

Сметанин В. С.

*аспирант Финансового университета при Правительстве РФ
e-mail: vssmetanin@rambler.ru*

Анализ деятельности инвестиционных фондов недвижимости

В статье рассматривается процесс анализа и оценки эффективности деятельности инвестиционных фондов недвижимости, различные коэффициенты и показатели, которые при этом применяются.

Ключевые слова: *инвестиционный фонд недвижимости, траст, закрытый паевой инвестиционный фонд, коэффициенты операционной эффективности фонда.*

Smetanin V. S.

*Postgraduate student of Financial University
under the Government of the Russian Federation*

Real estate investment funds business analysis

The subject of this article is a process of real estate investment funds business analysis and efficiency assessment. The author also studies various coefficients and indicators that may be used in this process.

Keywords: *real estate investment fund, trust, close-end share investment fund, fund operational efficiency coefficients.*

Ценные бумаги фондов недвижимости, как правило, рассматриваются инвесторами во всем мире как актив с хорошо прогнозируемой, достаточно стабильной доходностью, и в этой связи являются альтернативным облигациям и привилегированным акциям инструментом. При этом сравнительный анализ эффективности ведения бизнеса фондов недвижимости для целей выбора наиболее приемлемого варианта для инвестиций может представлять собой непростую задачу, что связано со следующими причинами:

1) Фонды недвижимости в силу долгосрочного характера инвестиций являются фондами закрытого типа. Это значит, что ликвидность ценных бумаг фонда (акции, паи) сосредоточена на вторичном рынке этих финансовых инструментов, выдача новых ценных бумаг и погашение выпущенных в обращение в общем случае не осуществляются до завершения (прекращения) фонда.

2) В ряде случаев ликвидность вторичного рынка ценных бумаг фонда недвижимости является низкой, а иногда вообще отсутствует.

3) Оценка текущей доходности инвестиций может быть ограничена или существенно затруднена. Расчет доходности может базироваться на собственной оценке менеджмента фонда (управляющей компании фонда) либо независимой оценке объектов, приобретенных в состав активов фонда. Необходимо отметить ограниченные возможности частного инвестора, выступающего в данном случае как партнер с ограниченной ответственностью (limited partner ¹) влиять на выбор независимого оценщика, а также возможность возникновения сомнений в качестве оценки справедливой стоимости активов, произведенной менеджментом фонда (управляющей компании фонда).

4) Недостаток либо полное отсутствие аналитических материалов. Поставщики информации на финансовых рынках (информационные и рейтинговые агентства, инвестиционные банки, брокерские фирмы и др.) анализируют (а также обновляют сведения с определенной периодичностью) бизнес крупнейших инвестиционных трастов недвижимости (США, Великобритания). По большинству торгуемых на фондовой бирже ценных бумаг фондов недвижимости аналитика отсутствует или не является регулярно обновляемой.

5) Ощутимая нехватка информации, касающейся деятельности инвестиционных фондов недвижимости, раскрываемой публично. Сведения о бизнесе фондов в ряде случаев (например, закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости (ЗПИФ)) относятся к конфиденциальной информации и не доступны любому заинтересованному лицу. Фонды, ценные бумаги которых торгуются на фондовой бирже, публикуют отчетность в соответствии с законодательством. Однако следует отметить, что данных сведений не всегда бывает достаточно для полноценного анализа. Последнее утверждение не относится к фондам, созданным в форме public company (публичной компании, в случае России – открытого акционерного общества).

В данном случае инвестор при принятии решения о сделке вынужден руководствоваться той информацией, которая имеется в его распоряжении.

Рассмотрим показатели операционной эффективности фондов недвижимости (как российских, так и иностранных).

¹ Limited partner (LP) – партнер с ограниченной ответственностью, инвестор в товарищество с ограниченной ответственностью, не принимающий участия в управлении бизнесом и отвечающий по обязательствам товарищества только своим взносом в его капитал. Федоров Б.Г. Новый англо-русский банковский и инвестиционный энциклопедический словарь. Т. 2 (L-Z). – С. 38.

