

Глава 7

Инвестиции в недвижимость

Разделы программы

(b)(ii)4. Продемонстрируйте знание и понимание инвестирования в недвижимость и рынков недвижимости.

0. Введение

В рамках инвестиционной терминологии, недвижимость означает юридический термин, используемый для земли и зданий. Поэтому, данная глава посвящена инвестированию в землю и/или здания.

Прямое инвестирование в недвижимость отличается от инвестирования в финансовые ценные бумаги тем, что оно связано с покупкой материальных активов и управлением ими. Прямые инвестиции в недвижимость обычно велики и неделимы, а управление портфелем недвижимости - обычно дорого и требует высокого уровня знаний. Возможно, однако, и не прямое инвестирование в недвижимость, за счет покупки акций занимающихся недвижимостью компаний или паев занимающихся недвижимостью объединенных фондов.

В этой главе в основном рассматривается прямое инвестирование в недвижимость; не прямое инвестирование в недвижимость кратко рассматривается в последнем разделе.

Ковенант

Термин ковенант используется в инвестициях в недвижимость двумя способами:

1. Ковенант – это юридическое соглашение. В инвестициях в недвижимость это может быть соглашением, ограничивающим право владельца или арендатора в отношении использования или изменения недвижимости. Это выражение также используется в отношении корпоративных долгов.
2. Термин ковенант может также означать качество арендатора, т.е. вероятность уплаты ренты и надлежащего ухода за недвижимостью. О хорошем арендаторе говорят, что он имеет хорошую *силу ковенанта*. Ковенант арендатора является одним из наиболее важных факторов оценки недвижимости, когда рынок недвижимости сокращается.

Сервитут

Сервитут – это специфическое право на землю, полученное кем-то, кто не является владельцем или арендатором. Например, владелец земли может предоставить другому лицу право прохода через участок земли.

Фригольд

Фригольдер земли, это, на практике, абсолютный, не ограниченный во времени, владелец земли. Любая недвижимость имеет фригольдера.

Земельная рента

Рента, уплачиваемая владельцу земли за сдачу участка в долгосрочную аренду застройщиком, получившим право на застройку земли. Например, предположим, что вы владеете пустым участком земли. Вы можете сдать его застройщику в форме долгосрочной аренды. Затем застройщик строит что-нибудь на этой земле. Если, впоследствии, застройщик продаст долгосрочную аренду земли, новый арендатор будет продолжать платить земельную ренту. Таким образом, не только застройщик должен будет платить земельную ренту.

Лизгольд

Аренда – это соглашение, позволяющее одной из сторон (арендатору) пользоваться конкретной частью здания в течение указанного периода времени в обмен на некоторый платеж (платежи).

Стоимость объединения

Стоимость объединения – это стоимость, добавленная за счет объединения разных долей в недвижимости. Созданное таким образом имущество будет иметь большую стоимость, чем сумма стоимостей исходных долей.

Отличная

Наиболее привлекательная для инвестора недвижимость называется «отличной». Отличная недвижимость имеет высокие показатели по следующим факторам:

- расположение;
- возраст и состояние;
- качество арендатора;
- количество сравнимых объектов недвижимости, которые можно использовать для определения ренты при следующем пересмотре ренты или при оценивании недвижимости;
- структура аренды;
- размер.

Современная рента

Рента, которая была бы получена за здание, если бы в настоящее время был проведен открытый рыночный пересмотр ренты. Она может отличаться от фактически получаемой ренты, которая называется текущей рентой.

Реверсивный интерес

Интерес владельца или долгосрочного арендатора, к которому недвижимость вернется по истечении срока аренды.

Простой

Когда недвижимость незанята (или, если арендатор не уплатил) и владелец не получает ренты, то имел место простой.

Годовой доход

Современная стоимость единичного годового рентного дохода от недвижимости. Фактор годового дохода может относиться к ренте, получаемой бесконечно (в этом случае, он обратно пропорционален доходности), или он может относиться к конкретному периоду (эквивалент финансового аннуитета).

1. Характеристики прямого инвестирования в недвижимость

Основные характеристики инвестирования в недвижимость были приведены в главе 9 Конспекта предмета 102.

Нижеприведенное обсуждение очерчивает основные инвестиционные и рисковые характеристики *прямого* инвестирования в недвижимость. *Непрямое* инвестирование в недвижимость обсуждается в разделе 5.

Природа доходности

Недвижимость, это реальный актив, поэтому, предполагается, что он обеспечит защиту от непредвиденной инфляции. В предположении отсутствия других внешних воздействий, владельцы недвижимости должны суметь увеличить ренту в соответствии с инфляцией, так что *реальная* величина ренты не пострадает. На практике, влияние иных экономических факторов, а также спроса и предложения на недвижимость, означает, что рост ренты и стоимости капитала лишь приближенно соответствует инфляции.

Структура денежного потока

Аренда устанавливается на фиксированных условиях, с относительно редким пересмотром ренты. Может предусматриваться только возможность увеличения ренты. Поэтому, можно ожидать, что поток дохода будет ступенчато расти каждые несколько лет. Однако для недвижимости, сданной в аренду по цене, превышающей текущие рыночные величины, поток дохода может быть зафиксирован на много лет.

Срок аренды может лежать в пределах от примерно пяти лет до 100 и более лет. Условия аренды обычно предусматривают периодический пересмотр размера ренты, часто каждые пять лет, так что доход от недвижимости обычно будет расти ступенчатым образом. Для портфеля недвижимости, широкий разброс дат пересмотра должен обеспечить плавно возрастающий поток дохода.

Пересмотр ренты только в сторону увеличения размера означает, что ее размер не может быть снижен при пересмотре. Следовательно, если рыночный уровень размеров ренты между датами пересмотра уменьшился, рента не уменьшится, а останется на существующем уровне.

Вопрос 7.1

Почему, пересмотр ренты, как правило, не проводят ежегодно?

Текущая доходность от недвижимости зависит от типа здания, но обычно лежит между текущей доходностью акций и обычных облигаций.

Текущая доходность недвижимости определяется как рентный доход за вычетом всех управленческих издержек, деленный на цену покупки недвижимости плюс все издержки на покупку. Как и для других классов активов, он зависит от типа недвижимости в соответствии с такими факторами как товарность, уровень издержек, и, что наиболее важно, риск. Виды

недвижимости, которые считаются более рискованными, обычно дают более высокую текущую доходность.

Текущая доходность обычно выше, чем для высококачественных акций, потому что:

- дивиденды должны расти ежегодно, тогда как рента пересматривается намного реже;
- недвижимость намного менее товарна, чем акции;
- недвижимость можно купить только большими, неделимыми и, поэтому, негибкими инвестиционными единицами;
- можно показать, что дивиденды имеют более высокие перспективы роста, чем рента.

Основными показателями, действующими в противоположном направлении, являются:

- высокая надежность дохода, в случае хорошего арендатора;
- высокая надежность капитала для недвижимости, имеющей высокую стоимость участка.

И наоборот, доходность недвижимости будет обычно ниже доходности обычных облигаций, в связи с перспективой прироста капитала, отражающего ожидаемый рост уровня ренты.

Товарность

Товарность недвижимости очень низка. Для покупки или продажи может потребоваться много времени; велики затраты на сделку. Это связано с тем, что:

- каждый объект недвижимости уникален;
- отсутствует центральный рынок с котируемыми ценами на недвижимость. Для каждого индивидуального объекта недвижимости может существовать очень немного потенциальных покупателей, которых зачастую нелегко найти;
- велик размер единицы инвестиций в недвижимость, и, вообще говоря, единичный объект недвижимости неделим;
- для оценивания, маркетинга и юридической поддержки вам понадобятся квалифицированные (и дорогостоящие) консультанты. Кроме того, может существовать налог на покупку недвижимости.

