

КОММЕРЧЕСКАЯ НЕДВИЖИМОСТЬ: ГЛОБАЛЬНЫЕ ТЕНДЭЫ И МЕТОДИКА ФОРМИРОВАНИЯ РЕЙТИНГА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ

А. М. РОДЕНЯ¹⁾

¹⁾Белорусский государственный университет,
пр. Независимости, 4, 220030, г. Минск, Беларусь

Выявляются и формализуются новые тренды мирового рынка коммерческой недвижимости. Анализируется инвестиционный процесс на рынке коммерческой недвижимости и определяется роль инвестиционных фондов недвижимости в нем. Предлагается методика формирования рейтинга таких фондов с позиций инвестора.

Ключевые слова: коммерческая недвижимость; тренды рынка недвижимости; инвестиции в недвижимость; инвестиционные фонды недвижимости; рейтинг фондов недвижимости.

COMMERCIAL REAL ESTATE: GLOBAL TRENDS AND METHODS OF RATING INVESTMENT FUNDS

A. M. RADENIA^a

^aBelarusian State University, 4 Niezaliezhnasci Avenue, Minsk 220030, Belarus

New trends in the global commercial real estate market are being identified and formalised. The investment process in the commercial real estate market and the special role of real estate investment funds in it are analysed. A methodology for rating such funds from the investor's perspective is proposed.

Keywords: commercial real estate; real estate market trends; real estate investments; real estate investment funds; real estate funds rating.

Введение

Термин «недвижимость», под которым подразумеваются объекты материального мира (здания, сооружения и т. д.), возник, видимо, еще в 1500 г. в Англии и был заимствован в Северную Америку, где окончательно сформировался как юридическое понятие (нормативный подход, восходящий к Договору

Образец цитирования:

Роденя АМ. Коммерческая недвижимость: глобальные тренды и методика формирования рейтинга инвестиционных фондов. *Журнал Белорусского государственного университета. Экономика*. 2023;1:116–120.
EDN: VURBPU

For citation:

Radenia AM. Commercial real estate: global trends and methods of rating investment funds. *Journal of the Belarusian State University. Economics*. 2023;1:116–120. Russian.
EDN: VURBPU

Автор:

Александр Михайлович Роденя – аспирант кафедры аналитической экономики и эконометрики экономического факультета. Научный руководитель – кандидат экономических наук, доцент Е. Г. Господарик.

Author:

Aleksander M. Radenia, postgraduate student at the department of analytical economics and econometrics, faculty of economics.
radenia86@mail.ru

о приобретении США французских владений в Северной Америке от 30 апреля 1803 г.), хотя, безусловно, права собственности на недвижимость и правила перехода их от одного собственника к другому существовали еще в римском праве.

Современные юридические определения понятия «недвижимость» отличаются многообразием: в некоторых странах к недвижимости относятся предприятия как имущественные комплексы, воздушные и морские суда, а также недра, леса, земли. В рамках настоящей статьи объект недвижимости интерпретируется как материальный актив, предназначенный для собственного потребления или получения дохода от продажи или сдачи его в аренду, при этом он является объектом инвестирования (подробный анализ определений представлен в публикациях [1–4]).

В общегосударственном классификаторе Республики Беларусь ОКРБ 005-2011 «Виды экономической деятельности» операции с недвижимым имуществом (секция L разд. 68) включают покупку и продажу собственного недвижимого имущества, сдачу внаем арендуемого и собственного недвижимого имущества, а также действия с недвижимым имуществом за вознаграждение или на договорной основе.

В статье [1] проанализированы страновые различия в подходах к определению коммерческой недвижимости. В настоящем исследовании в соответствии с установившейся белорусской и российской практикой к коммерческой недвижимости относятся объекты торговой, офисной, индустриальной, логистической, социальной (медицинские и спортивные центры) недвижимости, способные генерировать доход. В понятие «коммерческая недвижимость» не включается недвижимость, предназначенная для удовлетворения личных нужд собственника.

Под рынком коммерческой недвижимости с экономической точки зрения понимаются институты (нормативные институты по передаче прав собственности, субъекты предложения и субъекты спроса), посредники-риелторы, оценщики, профессиональные ассоциации, государственные органы (Государственный комитет по имуществу Республики Беларусь, Национальное кадастровое агентство и т. д.). Рынок аренды следует включать в рынок коммерческой недвижимости.