1. Операционные расходы / Размер фонда. Рассчитывается по следующей формуле:

$$K_1 = \frac{OC}{I},$$

где K_1 – коэффициент «операционные расходы / размер фонда»;
 OC – операционные расходы фонда по итогам последнего отчетного года,

I – совокупные инвестиции в фонд, осуществленные инвесторами в денежном выражении.

В данном случае не рассматриваются инвестиции в форме активов (в том числе при условии согласования оценки стоимости всеми инвесторами). Коэффициент показывает процент вложенных в фонд денежных средств, ежегодно расходуемый на операционную деятельность. Данный показатель не должен превышать средние цифры по данной отрасли рынка коллективных инвестиций.

Также в случае использования вместо суммы инвестиций текущей оценки чистых активов фонда может быть рассчитан модифицированный коэффициент «операционные расходы/размер фонда»:

$$K'_1 = \frac{OC}{A},$$

где K'_1 – модифицированный коэффициент «операционные расходы/размер фонда»;

A – стоимость активов фонда.

В данном случае K'_1 не является оценкой коэффициента, неочищенной от влияния менеджмента фонда, т.к. предполагает применение оценки стоимости чистых активов, объективность которой может вызывать сомнение у инвесторов. В связи с этим рекомендуется использовать K_1 .

2. Доля инвестиций в профильные для фонда активы по отношению к размеру фонда. Этими активами могут быть права собственности на объекты недвижимости определенного рода. Например, коммерческая недвижимость в определенном регионе либо определенного типа (вида). Фонд создается с целью осуществления инвестиций в конкретные объекты недвижимости – в форме приобретения прав собственности, аренды или других прав. Определить, какие активы являются профильными, возможно, ознакомившись с инвестиционным регламентом (декларацией) фонда недвижимости. Доля инвестиций в профильные для фонда активы по отношению к размеру фонда рассчитывается по следующей формуле:

$$K_2 = \frac{I_n}{I},$$

где I_n – инвестиции в профильные активы, упомянутые в качестве таковых в инвестиционной декларации.

Сравнение фондов недвижимости можно осуществить при сопоставлении значений данного коэффициента по состоянию на определенный период времени с момента создания фонда. Например, на конец третьего года осуществления деятельности фондом.

Высокое значение данного показателя является позитивным фактором. При этом следует учитывать, что фонду необходим резерв денежных средств, размещаемый на расчетных счетах в банках и в инструменты с фиксированной доходностью (банковские депозиты, облигации и пр.), для оплаты текущих расходов.

3. Операционные затраты фонда в расчете на 1 проект (объект недвижимости).

В случае если фонд недвижимости реализует несколько инфраструктурных (строительных) проектов, для такого фонда целесообразно рассчитывать приходящиеся на 1 проект операционные расходы.

$$K_3 = \frac{OC}{N},$$

где K_3 – коэффициент «операционные расходы в расчете на 1 проект (объект недвижимости)»;

N – число проектов, реализуемых фондом.

Коэффициент также может быть использован для сопоставления фондов, которые ориентированы на покупку / аренду объектов недвижимости. Преимущество K_3 перед простым сопоставлением на предмет лучшей диверсификации по числу активов в том, что данный коэффициент отражает затраты менеджмента фонда на реализацию одного проекта, тем самым описывает операционную эффективность с учетом известных ограничений.

Также рассчитывается модифицированный коэффициент K'_3 Операционные затраты фонда в расчете на 1 проект (объект недвижимости) по отношению к размеру фонда (либо стоимости чистых активов фонда).

$$K'_3 = \frac{K_3}{I},$$

где K'_3 – коэффициент «операционные затраты фонда в расчете на 1 проект (объект недвижимости) по отношению к размеру фонда (стоимости чистых активов фонда)».

Вместо I в знаменателе дроби можно использовать NA .

Чем ниже значения K_3 и (или) K'_3 , тем выше операционная эффективность фонда.

4. Сопоставление различных статей расходов фонда с размером инвестиций (совокупными чистыми активами).

$$K_4 = \frac{C_i}{I},$$

где C_i – статья расходов фонда недвижимости.

Основные расходы инвестиционных фондов связаны с:

- оплатой труда сотрудников, а также выплатами социального характера, командировочными расходами и т.д.;
- арендой офиса;
- оплатой консультационных услуг, в т.ч. по договорам с юридическими фирмами, независимыми оценщиками, другими экспертами.