Риск

Безопасность дохода очень сильно зависит от качества арендатора. Уплачиваемая компанией рента является ее первоочередной (с наибольшим приоритетом) задолженностью, но затраты на восстановление по истечении срока аренды могут быть высоки. Кроме того, существует риск «простоя» – периода, когда недвижимость не будет иметь арендатора.

Когда недвижимость не имеет арендатора, т.е. возникает простой, доход не поступает. Возможность простоя должна учитываться при оценивании ожидаемой доходности конкретной недвижимости. Рентный доход будет особенно безопасен, когда недвижимость сдается прибыльному арендатору, для которого рента является малой долей общих затрат.

В течение длительного периода времени, стоимость здания может быть нестабильной, хотя редкость оценивания и сама методология оценивания сокращают краткосрочную нестабильность. Поскольку землю нельзя уничтожить, хорошая площадка будет, вероятно, всегда в цене.

Стоимость недвижимости обычно меняется циклически, причем циклы тесно привязаны к общему экономическому циклу, хотя и отстают от него, поскольку предложение медленно реагирует на изменение экономических условий. Стоимость обычно определяется на основе ожидаемого потока рентного дохода, который является относительно стабильным. Эта стабильность может усилить привлекательность недвижимости для инвесторов, предпочитающих стабильные размеры активов.

Стоимость участка – элемент стоимости недвижимости, который зависит только от участка. В случае, когда стоимость участка составляет значимую долю общей стоимости капитального имущества, стоимость недвижимости более безопасна.

В связи с политической значимостью, недвижимость подвержена вмешательству правительства, например, контролю размера ренты и планирования. Контроль планирования может ограничить предложение недвижимости.

Ожидаемая доходность

По сравнению с индексируемыми государственными облигациями, недвижимость менее товарна и безопасна. Поэтому инвесторы будут требовать от недвижимости более высокой доходности.

Вопрос 7.2

Какие еще факторы влияют на размер маржи доходности между недвижимостью и индексируемыми государственными облигациями?

Другие характеристики

Затраты на управление недвижимостью высоки, хотя арендатор часто отвечает за техническое обслуживание здания и страхование. Это вариант аренды с полным ремонтом и страхованием. Другие текущие управленческие затраты включают в себя затраты на сбор ренты и ее пересмотр. Высокие затраты, связанные с покупкой, продажей и текущим управлением, приводят к тому, что большинство инвесторов в недвижимость делают это на долгосрочной основе.

Размер единицы: размер единицы инвестирования в недвижимость велик и, обычно, **единичный объект недвижимости неделим.** Этим он отличается от большинства других инвестиций, которые можно купить в малых объемах. Неделимость может помешать более мелким инвестиционным фондам инвестировать в недвижимость, или приведет к косвенному инвестированию в недвижимость, например, через акции компаний, занимающихся недвижимостью.

Уникальность: каждый объект недвижимости уникален. Это усложняет их оценивание и уменьшает товарность.

Оценивание: оценивание недвижимости связано с профессиональным суждением; центральный рынок с котируемыми ценами на недвижимость отсутствует. Могут иметь место существенные вариации в оценках, проведенных разными оценщиками, или одним и тем же оценщиком на разных базисах. Поскольку продажи редки, рынок недвижимости характеризуется нехваткой информации.

Оценивание недвижимости субъективно и дорого, поэтому, ее «истинную» рыночную стоимость можно узнать только при продаже. Кроме того, поскольку продажи редки, а согласованные цены обычно конфиденциальны, точная оценка конкретного объекта недвижимости может быть сложна. Эта сложность также может уменьшить привлекательность прямого инвестирования в недвижимость для некоторых инвесторов.

Моральное старение: земля практически неразрушима, а здания обычно имеют длительный срок эксплуатации, если их поддерживать в нормальном состоянии. Однако здания подвержены моральному старению. Это приводит к снижению относительной скорости роста стоимости старых зданий по сравнению с новыми. Со временем, понадобятся затраты на модернизацию.

Все здания со временем обесцениваются по мере старения и ухудшения состояния. Поэтому, затраты на восстановление являются важной частью затрат на управление недвижимостью, которая у финансовых ценных бумаг отсутствует. Недвижимость, имеющая относительно высокую стоимость участка, обычно, вследствие отличного расположения, будет, медленнее обесцениваться со временем, и, поэтому, будет менее рискованным вложением.

Моральное старение имеет место тогда, когда здание становится несовременным и больше не подходит потенциальным арендаторам. Это означает, что даже если обычная недвижимость растет в цене в соответствии с инфляцией, стоимость конкретного здания может, в реальных величинах, упасть. По истечении срока аренды, хозяину, возможно, придется модернизировать здание, прежде чем сдать его новому арендатору.

Вопрос 7.3

На какой из трех основных типов недвижимости – офисы, магазины или заводы – обесценивание и моральное старение оказывает наибольшее воздействие?

Инвестиционные характеристики могут быть изменены владельцем: инвестиционные характеристики конкретного объекта недвижимости могут быть существенно изменены его владельцем. Примерами являются реконструкция существующей недвижимости или пересмотр условий аренды с существующим арендатором. Можно даже улучшить качество местности, если инвестор владеет существенной долей местной недвижимости.

Потенциальная стоимость объединения: стоимость объединения, возникающая, когда одна из имеющих права на недвижимость сторон, покупает права всех других сторон на эту недвижимость, может быть разделена между сторонами сделки.

Если, например, арендатор покупает фригольд у владельца, то комбинированная стоимость полного контроля над недвижимостью может превысить сумму индивидуальных стоимостей лизгольда и фригольда, рассматриваемых как отдельные права. Условия покупки будут, обычно, установлены таким образом, чтобы разделить возникающую стоимость объединения между сторонами сделки так, чтобы обе стороны выиграли.

2. Типы недвижимости

2.1 Введение

Традиционно, инвестиции в недвижимость анализировались по типам зданий. Однако, хотя это полезный способ анализа характеристик недвижимости, тип здания часто оказывается не самым важным фактором, объясняющим инвестиционное поведение.

Если, например, общие уровни ренты и, следовательно, доходность инвестиций, определяются, в основном, состоянием местной экономики, то месторасположение может быть более важным фактором.

Стоит также отметить, что недвижимость, для которой характерна гибкость использования в разных целях, будет иметь более высокую стоимость, чем специализированная недвижимость. Такая недвижимость может, при изменении экономической среды, быть приспособлена для наиболее выгодного применения.

Так, некоторые здания в центре города можно легко преобразовать из магазинов в офисы и наоборот; опция изменения использования имеет собственную цену. В то же время, промышленные здания будут, вероятно, строиться только для одной конкретной отрасли, и, поэтому, их вряд ли удастся приспособить для иных целей.

2.2 Офисы

Офисы более популярны у большинства организаций-инвесторов, чем другие типы недвижимости, по следующим причинам:

- их можно купить большими единицами;
- рентный доход обычно безопасен, поскольку рента, как правило, является малой долей расходов арендатора;
- Существует множество потенциальных арендаторов, не сконцентрированных в одной конкретной отрасли;
- Многие большие офисы сдаются разным организациям, что распределяет риск дефолта арендаторов и облегчает сравнение при ревизии уровня ренты. Для офисов, расположенных в крупных городах, обычно существует сравнимая недвижимость, которую можно использовать при пересмотре рентных платежей.
- Типичная 25-летняя институциональная аренда имеет 5-летние «только вверх» пересмотры ренты. Считается, что пятилетние пересмотры обеспечивают привлекательный баланс между растущим потоком доходов, обеспечивающим инфляционную защиту, и дополнительными затратами, связанными с более частым пересмотром. «Только вверх» условие означает, что рентный доход не может упасть.
- Если недвижимость сдается одному арендатору на условиях полного ремонта и страхования, управленческие расходы относительно малы.
- Существует большой выбор недвижимости. Например, офисы доступны во всех частях страны, в разных районах каждого города, имеют разные размеры, отличное или менее выгодное расположение и т.д.