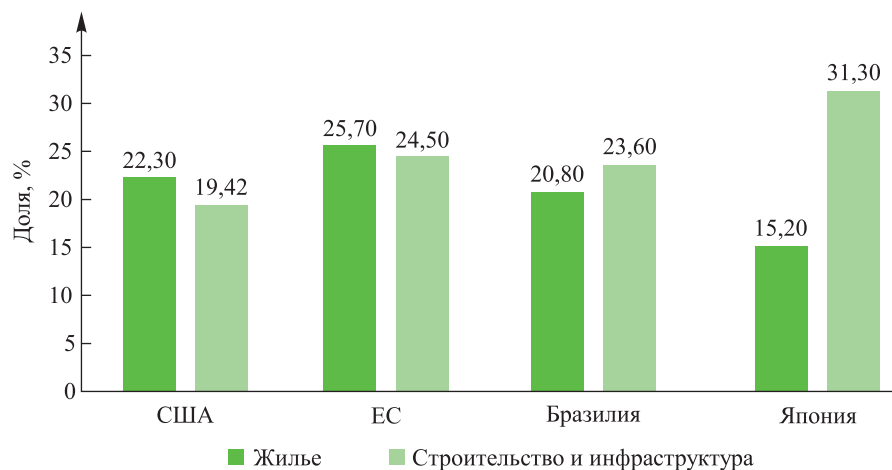
Основная часть

Новые тренды мирового и национального рынка коммерческой недвижимости. В статье [1] были выделены девять трендов мирового рынка коммерческой недвижимости, сформировавшихся до пандемии COVID-19. С учетом новых процессов к числу подобных трендов, характерных для России и Беларуси, могут быть отнесены:

- опережающий рост наиболее прибыльного логистического сегмента складских помещений класса *built-to-suit*;
- активный рост спроса на офисную недвижимость высокого класса – так называемые гибкие пространства, сети коворкингов с некоторыми стандартами умной недвижимости (падение спроса на стандартные офисы из-за перехода населения на удаленный формат работы и его частичной релокации (примерно 15 тыс. ИТ-специалистов));
- трансформация торговой недвижимости в многофункциональные центры, включая аутлет-центры, а также центры выдачи товаров, заказанных по системе электронной торговли, увеличение спроса на помещения, пригодные для оказания различных услуг, в том числе развлекательных;
- освобождение торговых площадей и временное увеличение объема свободных площадей, которые быстро занимают отечественными ретейлерами, вследствие ухода с рынка международных брендов ретейла;
- перевод объектов недвижимости в более высокий класс.

Мировой рынок недвижимости становится все более глобальным, важную роль начинают играть инвестиции. По данным компании *Statista*, в 2022 г. объем рынка коммерческой и жилой недвижимости увеличился до 2,8 трлн долл. США, а общий оборот капитала, циркулирующего на этом рынке, достиг 7,2 трлн долл. США. Рынок недвижимости позднее других рынков начал массово использовать цифровые технологии, в первую очередь технологии искусственного интеллекта и больших данных. Одна из новых бизнес-моделей в сфере покупки и продажи недвижимости – система *iBuyer*, позволяющая не только автоматизировать покупку, продажу или аренду недвижимости, но и автоматически оценить ее стоимость. Прогнозируется рост популярности системы электронных платежей.

На рисунке показан удельный вес инвестиций в недвижимость от доли суммарных годовых инвестиций некоторых стран. В мире удельный вес инвестиций в недвижимость достигает 40–50 % от суммарных инвестиций.



Удельный вес инвестиций в недвижимость от суммарных годовых инвестиций в 2021 г.
(разработано на основе данных Организации экономического сотрудничества и развития)

Share of investment in real estate of total annual investments in 2021
(developed on the basis of data from the Organisation for Economic Cooperation and Development)

Инвестиционные фонды недвижимости. Появившиеся в 1961 г. в США инвестиционные фонды недвижимости (*real estate investment trust, REIT*) в последние годы стали привлекать значительные ресурсы коллективных инвестиций, и США стали мировым лидером по активам REIT (их число превысило 200).

В соответствии с законодательством большинства стран REIT должны получать прибыль от сдачи недвижимости в аренду, ее продажи или взимания процентов по закладным ипотечных ценных бумаг, а именно вкладывать в недвижимость не менее 75 % активов и получать не менее 75 % доходов от этого бизнеса. Достоинство таких фондов – защищенность от инфляции. В основном инвесторы получают прибыль от дивидендов. Защищенность REIT от инфляции обусловлена тем, что повышение арендной платы привязано к индексу потребительских цен (*consumer price index, CPI*). Следует заметить, что REIT, включенные в индекс *S & P United States REIT*, чаще всего обгоняют по доходности REIT, входящие в состав индекса *S & P 500*.

В мировом рейтинге эффективности инвестиций в недвижимость, формируемом по трем главным показателям (стоимость аренды, налоговая ставка, доходность аренды), лидируют Филиппины, ОАЭ, Коста-Рика, Панама, Индонезия, Барбадос, Таиланд, Ирландия, Франция и Кипр.