Также, как в случае K_3 , вместо I в знаменателе дроби можно использовать NA .

Фонды, имеющие более низкие значения K_4 , являются сравнительно более эффективными.

Следует отметить, что данные о разбивке расходов фонда недвижимости по статьям, как правило, отечественными фондами не публикуются. В отчетности, подаваемой управляющими компаниями (УК) закрытых паевых инвестиционных фондов (ЗПИФ) в Банк России, и предоставляемой пайщикам ЗПИФ в соответствии с действующими нормативно-правовыми актами, раскрываются расходы на оплату услуг управляющей компании, специализированного депозитария, регистратора, аудитора и оценщика, а также прочие расходы. В этом случае инвесторы могут провести сравнение фондов по данным статьям затрат.

5. Горизонтальный анализ операционных расходов.

Инвестору следует рассчитать темпы роста (снижения) операционных расходов фонда недвижимости за последний отчетный год (иной период времени).

$$T_i = \frac{OC_i - OC_{i-1}}{OC_{i-1}},$$

где T_i – темп роста операционных расходов за i -ый период времени;

OC_i – операционные расходы за i -ый период времени;

OC_{i-1} – операционные расходы за аналогичный период, предшествующий i -му периоду времени.

Далее, необходимо найти средний темп роста операционных расходов за весь период деятельности фонда.

$$\bar{T} = \sqrt[n]{(1 + T_1) \times (1 + T_{1+1}) \times \dots \times (1 + T_n)},$$

где \bar{T} – средний темп роста операционных расходов за весь период деятельности фонда;

$T_1 \dots T_n$ – темпы роста операционных расходов за каждый период деятельности фонда.

6. Доходность.

Преимущественно применяется для фондов недвижимости, регулярно выплачивающих доходы по выпущенным (выданным, эмитированным) ими (либо управляющими компаниями фондов) ценным бумагам (далее – ценные бумаги фонда). В России применяется для рентных ЗПИФ.

Для расчета доходности может быть использована следующая формула.

$$Y_i = \frac{D_i}{I},$$

где Y_i – доходность ценных бумаг фонда недвижимости за i -ый период времени;

D_i – выплаты по ценным бумагам фонда недвижимости.

Y_i может быть рассчитана как классический показатель «Earnings per share²», т.е. как чистая прибыль, приходящаяся на 1 ценную бумагу фонда.

Также, как в случае K_3 и K_4 , вместо I в знаменателе дроби можно использовать NA .

$$\bar{Y} = \sqrt[n]{(1 + Y_1) \times (1 + Y_{1+1}) \times \dots \times (1 + Y_n)},$$

где \bar{Y} – средняя доходность ценных бумаг фонда за весь период деятельности фонда;

$Y_1 \dots Y_n$ – темпы роста операционных расходов за каждый период деятельности фонда.

В случае фондов недвижимости, не выплачивающих регулярные доходы по ценным бумагам, может быть опубликована текущая нереализованная доходность инвесторов. Как было упомянуто выше, инвестору следует осторожно относиться к данным цифрам в виду заинтересованности менеджмента фонда отразить в отчетности, которая

² Earnings per share – прибыль на акцию.

направляется в регулирующие органы и инвесторам, привлекательные показатели текущей доходности. Инвестор может, при наличии сведений об объектах недвижимости, составляющих инвестиционный портфель фонда, оценить данные активы с использованием одного из подходов к оценке активов (доходного, затратного и сравнительного). В последнем случае требуются профессиональные знания в области инвестиционной оценки, а также значительные затраты времени и сил. Поэтому данная процедура, как правило, доступна лишь институциональным инвесторам.

7. Доля занятых арендаторами площадей.

Используется для анализа деятельности рентных фондов. Публикуется управляющей компанией или менеджментом фонда недвижимости (в зависимости от организационно-правовой формы фонда). Показатель позволяет оценить эффективность работы управляющих активами фонда: чем выше данный показатель, тем эффективнее. Для недавно (менее 2 лет) созданных фондов, как правило, не используется.

В условиях неполного раскрытия информации для потенциальных инвесторов (по сравнению, например, с фондами акций) следует также применять нематематические (субъективные) методы сравнения эффективности бизнеса фондов недвижимости. По нашему мнению, следует проводить анализ по следующим направлениям.