Размер инвестиции

Как правило, отличные офисные здания, велики. Поэтому, некоторые более мелкие занимающиеся недвижимостью фонды могут не иметь вложений в офисы, поскольку единицы инвестирования слишком велики.

Гибкость

По сравнению с некоторыми иными типами недвижимости (например, сельскохозяйственной), офисы достаточно гибки, поскольку для большинства объектов существует множество потенциальных пользователей.

Подверженность

Арендаторы офисов работают во всех секторах экономики. Поэтому, офисы обычно считаются менее рискованными, чем недвижимость, которая может использоваться только ограниченным набором клиентов.

Потребность в офисном пространстве может, однако, зависеть от практики работы, связанной с технологическим развитием. Например, большой сдвиг в сторону работы на дому может повлиять на офисную недвижимость.

Отличный

Отличный офис должен:

- иметь отличное расположение (например, такое, чтобы сотрудникам было удобно добираться). **К офису должно быть легко доехать на машине и общественном транспорте, но конкретное расположение в районе не критично;**
- находиться в крупном городе (например, столице);
- быть привлекательным для арендаторов;
- быть хорошо оборудован (кондиционеры, высококачественная отделка).

Рента и доход

Рынок офисов часто можно подразделить на две части: столица или крупные финансовые центры и провинция. Рента очень сильно различается: наибольший размер ренты в центре столицы, наименьший – в маленьком провинциальном городе.

Наивысшие размеры ренты за отличную новую аренду в столице могут на порядок превышать ренту в маленьком, хуже расположенном, невзрачном офисе.

Как и в других секторах, доход варьируется от объекта к объекту. Обычно доход от отличных офисов будет лежать между доходом от отличных магазинов (которые имеют более низкий доход) и доходом от отличных промышленных объектов (которые имеют более высокий доход).

Возможности роста ренты

Для большинства арендаторов офисов, рента не должна быть основной долей расходов. Это означает, что повышение ренты вряд ли приведет к банкротству. Поэтому, в нормальной ситуации, будет естественным ожидать роста ренты, по крайней мере, в соответствии с инфляцией. Однако фактор спроса и предложения будет оказывать существенное влияние.

Другие неопределенности, связанные с будущим ростом рентного дохода:

- возможность снижения спроса в связи с новой структурой работы (например, совместное использование стола и работа на дому);
- возникновение деловых «парков», предлагающих более дешевое пространство в приятной для работы среде.

Сопоставимые объекты

Увеличение ренты часто достигается за счет сравнения с размерами ренты, уплачиваемой в той же местности за сопоставимые здания. Зачастую бывает легче обосновать повышение ренты при наличии большего числа сопоставимых зданий. Поскольку офисы в больших городах относительно однородны, как правило существует достаточно сопоставимых зданий, чтобы, на основе последнего соглашения о размерах ренты в данной местности, обосновать рост ренты при каждом пересмотре.

Обесценивание

Офисы действительно обесцениваются до такой степени, что старые офисы могут оказаться устаревшими. Многие старые здания не могут предоставить услуги, которых сейчас ожидают большинство арендаторов. Например, бизнес сейчас обычно требует наличия места для проводки (для компьютерных систем), кондиционирования воздуха, лифтов и больших, с открытой планировкой офисов. Вполне возможно, что современные офисы также, через несколько десятков лет, окажутся устаревшими.

Затраты

При наличии хорошего арендатора на условиях полного ремонта и страхования, который платит ренту каждый квартал без уверток, текущие расходы владельца должны быть относительно низки. Редкие затраты на пересмотр ренты будут, вероятно, наиболее значимыми затратами. По завершении аренды, владелец, вероятно, захочет модернизировать здание. Это может быть связано с существенными затратами.

Вопрос 7.4

Вы рассматриваете приобретение одного из двух соседних объектов недвижимости в центре Лондона; оба объекта классифицируются как отличные.

Объект А оценивается в 50 млн. фунтов. По нему осталось чуть-чуть меньше 20 лет из 24-летней аренды. Его размер 70000 квадратных футов. Текущая рента равна 5.5 млн. в год. Пересмотр ренты каждые четыре года.

Объект В также оценивается в 50 млн. фунтов. Он только что был сдан на 20 лет, размер ренты - 3.7 млн. фунтов - равен современной ренте. Размер объекта - 80000 квадратных футов. Пересмотр ренты каждые четыре года.

При оценке альтернативных инвестиций, какой единичный фактор является критичным для оценки объекта А, но просто важен (т.е. не критичен) для оценки объекта В?

2.3 Магазины

Важность

С точки зрения общей важности для организаций-инвесторов, магазины идут вслед за офисами. Поскольку размеры единицы инвестиций по магазинам обычно ниже, чем по офисам, некоторые более мелкие организации будут иметь портфель недвижимости, основанный на магазинах, а не на офисах. (На основе магазинов легче создать диверсифицированный портфель различных объектов недвижимости, чем на основе офисов.)

Размер инвестиции

Существуют магазины больших и малых размеров, но средний размер единицы меньше, чем для офисов. Как и в случае офисов, размер очень разный (от большого современного торгового центра в центре города, до маленького отдельного магазина в локальном торговом ряду). Однако существует меньшее количество огромных инвестиций в магазины (например, универмаги), чем огромных офисов.

Гибкость

Большинство магазинов могут использоваться для разных типов розничной торговли. Однако универмаги и супермаркеты – менее гибки.

Подверженность

Не удивительно, что магазинный сектор подвержен судьбе сектора розничной торговли, так что важна доля национального дохода, составляемая расходами потребителей.

Отличный

Конкретное положение магазина очень сильно влияет на арендаторов и, следовательно, на уровень ренты, которую можно получить.

Чтобы быть отличным, магазин должен находиться в центральном торговом районе большого города. Расположение в месте основного потока пешеходов, также может сильно повлиять на ренту. Для малого магазина, идеальным расположением может быть центральная улица, соседняя дверь с большим магазином.

Также очень важен размер витрины магазина. Розничное пространство в 20 метрах от окна магазина даст меньшую ренту, чем полоска магазинов около входной двери. Кроме того, рентные платежи за торговые площади на других этажах намного ниже, чем за помещения на уровне улицы.

Рента и доходность

Имеют место большие различия в размерах магазинов и их доходе. Отличный магазин в большом торговом центре может давать такой же низкий текущий доход, как акции. На другом конце спектра, малые единицы с плохой торговлей и очень рискованными арендаторами, которые могут давать текущий доход сверх дохода от облигаций, хотя такие объекты инвестиций организации обычно не интересуют.

Затраты

Для инвестора, текущие затраты на магазины ниже, чем на офисы или промышленные объекты. Основной причиной является более низкий износ офисов (см. ниже).

Возможности роста ренты

Важным фактором является способность арендаторов платить более высокую ренту. **Рента обычно является большой долей общих затрат розничного торговца. Это делает рост ренты существенно зависящим от прибыльности розничного сектора.**

Владельцы отличных, расположенных на центральных улицах магазинов, должны получить разумный рост ренты, если только:

- не возникнут изменения в структуре покупок (например, увеличится доля покупок по почте или в городских парках розничной торговли);
- не произойдет изменения «центров притяжения» внутри города.

В частности, успешный новый торговый центр в пределах центра города может нанести существенный ущерб размерам ренты в магазинах, расположенных на границах центра города.

Сопоставимые объекты

Магазины, расположенные в основных центрах, имеют много сопоставимых объектов, которые можно использовать при согласовании новых размеров ренты.

Обесценивание

Имеющие отличное расположение магазины менее подвержены обесцениванию.