Закон Республики Беларусь от 14 октября 2022 г. № 213-З «Об инвестиционных фондах» позволяет организовывать REIT, но отсутствие налоговых льгот, которые обычно имеют такие фонды, сдерживает их создание. В России REIT существуют в форме закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости и они освобождены от налога на землю и имущество. У большинства российских REIT паи не продаются на бирже, тем не менее в стране их насчитывается более 500. Однако закрытость, отсутствие юридического лица, невозможность досрочно получить прибыль, высокий порог входа на рынок (300 тыс. руб.) и неспособность выхода из него тормозят развитие подобных фондов. Доходность российских REIT составляет от 8 до 15 %.

К преимуществам инвестирования в REIT относятся низкий порог входа на рынок (покупка недвижимости для сдачи в аренду требует значительно больших затрат), высокая ликвидность (акции REIT, как правило, торгуются на биржах), регулярные дивиденды, которые варьируются от 7 до 10 % на среднем и длинном отрезках времени, низкие затраты на владение недвижимостью (пай дает право на владение долей собственности без затрат на ее ремонт и т. д.), защита от инфляции (арендные договоры обычно включают поправку на инфляцию), диверсификация инвестиций в недвижимость (пай в REIT распространяется на различные объекты недвижимости), а также налоговые льготы во многих странах.

Риски инвестирования в REIT делятся на макроэкономические, рыночные и валютные риски, а также на риски запыляемости и риски удорожания содержания объектов недвижимости. Макроэкономические риски связаны с инфляцией, финансовым кризисом, и для их минимизации необходима диверсификация сфер недвижимости у фонда. Рыночные риски сопряжены со снижением стоимости ренты, падением цен на недвижимость. К валютным рискам относятся риски снижения курсов валют, в которых номинированы паи. Для их минимизации рекомендуется диверсификация в американские, европейские, азиатские REIT. Рисков запыляемости можно избежать правильным выбором объектов, составлением договоров аренды на продолжительные сроки. Кроме того, на доходность REIT негативно влияет повышение процентных ставок, что замедляет продажи недвижимости, особенно жилой.

Методика формирования рейтинга инвестиционных фондов недвижимости. Важное значение в формировании подобного рейтинга имеет выбор показателей для оценки доходности и риска фонда. Можно отобрать следующие показатели:

- показатель капитализации (указывает на рыночную стоимость REIT);
- показатель доходности (средний исторический уровень дивидендов);
- мультипликатор рыночной стоимости акции в сравнении с прибылью, генерируемой компанией (отношение капитализации компании к чистой прибыли);
- мультипликатор рентабельности капитала;
- поток денежных средств от операционной деятельности (разница между суммой чистой прибыли и амортизации недвижимости и прибылью от продажи недвижимости, принадлежащей фонду);
- мультипликатор объема денежных средств на одну акцию, рост которого говорит о будущем увеличении дивидендов.

Мультипликатор рыночной стоимости акции в сравнении с прибылью, генерируемой фондом, рассчитывается по формуле

$$\frac{P}{E},$$

где P – стоимость акций фонда (его рыночная капитализация); E – чистая прибыль фонда.

Мультипликатор объема денежных средств на одну акцию рассчитывается по формуле

$$\frac{FFO}{S},$$

где FFO – поток денежных средств от операционной деятельности; S – стоимость всех акций.

Суммарный балл REIT рассчитывается как среднее (арифметическое или геометрическое) отобранных показателей, каждый из которых предварительно шкалируется, т. е. переводится в одну шкалу измерения от 0 до 1 по формуле

$$X_i^{\text{шкал}} = \frac{x_i - x_{\min}}{x_{\max} - x_{\min}},$$

где $X_i^{\text{шкал}}$ – шкалированное значение i -го показателя x_i ; $x_{\min}$ – минимальное значение показателя i по всей выборке рейтингуемой шкалы; $x_{\max}$ – максимальное значение показателя i по всей выборке рейтингуемой шкалы.

В таблице приведены значения показателя капитализации, показателя доходности, мультипликатора рыночной стоимости акции в сравнении с прибылью, генерируемой компанией, и мультипликатора рентабельности капитала, необходимые для формирования рейтинга пяти ведущих американских REIT.

Значения некоторых показателей ведущих REIT по итогам 2021 г.