1. Экспертная оценка опыта и компетенций менеджмента фонда недвижимости.

Обязательным для инвестора является сбор информации (фактов и мнений экспертов) о каждом действующем топ-менеджере, т.е. сотруднике фонда недвижимости, ответственном за принятие инвестиционных и иных существенных для бизнеса фонда управленческих решений.

В данном случае ключевой признается информация о доходности закрытых сделок, реализованных инфраструктурных проектах, опыте работы в фондах недвижимости (иных инвестиционных фондах), совместном опыте работы топ-менеджеров и других аспектах, которые инвестор считает значимыми для принятия решения о приобретении ценных бумаг фонда. Преимущество отдается проверенной (подтвержденной) информации о доходности инвестиций. Результатом анализа является собственное субъективное мнение, подкрепленное фактами и суждениями.

Неприемлемым является инвестирование в ценные бумаги фондов недвижимости (равно как и иных инвестиционных фондов), топ-менеджеры (или иные лица, влияющие на принятие управленческих

решений) которых были уличены либо заподозрены органами государственной власти в недобросовестных действиях, в т.ч. наказуемых в соответствии с законом.

2. Экспертная оценка инвестиционной привлекательности отдельных инфраструктурных проектов (активов) фонда недвижимости.

Проводится в соответствии с предоставленными фондом материалами. Перечень активов может быть раскрыт, например, в справке о стоимости активов ЗПИФ, подаваемой в Банк России ежемесячно, в отчетности по форме 10-К, подаваемой REITs³ в SEC⁴ и т.п. Инвестор формирует субъективное мнение относительно реалистичности доходной и затратной частей бизнес-плана инфраструктурного проекта (в случае предоставления таких материалов фондом). Институциональные инвесторы могут привлекать независимых экспертов для указанных целей.

3. Экспертная оценка уровня диверсификации портфеля по числу проектов и отраслям (подотраслям) рынка недвижимости.

Инвестор оценивает диверсификацию портфеля фонда с точки зрения личных предпочтений относительно соотношения риска и доходности. Следует отметить, что для фондов недвижимости, реализующих инфраструктурные проекты, привычные понятия степени диверсификации портфеля активов применимы с существенными оговорками. В частности, возможна ситуация, при которой наличие в портфеле единственного инфраструктурного проекта не рассматривается как повышенный риск для инвестора в связи со специфическими параметрами этого проекта (гарантии государства, монопольное положение на региональном рынке и пр.).

При этом в случае фондов недвижимости, инвестирующих в уже возведенные объекты инфраструктуры, имеются требования по диверсификации. В частности, портфель фонда должен быть диверсифицирован:

- по числу активов;
- с географической точки зрения (в портфеле есть объекты из разных регионов страны и (или) мира);
- по сегментам рынка недвижимости (в портфель включены активы из различных секторов (коммерческая, жилая, складская недвижимость, земельные участки различных категорий и т.д.).

³ REIT – real estate investment trust – инвестиционный траст недвижимости. Общеупотребительное название фондов недвижимости, используемое во многих странах мира (США, Великобритания, Япония, Германия и т.д.).

⁴ SEC – Securities and Exchange Commission – Комиссия по ценным бумагам и биржам США.

По результатам проведенного анализа могут быть сформированы сводные таблицы, в которых по каждому из указанных направлений исследования фондам недвижимости проставляются баллы. Ценные бумаги фонда (фондов), набравших максимальное количество баллов, рассматриваются как приоритетные для инвестирования.

В качестве примера проанализируем случайную выборку из 46 REITs, публикующих свою отчетность на своих официальных сайтах в Интернет. В качестве K_4 используем соотношение расходов на содержание управляющей команды фонда (оплату труда и содержание офиса либо выплаты вознаграждения за управление). Ниже приведены медианные значения коэффициентов операционной эффективности для каждой отрасли бизнеса анализируемых REITs.