Тому есть две основные причины. Во-первых, материал здания может составлять относительно малую долю его стоимости. Чем больше стоимость участка, тем меньше воздействие изнашивания зданий (в долях от общей стоимости). Во вторых, магазины обычно предоставляются розничным торговцам без отделки. Торговцы отделывают магазины так, чтобы они удовлетворяли их стилю и имиджу. Это означает, что для владельца износ мал, если стены находятся в хорошем состоянии.

Специфические характеристики

Для отличного магазина, фактическая стоимость здания мала по сравнению с уровнем ренты. В результате, основная стоимость магазина приходится на участок, на котором он расположен. Поскольку земля практически неуничтожима, отличные магазины будут относительно безопасным вложением. Однако магазин, который в настоящее время хорошо расположен, подвержен риску изменения ситуации, например, изменению потока пешеходов или тренда в сторону покупок за пределами города.

Одной из причин того, что для отличных магазинов стоимость участка более важна, чем для офисов, является ограниченность их предложения. Отличное торговое пространство существует только на уровне улицы и в пределах нескольких футов от нее, тогда как предложение офисов может быть увеличено за счет роста вверх.

Вопрос 7.5

Отличные магазины обычно имеют более низкий рентный доход, чем отличные офисы. Почему?

2.4 Промышленная недвижимость

Промышленная недвижимость составляет меньшую долю портфеля организаций-инвесторов, чем офисы и магазины.

Размер инвестиции

Хотя промышленные объекты часто имеют очень большие размеры, их инвестиционная стоимость может быть не столь велика, поскольку рента за промышленную недвижимость намного ниже, чем за офисы и магазины.

Гибкость

Любой промышленный участок, предназначенный для конкретной отрасли, очевидно гибкостью не обладает. Однако разработанные в последние десятилетия современные легкие промышленные единицы могут использоваться для разных целей.

Подверженность

Обычно рента будет связана с мощностью производства, особенно в случае малых и средних компаний, использующих современные промышленные единицы.

Отличный

С инвестиционной точки зрения, расположение фабрики оценивается с точки зрения транспорта, рынков и рабочей силы. Отличные промышленные участки пригодны не для одной, а для нескольких целей.

Рента и доход

Размер ренты за промышленную недвижимость будет отражать ее качество.

Инвесторы требуют более высокого дохода от фабрик, чем от офисов и магазинов, по следующим причинам:

- **они дешевы и быстро строятся, поэтому недостаточное рыночное предложение может быть быстро скорректировано. Это ограничивает потенциал роста ренты;**
- **они обычно быстро устаревают;**
- **материал фабрик подвержен износу;**
- **стоимость участка обычно достаточно низка, так что изнашивание и устаревание здания приводят к амортизационным затратам, которые составляют высокий процент общей стоимости;**
- **производящие отрасли особенно уязвимы в случае экономического спада; банкротство арендатора приведет к перерыву в рентных платежах. Это особенно важно в случае, когда здание непригодно для иных отраслей, что часто имеет место.**

Возможности роста ренты

Общее мнение экспертов по недвижимости состоит в том, что рента за промышленные объекты не будет расти так же быстро, как за офисы и магазины. Вышеприведенные аргументы, обосновывающие более высокий доход от промышленной недвижимости, могут использоваться и для объяснения более низких перспектив роста ренты.

С этими факторами нужно обращаться осторожно. Хотя в прошлом рост ренты был ниже, это не обязательно будет иметь место в будущем.

Сопоставимые объекты

Нехватка сопоставимых объектов может быть проблемой для промышленной недвижимости. Это более существенно для специализированных фабрик, чем для современных легких промышленных единиц.

Обесценивание

Как упоминалось выше, промышленные объекты обычно изнашиваются быстрее, чем другие типы недвижимости. Поэтому, амортизационные затраты будут выше, чем для офисов и магазинов. Стоимость участка обычно очень низка, так что по истечении срока службы фабрики остаточная стоимость будет низка.

Склады

Инвестиционные характеристики товарных складов во многих отношениях близки к характеристикам современной фабрики. В общем случае, склад является менее специализированным зданием, чем фабрика, и наличие предложения рабочей силы менее важно. Критически важен хороший доступ к автомобильным дорогам/портам.

2.5 Торговые центры

Некоторые торговые центры действительно очень велики. В одном сооружении могут находиться около ста единиц розничной торговли. Зачастую весь центр финансируется одной-двумя организациями. Товарность низка, поскольку немного найдется инвесторов, которые смогут купить торговый центр целиком.

Концентрация такого большого количества магазинов в одном месте означает высокую рискованность сооружения торгового центра. Прежде чем вложить в него необходимые средства инвестор обычно захочет убедиться, что крупные розничные торговцы поддерживают концепцию нового торгового центра.

2.6 Розничный склад

Это обычно загородное, одноэтажное здание, используемое для розничной продажи непродовольственных товаров, включая товары «сделай сам», мебель, ковры и электроприборы. В идеале, он должен располагаться на основной дороге, на удобно достижимой окраине города или вне города, с заметными витринами и адекватной парковкой. Некоторые организации инвестировали в розничные склады при условии наличия хороших арендаторов.

Рост загородной розничной торговли ударил по ренте и стоимости многих расположенных на центральных улицах торговых центров.

2.7 Сельскохозяйственная земля и леса

Стоимость фермерской земли может очень сильно зависеть от правительства и сельскохозяйственной политики. Поэтому, ее привлекательность для инвесторов может зависеть от политического климата.

Другим типом сельскохозяйственных инвестиций являются леса, которые представляют собой долгосрочное вложение.

2.8 Жилье

В некоторых странах организации-инвесторы, вообще говоря, считают жилье неподходящим объектом для инвестиций, вследствие истории контроля размера ренты, неопределенности будущего законодательства, необходимых менеджерских трудозатрат и плохого публичного имиджа владельцев жилья. Однако, как и в отношении сельскохозяйственной земли, привлекательность жилья может зависеть от политического климата.

К числу специфических проблем могут относиться:

- *Высокие административные затраты.* Размер единицы мал (по отношению к фондам организации) и каждый объект требует внимания.
- *Политическое вмешательство.* Арендаторы жилья могут пользоваться защитой государства, которая ослабляет права владельца. Например, контроль размеров ренты может быть особенно опасен для владельца.
- *Плохое качество арендаторов.* Индивидуальные арендаторы обычно являются менее надежными плательщиками ренты, чем большие компании.
- *Невыгодное налогообложение.* Частные домовладельцы могут иметь налоговые льготы, которые ставят организацию-инвестора в относительно невыгодное положение.
- *Нелогичный рынок.* Покупая жилье организация будет конкурировать с домовладельцами, которые могут загнать цены выше уровня, обоснованного инвестиционными перспективами. Они будут отражать баланс между владением домом и рентой в каждой конкретной стране. Отметим, что иногда этот аргумент может работать в обратную сторону, предоставляя инвесторам благоприятные возможности, если цены были сбиты до неоправданно низкого уровня.

Степень этих проблем существенно различается в разных странах, и, соответственно, существенно различается пригодность жилья в качестве объекта инвестирования. Вообще говоря, **организации-инвесторы скорее предпочтут дорогостоящее жилье, которое меньше подвержено политическому риску.**

Вопрос 7.6

Почему рентный доход фабрик обычно выше дохода, получаемого от магазинов и офисов?

3. Фригольд и лизгольд

3.1 Фригольд

Фригольд – вечное владение. Свободный владелец (фригольдер) имеет право занимать здание или сдавать его, и, при условии выполнения ограничений на планирование, освежать недвижимость или перестраивать ее. Существуют различные ограничения на то, что свободный владелец может делать со своей землей. К ним относятся: ковенанты, сервитут, например, право прохода; регулирование планирования и строительства; а также предписанное требование не создавать неудобств окружающим.

