, так и препятствия в адекватном структурировании сделок с использованием альтернативных прямым покупкам инструментов.

Рисунок 1. Динамика изменения стоимости портфеля ГК «ПИК» в зависимости от географии, рыночная стоимость кв. м в долл. США



Источник: данные компании, оценка CBRE

нии участников сделок со стороны покупателя (часто приобретателя права на актив в рамках обращения взыскания на предмет залога) можно заметить крупные финансово-кредитные учреждения или российские группы компаний, самостоя-

АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ДАЮТ ВЫБОР

По опыту западных стран можно заключить, что инвестиции в недвижимость могут носить совершенно разные формы: прямых инвестиций в реальные активы, косвенных инвестиций в реальные активы (инвестиционные фонды открытого / закрытого типа; инвестиционные трасты в недвижимость / REIT), а также производных финансовых инструментов. Основные параметры инструментов, позволяющие обеспечить присут-

Таблица 1. Некоторые заявленные планы инвестиций на рынке недвижимости

Фонд	Размер планируемых инвестиций, млн долл. США	Юридическая форма	Стратегия
Fleming Family & Partners, Russia Real Estate Ltd.	60	Частный фонд закрытого типа	Приобретение высококачественных объектов в Москве
Eastern Property Holdings	35	Публичная компания	Приобретение существующих и строящихся жилых и офисных проектов
Torus real estate fund	90	Н.Д.	Приобретение объектов в Москве и Санкт-Петербурге

Источник: VIII ежегодный Саммит Института Адама Смита «Недвижимость в России»

ствие инвестора на рынке недвижимости, приведены в таблице 2.

Прямые инвестиции в активы на рынке недвижимости (инвестиции в квадратные метры) представляют собой «длинную» инвестиционную позицию, которая рассчитана на инвесторов со среднесрочной или долгосрочной стратегией (5 лет и дольше). Основная причина такого выбора состоит в осознании низкой ликвидности недвижимости как класса активов и, как следствие, значительных издержек, связанных с ее реализацией. Таким образом, для того, чтобы заработать на инвестициях, в проекте нужно находиться длительное время. При этом традиционно считается, что даже в период спада на рынке инвестиционная позиция в недвижимости имеет ряд преимуществ: является менее рискованной, нежели вложения в другие активы, слабо коррелирует с поведением других классов активов; а также генерирует арендный доход. Однако события последнего цикла на рынке недвижимости показали, что ошибочно думать о не-

движимости как о низкорисковом инструменте.

Сегодня недвижимость (квадратные метры) является в мире самым большим классом активов. Это означает, что она несет в себе наиболее значительный риск не только в масштабах сектора национальной эконо-

мик. Являясь дополнительным инструментом для обеспечения присутствия инвесторов на рынке недвижимости, производные инструменты концептуально конкурируют с другими формами инвестиций. По этой причине имеет смысл отметить отдельные преимущества и недостатки использо-

ХЕДЖИРОВАНИЕ МОЖЕТ ПРОИСХОДИТЬ КАК НА ПОСТОЯННОЙ, ТАК И НА ПЕРИОДИЧЕСКОЙ ОСНОВЕ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ЦЕЛЕЙ В КОНКРЕТНОМ ПЕРИОДЕ. В РЕЗУЛЬТАТЕ ПОКАЗАТЕЛИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ДЕРИВАТИВОВ СОВМЕЩАЮТСЯ С ПОКАЗАТЕЛЯМИ САМОГО ХЕДЖИРУЕМОГО ПОРТФЕЛЯ.

мики, но и в масштабах экономики в целом. Примечательно, что, согласно опросу, проведенному среди одной из наиболее весомых групп институциональных инвесторов – пенсионных фондов США, два наиболее значительных фактора риска, которые плохо поддаются управлению на уровне реальных активов, – риски ликвидности и общеэкономической нестабильности (см. рисунок 2).

В то же время названные выше риски хорошо поддаются управлению с помощью де-

вания этих инструментов. К достоинствам деривативов можно отнести: минимальные расходы на совершение сделки; низкие, в отличие от прямых инвестиций в недвижимость, затраты на управление; высокую ликвидность и способность к оборачиваемости на рынке; дешевые возможности диверсификации портфеля; а также возможности хеджирования за счет открытия «коротких» позиций. Из недостатков производных инструментов можно назвать: риски, которые

Таблица 2. Основные параметры инструментов, позволяющие обеспечить присутствие инвестора на рынке недвижимости