Таблица

Медианные значения коэффициентов эффективности REITs по отраслям бизнеса

Наименование отрасли	K'_1	K_2	K_3 (млн долл.)	K'_3	K_4	K'_5	Y (2013)	Осс. ⁵
Apartment	8,25%	88,08%	3,07	0,25%	1,71%	16,38%	1,69%	95,00%
Hotels	16,58%	86,12%	6,52	0,94%	1,50%	5,63%	3,01%	73,10%
Offices	9,65%	76,86%	5,33	0,28%	2,25%	10,08%	3,48%	89,00%
Retail	6,45%	90,71%	2,03	0,25%	1,73%	22,60%	5,29%	95,05%
Mortgage	0,79%	94,25%	n/a	n/a	1,19%	14,16%	6,00%	n/a
Health Care	7,30%	88,68%	2,46	0,08%	1,35%	45,59%	0,98%	95,65%
Industrial	6,50%	91,84%	0,39	0,03%	1,80%	21,92%	2,53%	92,85%
Various	9,75%	85,97%	2,58	0,08%	1,79%	5,97%	6,59%	89,90%
Среднее значение по всем фондам	7,71%	85,82%	3,43	0,34%	2,00%	55,71%	3,45%	89,6%
Медианное значение по всем фондам	7,16%	88,04%	2,54	0,14%	1,70%	16,38%	3,53%	93,1%

Для установления наиболее эффективного с операционной точки зрения фонда в первую очередь производится сравнение показателя каждого фонда с медианным либо со средним значением по всем фондам. По итогам сравнения выявляются фонды с лучшими показателями. В нашем примере анализ проведен по следующему принципу. В случае если значение коэффициента для каждого фонда ниже/выше (в зависимости от коэффициента) медианного значения, баллы не начисляются, в противном случае начисляется 1 балл. Например, в случае если Y(доходность) фонда ниже медианы, то балл не начисляется, если равен или выше, то начисляется 1 балл. Максимальное число

⁵ Оссурпансу – доля принадлежащих фонду площадей, сданных в аренду.

баллов (6 из 7 возможных) набрали 3 фонда: British Land, National Retail Properties и Ventas. Таким образом, инвестору следует инвестировать свои средства в один из указанных фондов (например, в соответствии с отраслевыми предпочтениями) или приобрести ценные бумаги всех трех фондов, тем самым диверсифицировав свои инвестиции. Инвестор также может применить дополнительный показатель «доля занятых арендаторами площадей» (occupancy). В этом случае следует инвестировать в траст National Retail Properties, т.к. его показатель 98,1% является наивысшим среди указанных выше трех фондов.

С учетом известных ограничений и оговорок все рассмотренные в настоящей статье показатели эффективности деятельности фондов могут быть применены и к другим инвестиционным фондам, ориентированным на прямые инвестиции (например, венчурным, кредитным фондам).

Вопросы оценки эффективности деятельности фондов недвижимости, как и иных «закрытых» фондов, пока не получили в отечественной экономической науке должного внимания. Предполагаем, что в ближайшее время, в том числе в рамках научных дискуссий, будут разработаны новые принципы и показатели, позволяющие производить сравнения бизнеса фондов недвижимости.

Используемые источники

1. Об инвестиционных фондах : федер. закон : [от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ : в посл. ред. от 23 июля 2013 г.] [Электронный ресурс]. — Электронные дан. — Режим доступа: <http://base.garant.ru/12124999/>, свободный. — Загл. с экрана.
2. О Типовых правилах доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом : постановление Правительства РФ : [от 25 июля 2002 г. № 564 : в посл. ред. от 1 сен. 2008 г.] [Электронный ресурс]. — Электронные дан. — Режим доступа: <http://base.garant.ru/12127648/>, свободный. — Загл. с экрана.
3. Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов [Электронный ресурс] : [утверждено Приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 28 дек. 2010 г. № 10-79/пз-н : в посл. ред. от 31 мая 2011 г.]. — Режим доступа: <http://base.garant.ru/12184058/#1000>, свободный. — Загл. с экрана.
4. Положение об отчетности акционерного инвестиционного фонда и отчетности управляющей компании паевого инвестиционного фонда : [утверждено Постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 22 октября 2003 г. № 03-41/пс]. — Режим доступа: <http://base.garant.ru/12133298/>, свободный. — Загл. с экрана.
5. Абрамов, А.Е. Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России / А.Е. Абрамов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.