Фригольдер является конечным владельцем недвижимости в том смысле, что недвижимость и все, связанные с ней права, полностью возвращаются к нему после окончания аренды. Фригольд может быть:

- *Необремененным*, т.е. текущие арендаторы отсутствуют, так что свободный владелец может:
 - увеличить стоимость за счет перепланировки участка;
 - увеличить стоимость за счет ремонта недвижимости;
 - сдать недвижимость и получать ренту.
- *Сданным*, т.е. уже имеющим арендатора, так что инвестор получит ренту в течение срока существующей аренды плюс возврат необремененного фригольда в конце периода аренды.

Имеющаяся у свободного владельца гибкость является одним из основных преимуществ по сравнению с арендованной недвижимостью. Отметим, что все вышеуказанные, а также дополнительные, ограничения будут иметь место в случае арендатора.

Если владение было предоставлено третьей стороне на основе долгосрочной аренды, здание может, со временем, обветшать вследствие износа, и, при возврате фригольдеру без арендаторов, может требовать реконструкции или ремонта, прежде чем его можно будет сдать вновь. В очень редких случаях, на рынке с избыточным предложением, такая недвижимость может иметь отрицательную стоимость.

При возвращении могут иметь место сложности в случае, если имущество или участок были загрязнены или находятся в неприемлемом, с точки зрения окружающей среды, состоянии, поскольку владелец может быть обязан привести недвижимость в нормальное состояние.

Арендатор может быть обязан привести недвижимость в порядок, и, при заключении договора аренды, владелец может наложить ограничения на арендатора, например, на тип или часы использования.

3.2 Инвестирование в аренду (лизгольд)

Вопрос 7.7

Определите, в одном предложении, что конкретно означает аренда.

В то время как участок земли может иметь только одного фригольдера (свободного владельца), может существовать любое количество арендаторов (лизгольдеров). Арендатор, получивший аренду от фригольдера, может, при условии выполнения условий аренды, предоставить субаренду кому-либо еще. Разница между рентой, получаемой арендатором, и рентой, которую он должен уплатить, называется «рентой прибыли». При некоторых вариантах аренды, когда фригольдер получает только фиксированную ренту, можно приобрести очень мультипликативный поток доходов.

Инвестирование в аренду связано с платой за получение аренды и последующей сдачей недвижимости арендаторам, вместо самостоятельного использования. Это делается для того, чтобы получить прибыль за счет разницы между рентой от субаренды, уплачиваемой арендаторами, и рентой, уплачиваемой свободному владельцу по условиям оригинальной или главной аренды. Эта разница называется рентой прибыли.

Принципиально важно понять, почему покупка аренды может рассматриваться как «инвестиция». Отметим, что почти во всех инвестициях вы платите некоторую сумму вначале (например, при покупке акции), и затем получаете поток будущих платежей (например, дивидендов). При покупке аренды аналогия имеет место, *если* аренда имеет стоимость. Другими словами, если современная стоимость будущей выручки (от субаренды) превышает современную стоимость платежей, которые должны будут быть выплачены фригольдеру.

Возможность предоставления субаренды необходима для инвестирования в арендуемую недвижимость, и дает инвестору возможность получить мультипликативный поток доходов. Мультипликация будет наибольшей, если рента прибыли мала по сравнению с уплачиваемой фригольдеру рентой. Например, если получаемая рента равна \$40000, а уплачиваемая свободному владельцу рента зафиксирована на уровне \$30000, то рента прибыли равна \$10000. 10% рост получаемой ренты при следующем пересмотре ее размера, увеличит ренту прибыли на 40%.

Природа инвестиции зависит от природы аренды.

Длительный лизгольд

Для очень длительной аренды с фиксированным размером уплачиваемой фригольдеру ренты, которая мала по сравнению с современным размером ренты для данного объекта недвижимости (например, земельная рента), природа инвестиции очень близка к фригольду.

Вопрос 7.8

Каковы основные отличия описанной выше очень долгосрочной аренды от фригольд инвестирования?

Если остаток срока очень велик (например, более 100 лет), а земельная рента очень мала, долгосрочный лизгольд практически эквивалентен фригольду. (Это предполагает, что арендный договор достаточно гибок, чтобы позволить инвестору организовать субаренду.)

На другой стороне инвестиционного спектра лежит долгосрочная аренда, которая:

- требует уплаты фригольдеру коммерческой ренты;
- предусматривает регулярный пересмотр ренты.

Эта долгосрочная аренда имеет малую инвестиционную стоимость, поскольку арендатор всегда должен будет платить ренту, близкую к свободной рыночной стоимости. Ее мы больше обсуждать не будем.

Краткосрочный лизгольд

Иногда в качестве инвестиции может быть куплена краткосрочная аренда. Чтобы краткосрочная аренда могла быть инвестицией, должны выполняться следующие условия:

- краткосрочная аренда должна иметь субаренду;
- уплачиваемая субарендаторами рента должна превышать ренту, уплачиваемую покупателем краткосрочной аренды.

По сравнению с фригольд инвестированием, лизгольд имеет более короткий срок и дает более высокий начальный доход и капитальный убыток. Товарность лизгольда может быть ниже товарности фригольда.

Сроки аренды могут варьироваться от пяти до 100 и более лет. Во всех случаях, однако, в отличие от фригольда, где права на недвижимость вечны, лизгольд всегда имеет ограниченный период действия. Поэтому, обеспечиваемый поток дохода также имеет фиксированный срок. После истечения срока аренды, арендатор не имеет никаких прав на недвижимость и, поэтому, аренда не имеет никакой цены. Это одна из причин того, что товарность лизгольда может быть ниже товарности фригольда.

При очень длительной аренде, предусматривающей низкую земельную ренту, разница в доходах может быть очень мала.

Аренда имеет фиксированное начало и фиксированный конец, и дает арендатору исключительное владение. Хотя аренда должна иметь фиксированную дату окончания, она может быть возобновлена, так что по окончании срока она автоматически начнется вновь, пока одна из сторон не прекратит действие договора. Такая аренда известна как повторяющаяся аренда.

Важные положения договора аренды:

- **стороны договора;**
- **дата начала действия аренды;**
- **продолжительность аренды;**
- **четкое описание недвижимости и связанных с ней прав;**
- **размер уплачиваемой ренты и частота ее уплаты (ежегодно, ежемесячно, ежеквартально и т.д.);**
- **подлежит ли рента пересмотру, и если да, то когда и как; что должно быть сделано, если стороны не сумеют договориться относительно новой ренты;**
- **использование недвижимости; кто отвечает за ремонт, страхование и другие издержки.**

Могут быть включены условия прерывания, которые позволят арендатору прекратить аренду после установленного периода времени (например, пяти лет).

Условия аренды, особенно относящиеся к ремонту, часто называются «ковенантом». Ковенант может быть обременительным. Такой ковенант ограничивает гибкость арендатора и уменьшает стоимость прав арендатора. Ковенант устанавливает как права, так и обязанности обеих сторон договора.

Вопрос 7.9

Почему фригольд инвестиция обычно дает более низкий начальный доход, чем соответствующая лизгольд инвестиция?

4. Финансирование инвестиций в недвижимость и строительство

Обычным для организаций способом инвестирования в недвижимость является прямая покупка фригольда или лизгольда на недвижимость, сданную одному или нескольким конечным съемщикам. В этих случаях, финансирование достаточно простое. Инвестор платит коммерческую цену за недвижимость и затем получает за нее коммерческую ренту.

Финансирование инвестиций в недвижимость не всегда имеет такую форму. Зачастую в нем участвуют другие стороны, и инвестор может не владеть всем объектом недвижимости. Ниже описаны примеры альтернативных методов финансирования.