The values of the indicators for the leading REITs in 2021

REIT	Показатель капитализации		Показатель доходности		Отношение капитализации компании к чистой прибыли		Мультипликатор рентабельности капитала		Суммарный балл
	Значение, млрд долл. США	Балл	Значение, %	Балл	Значение	Балл	Значение, %	Балл	
<i>American Tower Corporation</i>	116,1	1,0	2,27	0,01	43,6	0,74	5,78	1,0	2,75
<i>Prologis</i>	86,6	0,70	2,74	0,36	23,1	0	4,99	0,74	1,80
<i>Digital Realty Trust</i>	37,1	0,19	3,69	1,0	27,4	0,16	4,82	0,68	2,03
<i>Alexandria Real Estate Equities</i>	21,6	0,03	3,54	0,90	48,5	0,92	2,75	0	1,85
<i>Sun Communities</i>	18,9	0	2,26	0	50,8	1,0	3,07	0,11	1,11

Исходя из данных, представленных в таблице, минимальное значение показателя капитализации равняется 18,9 млрд долл. США, максимальное значение этого показателя – 116,1 млрд долл. США, а разность этих значений составляет 97,2 млрд долл. США. Минимальное значение показателя доходности равняется 2,26 %, максимальное значение этого показателя – 3,69 %, а разность этих значений – 1,43 %. Минимальное значение мультипликатора рыночной стоимости акции в сравнении с прибылью, генерируемой компанией, равняется 23,1, максимальное значение этого мультипликатора – 50,8, а разность этих

значений – 27,7. Минимальное значение мультипликатора рентабельности капитала равняется 2,75 %, максимальное значение этого мультипликатора – 5,78 %, а разность этих значений – 3,03 %.

Таким образом, фонд *American Tower Corporation*, специализирующийся на инвестициях в развитие вышек сотовой связи, занимает 1-е место в рейтинге, фонд *Digital Realty Trust*, занимающийся инвестициями в независимые от операторов центры обработки данных, – 2-е место, фонд *Alexandria Real Estate Equities*, специализирующийся на инвестициях в фармацевтические центры, – 3-е место, фонд *Prologis*, занимающийся инвестициями в складские центры, – 4-е место, а фонд *Sun Communities*, специализирующийся на инвестициях в сообщества промышленного жилья, транспортных средств для отдыха и в строительство пристаней для яхт, – 5-е место.

Заключение

Формирование институтов развития рынка коммерческой недвижимости в Беларуси находится на начальной стадии, несмотря на быстрый прирост продаваемой и сдаваемой в аренду офисной, торговой, складской и социальной недвижимости. Однако отсутствует главный компонент такого рынка – REIT, которые позволяли бы домашним хозяйствам и институциональным инвесторам покупать не квартиры или площади в коммерческих центрах, а паи в диверсифицированных портфелях недвижимости. Вместо этого на белорусском рынке предлагаются только корпоративные облигации девелоперских фирм, а также площади в объектах недвижимости, которые покупают мелкие инвесторы для сдачи в аренду. Появление малорисковых и среднерисковых REIT существенно оживило бы рынок коммерческой и жилой недвижимости и привлекло коллективные инвестиции населения в него.

Необходимо вызвать интерес к данному сегменту. Например, такие фонды могли бы открыть банки. Возникла бы проблема выбора REIT, и для ее решения в статье предложена методика выбора инвестором своего REIT и на примере пяти крупнейших REIT США проиллюстрирована ее работа.

Библиографические ссылки

1. Роденя АМ. Рынок коммерческой недвижимости Беларуси: понятие, основные виды, специфика, прогноз. *Журнал Белорусского государственного университета. Экономика*. 2020;2:102–103.
2. Седипкова СВ. Паевые инвестиционные фонды недвижимости как инструмент коллективных инвестиций в России и США. *Мир экономики и управления*. 2019;19(2):65–75. DOI: 10.25205/2542-0429-2019-19-2-65-75.
3. Mazurchak A. Development of real estate investment trust (REIT) regime in Europe. *Journal of International Studies*. 2011; 4(1):115–123.
4. Feng Zhilan, McKay Price S, Sirmans CF. An overview of equity real estate investment trusts (REITs): 1993–2009. *Journal of Real Estate Literature*. 2011;19(2):1–53. DOI: 10.1080/10835547.2011.12090304.

References

1. Radenia AM. Commercial real estate market of Belarus: concept, main types, specifics, forecast. *Journal of the Belarusian State University. Economy*. 2020;2:102–103. Russian.
2. Sedipkova SV. REITs as an instrument of collective investments in Russia and the USA. *World of Economics and Management*. 2019;19(2):65–75. Russian. DOI: 10.25205/2542-0429-2019-19-2-65-75.
3. Mazurchak A. Development of real estate investment trust (REIT) regime in Europe. *Journal of International Studies*. 2011; 4(1):115–123.
4. Feng Zhilan, McKay Price S, Sirmans CF. An overview of equity real estate investment trusts (REITs): 1993–2009. *Journal of Real Estate Literature*. 2011;19(2):1–53. DOI: 10.1080/10835547.2011.12090304.

Статья поступила в редакцию 26.03.2023.
Received by editorial board 26.03.2023.