	Прямые инвестиции в недвижимость	Незарегистрированные фонды инвестиций в недвижимость	Зарегистрированные паевые фонды/REITs	Производные инструменты/деривативы
Ликвидность	Низкая. На растущем рынке продажа объекта недвижимости может занимать от одного квартала. В условиях слабого рынка некоторые активы реализуются годами	Низкая – средняя. Фонды позволяют осуществлять погашение с фиксированным сроком для уведомления, в то же время при определенных обстоятельствах имеют право откладывать погашения. В целом неликвидны, могут торговаться с дисконтом/премией к СЧА	Высокая. Торгуются ежедневно, как акции любой публичной компании	Средняя. В большинстве стран рынок только формируется, торговля ведется ежедневно. Менее ликвидные, чем акции публичных компаний, но более ликвидные, нежели прямые инвестиции в недвижимость или незарегистрированные фонды
Волатильность	Низкая. Сглаживание оценочных значений приводит к меньшей волатильности	Низкая – средняя. В зависимости от фонда (а также величины левериджа) волатильность на основе динамики СЧА схожа с динамикой индексов в недвижимости	Высокая. Связана с волатильностью рынка акций	Средняя – высокая. Стоимостные значения с учетом корректировки по рынку будут зависеть от рыночных ожиданий
Диверсификация	Низкая. Требуется большой портфель, чтобы добиться диверсификации рисков, специфических для недвижимости	Средняя – высокая. В зависимости от фонда, но обычно диверсифицированный портфель активов	Средняя – высокая. В зависимости от компании, но обычно диверсифицированный портфель активов	Высокая. Обычно связана с полностью диверсифицированным индексом на рынке недвижимости
Корреляция показателей отдачи с базовым активом	–	Средняя – высокая. В зависимости от фонда волатильность на основе динамики СЧА схожа с динамикой индексов в недвижимости	Низкая. В краткосрочном периоде больше коррелирована с рынком акций, чем с прямыми инвестициями в недвижимость	Низкая. Первоначальная цена и стоимостные значения с учетом корректировки по рынку будут зависеть от рыночных ожиданий. Однако если держать до погашения, отдача связана с динамикой индекса
Цена совершения сделки	Высокая. В разных случаях для разных стран может составлять 2%–6%	На первичном рынке связана со стоимостными показателями объекта недвижимости. Обычно предлагается по уровню СЧА +5% и покупается по уровню СЧА –1.5%. На вторичном рынке торгуется с премией/дисконтом к СЧА в зависимости от рыночных ожиданий	Низкая. Спред между ценой предложения и покупки, комиссия брокера, налоги	Низкая

Источник: Investment Property Forum

связаны с изменением стоимостных значений инструмента в зависимости от рыночных ожиданий иначе, чем по базовому индексу; кредитные риски контрагента при определении денежных потоков от производных инструментов; недостаточную развитость рынка деривативов для совершения сделок большого объема; риск низкого качества индексов, лежащих в основе производных инструментов.

Отметим, что одним из наиболее ценных преимуществ производных инструментов является возможность их использования для построения стратегий хеджирования портфеля. Хеджирование может происходить как на постоянной, так и на периодической основе в зависимости от целей в конкретном периоде. В результате показатели использования деривативов совмещаются с показателями самого хеджируемого портфеля. В качестве примера можно привести данные о том, как вовремя использованная стратегия позволила защитить инвестиционный портфель от падения на рынке недвижимости в 2006–2009 гг. (см. рисунок 3).

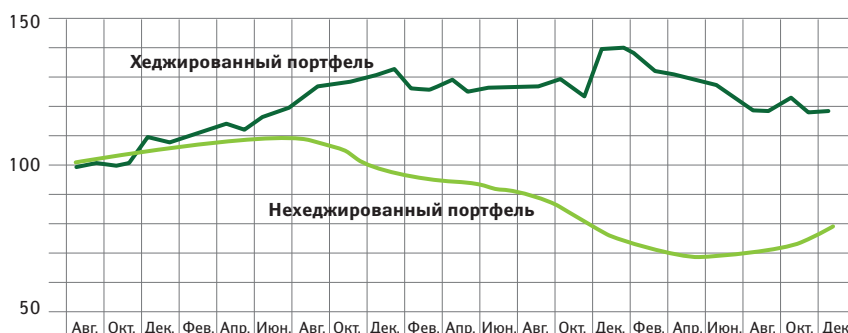
На текущий момент два наиболее развитых региона с точки зрения использования производных инструментов на рынке недвижимости – это Великобритания и США. В первом случае инвесторам предлагается большой объем инструментов в коммерческой недвижимости (по данным RBS на конец 2008 г. объем сделок с деривативами составлял порядка 8 млрд фунтов стерлингов), во втором – в жилой. До кризиса степень развитости деривативов в указанных странах можно было объяснить активной образовательной ком-

Рисунок 2. Наиболее существенные риски, свойственные недвижимости



Источник: Royal Bank of Scotland на основе опроса пенсионных фондов США

Рисунок 3. Сравнение результатов при использовании хеджирования с нехеджированным портфелем недвижимости в период 2006–2009 гг.



Источник: PRUPIM, ICAP, CBRE / GFI, IPD

панией (по разным оценкам, Великобритания оказалась на несколько лет впереди континентальной Европы и США с точки зрения внедрения культуры использования производных инструментов среди профессионалов

на рынке недвижимости), а также качеством индексов, которые в случае работы с производными инструментами должны достаточно точно отражать реальную ситуацию на рынке соответствующих активов.

С приходом мирового кризиса доверие ко всем сложным инструментам, далеким от реальной экономики, естественным образом пошатнулось. Не стоит отрицать, что, как любой инструмент, производные часто играли деструктивную роль в торговых стратегиях спекулянтов, что долгое время разогревало рынок перед его коллапсом. Однако если посмотреть на то, как рынки недвижимости разных стран проходят кризис (см. рисунок 4), можно заметить, что наличие дополнительной гибкости для работы инвесторов позволяет постепенно разбирать «завалы», выбирая привлекательные формы присутствия на рынке.

Российский же рынок, напротив, находится между «глыб» крупных активов, которые без адекватного управления все еще характерными для сектора рисками продолжают терять свою стоимость. [OD](#)

Рисунок 4. Состояние рынка недвижимости разных стран в динамики прохождения нисходящего цикла



Источник: Aberdeen Property Investors