4.2 Ипотека

Некоторые организации, обычно компании по страхованию жизни, предоставляют коммерческим инвесторам в недвижимость долгосрочную ипотеку с твердым процентом. Ставка процента по этой ипотеке обычно равна доходности долгосрочных высоко купонных государственных облигаций плюс маржа.

С точки зрения инвестора, это нетоварный заем с твердым процентом, а не прямое инвестирование в недвижимость.

Инвестор ссужает владельцам недвижимости некоторую сумму, обеспеченную фиксированными обязательствами по недвижимости в соответствии с закладной бумагой. Обычные ключевые черты:

- процентные платежи в течение срока ипотеки фиксированы;
- высокие организационные и административные затраты инвестора (по сравнению с покупкой государственных облигаций);
- отсутствие товарности;
- ставка процента будет зафиксирована таким образом, чтобы обеспечить инвестору доходность, скажем, на 3% выше доходности государственных облигаций.

Вопрос 7.10

Почему ипотека обычно обеспечивает маржу доходности сверх государственных облигаций, имеющих близкий срок?

Вопрос 7.11

Для каких типов инвестирования в недвижимость, ипотека обычно не подходит?

4.2 Продажа с обратной арендой

Продажа с обратной арендой – это используемый компаниями метод получения капитала.

При продаже с обратной арендой, владелец недвижимости (часто промышленная компания) продает ее организации-инвестору, которая затем сдает его обратно

оригинальному владельцу, который таким образом высвобождает замороженный в недвижимости капитал и платит за это ренту.

Как правило, как цена продажи, так и рента по аренде, ниже рыночных ставок.

По историческим причинам, множество промышленных компаний являются владельцами участков, на которых расположены их фабрики. Финансовый директор компании может решить, что это не лучшее применение капитала компании, и что капитал лучше использовать на, скажем, покупку более современного оборудования.

В этой ситуации, компания (ОАО Штучка) может обратиться к инвестору (Длинная жизнь) и предложить следующий договор:

- ОАО Штучка продает Долгой жизни недвижимость на льготных условиях (например, на 15% ниже цены открытого рынка).
- ОАО Штучка берет у Долгой жизни недвижимость в долгосрочную аренду. ОАО Штучка не собирается и не должна освободить территорию.
- Согласованная рента будет также на льготных условиях (например, на 15% ниже цены открытого рынка), что компенсирует ОАО Штучка продажу по цене, ниже рыночной.

Вопрос 7.12

Какова выгода инвестора от участия в договоре продажи с обратной арендой?

4.3 Финансирование строительства

Организации иногда принимают долевое участие в строительстве. Это обычно делается вместе с застройщиком, с которым делится прибыль.

Традиционная ипотека неприменима для высоко рискованных инвестиций (например, в новое строительство), поскольку:

- мала безопасность капитала;
- ставка процента должна будет быть настолько высока, что заемщик на нее не согласится.

Если мы скомбинируем эти моменты с соображением, что инвестор может не так уж сильно желать получения фиксированной в денежных единицах дохода, то станет ясно, что должна быть использована некоторая форма долевого участия (т.е. права на долю прибыли). Существует множество различных способов структурирования сделки, дающих инвестору некоторое долевое участие. Конкретная форма соглашения о финансировании будет зависеть от целей, как инвестора, так и заемщика/застройщика, но обычно она будет устроена таким образом, чтобы заинтересовать застройщика в максимизации прибыли к общей выгоде инвестора и застройщика.

5. Косвенное инвестирование в недвижимость

Прямое владение недвижимостью связано с рядом серьезных проблем, многих из которых можно избежать за счет косвенного инвестирования в недвижимость, такого как покупка акций занимающихся недвижимостью компаний, или паев, занимающихся недвижимостью фондов.

- *Размер*: многие объекты недвижимости слишком велики для большинства инвесторов.
- *Диверсификация* (связана с размером): для создания диверсифицированного портфеля требуется большое количество объектов недвижимости. Размер каждой инвестиции может сделать это нереальным для менее крупных фондов и индивидуальных инвесторов.
- *Низкая товарность*: связанные с покупкой и продажей время и затраты, делают недвижимость нетоварной.
- *Оценивание*: стоимость недвижимости до продажи никогда не известна. Оценивание стоимости может быть дорогим (оплата оценщика).
- *Потребность в экспертизе*: большая часть прибыли, которую можно получить за счет инвестирования в недвижимость, получается за счет подробного знания местных условий. Многие инвесторы не имеют специализированной экспертизы.

5.1 Акции

Акции занимающихся недвижимостью компаний являются наиболее важной формой косвенного инвестирования в недвижимость. Три основные функции занимающихся недвижимостью компаний – строительство, инвестирование и торговля коммерческой и промышленной недвижимостью.

1. Строительство обычно считается высоко рисковым бизнесом занимающейся недвижимостью компании. Попросту говоря, застройщик покупает участок земли и строит на нем здание. Альтернативно, он может купить существующую недвижимость, снести ее и заменить лучшими, с его точки зрения, зданиями.
2. *Инвестирование* означает покупку недвижимости на долгосрочной основе с целью сбора ренты, обеспечивающей хорошую доходность капитала.
3. *Торговля* является намного более краткосрочным бизнесом. Целью является покупка недооцененных объектов недвижимости и их прибыльная продажа. Компании могут постараться увеличить стоимость своей недвижимости за счет ремонта.

Компании обычно подразделяются на инвестиционно-строительные и строительно-торговые.

Вообще говоря, инвестиционно-строительные компании имеют существенные портфели коммерческих инвестиций в недвижимость, дающие рентный доход, и различные объемы коммерческого строительства. Эти компании имеют высокий уровень активов, и их целью является максимизация роста их нетто активов. Акции таких компаний оцениваются рынком на основе оценочной нетто стоимости активов (НСА).

Строительно-торговые компании являются генераторами прибыли, и, при условии адекватного денежного потока, их оценка больше основывается на ожидаемой будущей прибыли, чем на активах. Однако во времена, когда компания не имеет адекватного денежного потока и испытывает финансовые трудности, она оценивается на основании оценочной НСА при разорении.

5.2 Объединенные, занимающиеся недвижимостью фонды

Существуют различные носители объединенных инвестиций в недвижимость. К ним относятся открытые паевые фонды и замкнутые инвестиционные трасты. Характеристика открытых и замкнутых коллективных носителей дана в главе 9.

5.3 Сравнение прямой недвижимости с акциями занимающихся недвижимостью компаний

Крупные организации-инвесторы, вообще говоря, должны, при выборе наиболее подходящего способа инвестирования в недвижимость, сравнивать прямую недвижимость с акциями.

Большим преимуществом акций занимающихся недвижимостью компаний по сравнению с прямым инвестированием в недвижимость, является обеспечение подверженности рынку недвижимости без недостатков прямого инвестирования в недвижимость.

Преимущества прямого инвестирования в недвижимость по сравнению с акциями занимающихся недвижимостью компаний

- **Диверсификация по отношению к портфелю в целом:** за счет прямого инвестирования может быть получена более высокая диверсификация, чем за счет акций. Это связано с тем, что на акции занимающихся недвижимостью компаний влияют не только связанные с недвижимостью факторы, но и колебания рынка акций в целом.
- **Нестабильность:** в краткосрочной перспективе, стоимость недвижимости обычно более стабильна, чем стоимость акций занимающихся недвижимостью компаний, поскольку истинная картина затемнена сглаживающим влиянием оценивания. Для некоторых инвесторов очень полезна краткосрочная стабильность цен на недвижимость. Например, компании по страхованию жизни не очень заинтересованы в активах с нестабильными рыночными ценами. Акции занимающихся недвижимостью компаний менее стабильны по следующим причинам:
 - нестабильность увеличивается за счет мультипликативности;
 - имеют место колебания дисконта к НСА;
 - торговля имеет место каждый день (поэтому, в отличие от прямых инвестиций, нестабильность не подавляется).
- **Контроль:** инвестор в акции имеет малый контроль (или не имеет его вовсе) над управлением портфелем недвижимости. Решения будут приниматься директорами и менеджерами компании, а не инвестором.

- *Нежелательные инвестиции.* В рамках портфеля компании могут находиться нежелательные для инвестора вложения. Например, там могут быть инвестиции, тесно коррелированные с вложениями, которые инвестор уже имеет. Это приведет к нежелательной корреляции.
- *Потери при вынужденной продаже:* организации-инвесторы вряд ли будут вынуждены продавать недвижимость. Однако если занимающаяся недвижимостью компания будет иметь проблемы с денежными потоками или обанкротится, инвестор сможет получить только стоимость вынужденной продажи.
- *Управленческие издержки.* Хотя прямое инвестирование в недвижимость дорогостояще, инвестирование в акции также связано с издержками. Занимающиеся недвижимостью компании будут иметь свои собственные затраты, которые они вычтут из ренты. В случае неэффективной компании, эти издержки могут быть выше тех, которые понес бы инвестор при прямом инвестировании. (Но учтите, что если вы покупаете акции существующей компании, эти неблагоприятные характеристики будут учтены в цене.)

Кроме того, занимающиеся недвижимостью компании захотят получить прибыль.

Недостатки прямого инвестирования в недвижимость по сравнению с акциями занимающихся недвижимостью компаний

- *Диверсификация в рамках рынка недвижимости:* только большие фонды могут достигнуть разумного распределения риска на рынке недвижимости. Занимающиеся недвижимостью компании могут предложить большее распределение риска при заданном уровне инвестиций, и, более того, поскольку вложения в акции делимы, можно увеличить распределение риска за счет инвестирования в акции нескольких компаний.
- *Рыночные цены/оценка результатов:* Для недвижимости, видимые рыночные цены отсутствуют, тогда как зарегистрированные на фондовой бирже акции занимающихся недвижимостью компаний, имеют котируемые цены. Это означает, что измерение результатов портфеля в случае прямых инвестиций в недвижимость намного сложнее.
- *Товарность:* акции гораздо более товарны, чем прямые инвестиции в недвижимость. В предположении, что акции зарегистрированы на фондовой бирже, их можно быстро купить или продать. Хотя не все акции занимающихся недвижимостью компаний будут считаться товарными, они почти наверняка более товарны, чем сама недвижимость.
- Прямые инвестиции в недвижимость нельзя купить или продать малыми делимыми частями.
- *Управленческая экспертиза:* портфелями прямых инвестиций в недвижимость нужно управлять. Для этого нужно либо нанять специализированный штат сотрудников, либо делегировать управление профессиональным советникам по недвижимости (которые будут взимать плату, включая маржу прибыли). Управленческая экспертиза предоставляется занимающимися недвижимостью

компаниями, а управление акциями компаний может осуществлять занимающийся акциями департамент инвестора.

- **Преимущество размера:** крупные занимающиеся недвижимостью компании могут инвестировать в крупные объекты недвижимости, которые будут слишком велики для всех, кроме самых крупных фондов, организаций. Большие инвестиционно-строительные компании могут также заниматься чрезвычайно большими строительными проектами. В случае больших занимающихся недвижимостью компаний, может иметь место существенная экономия на затратах, являющаяся следствием положительного эффекта масштаба.

Использование акций занимающихся недвижимостью компаний может быть особенно полезным для малых инвесторов. Однако даже достаточно крупные организации-инвесторы могут счесть акции полезными для получения доступа в специализированные области рынка недвижимости, в которые, в противном случае, они не смогли бы инвестировать (например, строительство, зарубежная недвижимость).

Будут ли эти преимущества достаточны для того, чтобы убедить инвестора покупать акции занимающихся недвижимостью компаний, а не реальные объекты, зависит от положения инвестора. Наиболее важным отдельным фактором будет размер инвестора, поскольку он определит важность диверсификации и управленческой экспертизы.

Другие факторы

К другим факторам, которые могут повлиять на выбор между прямым инвестированием в недвижимость и акциями, но не являются однозначно достоинствами или недостатками, относятся:

- **Финансовая мультипликативность:** коммерческие инвестиции в недвижимость часто дают безопасный поток доходов, что делает инвестиционно-строительные компании идеальным средством для финансовой мультипликации. Большинство занимающихся недвижимостью компаний используют для финансирования своей деятельности как акционерный, так и заемный капитал. Поэтому, инвестирование в акции занимающихся недвижимостью компаний имеет встроенный элемент мультипликативности.
- **Дисконт к нетто стоимости:** акции занимающихся недвижимостью компаний обычно имеют дисконт по отношению к нетто стоимости. Это означает, что они могут быть куплены дешево.

Оба указанных выше фактора увеличивают дисперсию доходности акций занимающихся недвижимостью компаний по сравнению с прямыми инвестициями, и, поэтому, предположительно увеличивают ожидаемую доходность. В зависимости от обстоятельств, они могут быть достоинствами или недостатками.

5.4 Сравнение занимающихся недвижимостью паевых трастов с акциями занимающихся недвижимостью предприятий

Фонды, которые слишком малы для прямого инвестирования в недвижимость, должны рассмотреть относительные достоинства акций занимающихся недвижимостью компаний и носителей совместных инвестиций.

Достоинства паевых трастов по сравнению с акциями занимающихся недвижимостью компаний

- **Налоги:** Недостатки налогообложения акций для не платящих налоги инвесторов, не будут полностью отражаться в дисконте, если платящие налоги фонды, такие как фонды страхования жизни, являются важными инвесторами в акции занимающихся недвижимостью компаний. Некоторые занимающиеся недвижимостью фонды доступны только для не платящих налогов пенсионных фондов, и, поэтому, могут быть эффективны с точки зрения налогообложения.

Пенсионные фонды могут платить налоги на акции занимающихся недвижимостью компаний так же, как и другие инвесторы, т.е. иметь малые налоговые льготы, или не иметь их вовсе. Поэтому, акции занимающихся недвижимостью компаний будут, для пенсионных фондов, не эффективны с налоговой точки зрения по сравнению с другими инвестициями (например, паями занимающихся недвижимостью трастов, доступных только пенсионным фондам), по которым они будут иметь налоговые льготы.

- **Стабильность цен:** открытые фонды обеспечивают более высокую степень стабильности цен. Это может быть следствием не только отрицательной мультипликативности (см. ниже), но и метода оценивания. Цена пая напрямую зависит от оценки недвижимости, тогда как котируемые цены акций определяются спросом и предложением на фондовом рынке.

Недостатки паевых трастов по сравнению с акциями занимающихся недвижимостью компаний

- **Товарность:** хотя менеджеры открытых фондов покупают пай обратно, быстрое погашение паев может быть затруднено. При недостатке наличных, фонд может быть вынужден продавать недвижимость.
- **Требования ликвидности:** открытые фонды должны поддерживать высокий уровень ликвидности на случай большого изъятия, в результате чего фонд, в сущности, является комбинацией недвижимости и денег. Это иногда называют отрицательной мультипликативностью. Вторичные сделки (т.е. покупка и продажа, не связанная с новыми выпусками) с акциями не оказывают прямого влияния на компанию, так что фонд можно полнее инвестировать в недвижимость.
- **Отсутствие дисконта и мультипликативности:** в результате, ожидаемая доходность паевых трастов может быть ниже.

Вопрос 7.13

Перечислите понятия, которые могут обсуждаться при сравнении достоинств и недостатков прямого инвестирования в недвижимость по сравнению с акциями занимающихся недвижимостью компаний.

Глава 7. Резюме

Используемые определения

Отличная недвижимость будет иметь высокие оценки по следующим показателям:

- расположение;
- возраст и состояние;
- качество арендатора;
- количество сравнимых объектов недвижимости;
- структура аренды;
- размер.

Доходность недвижимости это текущая доходность, равная ренте, деленной на стоимость.

Современная рента, это рента, которая была бы получена за здание, если бы в настоящее время был проведен открытый рыночный пересмотр ренты. Она может отличаться от фактически получаемой ренты.

Стоимость объединения – это стоимость, добавленная за счет объединения разных долей в недвижимости. Созданная доля будет иметь большую стоимость, чем сумма стоимостей исходных долей.

Фригольд и лизгольд

Фригольдер недвижимости, это абсолютный, не ограниченный во времени, владелец. Арендатор пользуется конкретной частью здания в течение указанного периода времени (в соответствии с договором) в обмен на некоторый платеж.

По сравнению с фригольд инвестированием, лизгольд короче во времени и дает более высокий начальный доход с последующим капитальным убытком.

Характеристики прямого инвестирования в недвижимость

Основными характеристиками прямого инвестирования в фригольд недвижимость являются:

- долгосрочность;
- реальность (т.е. материальность);
- реальность (т.е. стоимость поддерживается в реальных величинах);
- очень низкая товарность;
- высокие затраты на сделки и менеджмент;
- большие неделимые единицы.

Характеристики других типов прямого инвестирования в недвижимость могут быть иными, например, краткосрочная аренда больше похожа на инвестиции с твердым процентом.

Прямое инвестирование в недвижимость обеспечивает диверсификацию по отношению к фондовому рынку.

Глава 7. Резюме (продолжение)

Сектора недвижимости

На все сектора инвестирования в недвижимость влияет рост экономики, но на разные сектора влияют разные элементы экономики:

- офисы – бизнес в целом, но в особенности сектор услуг;
- магазины – потребительские расходы;
- промышленность – обрабатывающая промышленность.

Рентный доход разных секторов отражает их популярность у инвесторов и степень ожидаемого будущего роста ренты. Отличные магазины обычно имеют наименьший доход, офисы – чуть выше. Доход от промышленных объектов выше, что отражает худшие перспективы роста, меньшую товарность, более высокие издержки и более быстрый износ.

Методы финансирования

Финансирование недвижимости должно быть организовано таким образом, чтобы обеспечить инвестору подходящую форму дохода и отражать существующий риск.

Ипотека может быть уместна при высокой безопасности стоимости капитала и наличии хорошего ковенанта.

На другой стороне спектра, инвестор обычно ожидает некоторого доступа к прибыли от строительства недвижимости.

Продажа с обратной арендой является популярным способом поддержания взаимовыгодных отношений между арендатором и инвестором.

Косвенное инвестирование в недвижимость

Существует возможность косвенного инвестирования (в паи занимающихся недвижимостью трастов и акции занимающихся недвижимостью компаний). Оно помогает преодолеть некоторые ключевые проблемы прямого инвестирования (например, нехватку товарности и большие неделимые единицы), однако, имеет и свои проблемы.

Решения

Решение 7.1

Хотя ежегодный пересмотр может привести к более частому повышению уровня ренты, рост рентных доходов будет, вероятно, более чем скомпенсирован за счет дополнительных затрат, связанных с ежегодным согласованием уровня ренты.

Решение 7.2

Маржа доходности также отражает тот факт, что:

- В отличие от индексируемых государственных облигаций, недвижимость не обеспечивает полной защиты от инфляции. Рента стремится расти *примерно* в соответствии с инфляцией, в течение средних или длительных периодов времени.
- Недвижимость гораздо дороже с точки зрения покупки, продажи и управления, чем соответствующий портфель государственных индексируемых облигаций.
- Недвижимость неделима.

Решение 7.3

Воздействие будет наиболее велико для промышленной недвижимости, которая обычно имеет наименьшую стоимость участка и материал зданий которых больше подвержен изнашиванию.

Решение 7.4

Качество арендатора является критичным для объекта А, поскольку текущая рента выглядит намного выше современной величины. (Здесь предполагается, что условия аренды предусматривают только возможность повышения ренты.) Если этот арендатор откажется платить ренту, то уровень ренты упадет до уровня ренты по объекту В.

Решение 7.5

Отличные магазины обычно имеют более низкий доход, чем отличные офисы, по следующим причинам:

- будучи меньше, магазины немного более товарны;
- они будут также более товарны для арендаторов, так что в случае простоя, будет относительно легко найти нового арендатора;
- обесценивание магазинов обычно мало;
- можно считать, что предложение отличных магазинов более ограничено, что поддерживает их высокие цены. (Значимость данного утверждения снижается по мере роста популярности загородных торговых центров, как это имеет место в США.)

Решение 7.6

Рентный доход фабрик обычно выше потому, что:

- они дешевы и быстро строятся, поэтому недостаточное рыночное предложение может быть быстро скорректировано;
- они обычно быстро устаревают;
- материал фабрик подвержен износу;
- стоимость участка обычно достаточно низка, так что изнашивание и устаревание здания приводят к амортизационным затратам, которые составляют высокий процент общей стоимости;
- производящие отрасли особенно уязвимы в случае экономического спада; банкротство арендатора приведет к перерыву в рентных платежах. Это особенно важно в случае, когда здание не пригодно для других отраслей, что часто имеет место.

Решение 7.7

Аренда – это договор, позволяющий одной стороне – арендатору – использовать указанную долю недвижимости в течение указанного периода времени в обмен на некоторый платеж.

Решение 7.8

Основные отличия:

- инвестор должен платить фригольдеру земельную ренту;
- участок и здание возвращаются фригольдеру в конце срока аренды.

Решение 7.9

Фригольд обычно дает более низкий доход, поскольку он рассматривается большинством инвесторов как лучший вариант инвестирования. Это связано с тем, что фригольд:

- имеет меньше ограничений;
- имеет более высокий потенциал получения прибыли от строительства;
- не требует уплаты ренты другой стороне;
- не связан с капитальными потерями, которые имеют место по мере сокращения срока аренды;
- обычно более ликвиден.

В свете этих факторов, фригольд может быть дешевле (и выгоднее?).

Решение 7.10

Инвесторы (кредиторы) обычно требуют маржу доходности в качестве компенсации за:

- нетоварность – это наиболее важный из трех факторов, ипотека, в сущности, не товарна;
- дополнительный риск, хотя воздействие дефолта уменьшено за счет обеспечения залоговым имуществом;

- дополнительные издержки – организация и управление ипотекой.

Решение 7.11

Ипотека, вообще говоря, будет непригодна для инвестиций в недвижимость, имеющих малую безопасность. Наилучшим примером будет высоко рисковое строительство. Если финансирование обеспечивается ипотекой с твердым процентом, максимум того, что может получить организация – это возврат фондов с указанной ставкой процента. Худший вариант – утрата всего капитала.

Фиксированная ставка, необходимая для оправдания этого риска, будет, вероятно, означать нежизнеспособность проекта в целом.

Решение 7.12

Выгода инвестора, участвующего в договоре продажи с обратной арендой заключается в:

- том, что инвестор покупает активы по хорошей цене;
- (будем надеяться надежный) арендатор уже есть.

В некоторой степени, инвестор будет меньше обычного озабочен последующим банкротством арендатора, поскольку здания могут быть сданы по полной рыночной цене. (Этот комментарий неприменим к случаю, когда недвижимость имеет малую потенциальную ценность для других клиентов.)

Решение 7.13

Понятия, которые могут иметь отношение к дискуссии относительно *сравнения* прямого и косвенного инвестирования в недвижимость:

- контроль;
- корреляция с акциями;
- дисконт по отношению к нетто стоимости активов;
- диверсификация;
- делимость;
- издержки;
- экспертиза;
- подверженность другим секторам;
- вынужденная продажа;
- мультипликативность;
- товарность;
- налогообложение;
- оценивание;
- нестабильность.