

ИНВЕСТИЦИИ В НЕДВИЖИМИ ИМОТИ – ПАЗАРНИ ХАРАКТЕРИСТИКИ, МОДЕЛИ И РЕШЕНИЯ ЗА СЕЛЕКЦИЯ

Любомир Любомиров Димитров
Стопанска академия „Д. А. Ценов” – гр. Свищов
Катедра „Финанси и кредит”

Резюме: Разработката разглежда възможността за подобряване на характеристиките риск-възвръщаемост на инвестиционните имоти чрез по-добро познаване на фундаменталните характеристики на пазара на недвижима собственост и въвеждането на последователен процес за одобряване на инвестиционни проекти. Първо е обяснена същността на пазара на недвижима собственост, а после са представени два от моделите за обясняване на неговия механизъм: на четирите квадранта и на пазарните цикли. Накрая е предложен процес за селекция на инвестиционни имоти, който би могъл да помогне на инвеститорите да избегнат някои от рисковете, характерни за инвестициите в недвижима собственост.

Ключови думи: пазар(и) на инвестиционни имоти, модел на четирите квадранта, модел на пазарните цикли, стратегически анализ, процес за селекция на инвестиционни имоти.

JEL: F21, G24, H54.

REAL ESTATE INVESTMENTS – MARKET CHARACTERISTICS, MODELS AND ACQUISITION DECISIONS

Lyubomir Lyubomirov Dimitrov
D. A. Tsenov Academy of Economics – Svishtov
The Finance and Credit Department

Abstract: The article explores the possibility of improving risk-return characteristics of investment properties through a better understanding of the real estate system and the introduction of a consistent process for investment projects selection. First, it presents an overview of the core characteristics of the real estate market, followed by two models to explain its mechanism: the four-quadrant and market cycle models. Then, it proposes a process for the selection of real estate investment properties, which should help investors avoid some of the risks inherent to real estate investments.

Keywords: commercial real estate market(s), four-quadrant model, market cycle model, strategic analysis, real estate investment selection process.

JEL: F21, G24, H54.

Въведение

Недвижимите имоти са едни от най-старите и добре известни обекти за инвестиране. Това би трябвало да означава, че те са най-добре познавани както от учените, така и от пазарните участници. За съжаление не толкова далечните събития, породили великата рецесия от 2008 г., сякаш аргументират точно обратното – липсата на фундаментално разбиране на характеристиките на пазара на недвижима собственост. Това се отнася както за инвеститорите, приели за напълно нормално, че могат да купуват имоти и да ги препродават няколко месеца по-късно за значителна печалба, така и за банките, разрешили отпускането на т.н. NINJA¹ заеми.

Вследствие на тази политика на банките, свързана с лесно отпускане на ипотечни кредити, търсенето на недвижими имоти се увеличава, а цените на жилищата започват да нарастват с всеки месец, като се появява необходимост и от по-големи кредити за закупуване на имоти. В същото време, поощрявани от усещането за добра инвестиция, собствениците на жилища вземат нови заеми, „гарантирани” с непрекъснато растящата цена на имота, а банките занижават контрола при отпускане на кредити, ако ипотеките са гарантирани с имоти, чиято цена расте. Това е така защото при евентуален фалит на собствениците те ще получат повече пари от продажбата на имота, отколкото е отпуснатият за него заем (Милинов, Маринов, & Радуканов, 2011, стр. 492).

Въпреки настъпилата световна финансова криза, която би трябвало да е напомнила на всички, че инвестициите в недвижима собственост никога няма да са безрискови, сегашните трендове в пазара на инвестиционни имоти в САЩ сякаш подсказват, че за някои от субектите на пазара криза никога не е имало.²

¹ “NINJA” – no income, no job, no assets, в превод: заем, отпускан на лица без доход, работа и/или активи. Банките в САЩ отпускат подобни заеми в годините преди кризата 2008 г., следвайки наивната логика, че дори заемателят да спре плащанията, те не могат да загубят, тъй като са обезпечени с недвижимо имущество. Проблемът настъпва, когато цените падат драстично и се оказва, че цената на активите е значително по-ниска от дължимите суми. За радост в момента тази практика е преустановена.

² Например към настоящия момент съвсем не е рядкост в САЩ да се срещнат финансови анализи, в които се прогнозира, че имот, закупен на 5% норма на капитализация, ще бъде препродаден 10 години по-късно на 3-4%, въпреки че сегашните нива са рекордно ниски и ако се променят, надали ще е надолу. Също така е трудно да се представи как един инвеститор ще закупи стабилизирани имот на 4% норма на капитализация, ще изплаща заем с 5-6% лихва и ще постигне IRR над 10%. Като прибавим към тези прогнози и очакванията, че за следващите 10 години приходите ще растат с 4% на година, а разходите само с 3% (като се има предвид, че инфлацията в САЩ е около 2%), започваме да си добиваме представа за наивността на някои от основните играчи на пазара. В същото време много често отговорът на въпроса, защо например броят на имоти в процес на строеж в даден район на САЩ е тройно по-висок от прогнозите за търсенето, е, че например в Манхатън или центъра на Маями пазарът е толкова невероятен и това никога не би било проблем.

За съжаление пазарът на недвижима собственост в България не прави изключение. Същественят брой изоставени, недовършени или неизползвани търговски обекти е знак на недостатъчно познаване на спецификите на инвестиционните недвижими имоти. Например в годините на икономическия бум през периода 2002–2006 г. в гр. Русе започна проектирането и изграждането почти по едно и също време на 7 мола. Десет години по-късно резултатът е красноречив – само 3 бр. са изградени напълно, от които само един работи и не в целия си капацитет, налице е един изкоп за основи и 3 бр. на фаза завършен проект. Естествено поради цикличния характер на инвестициите в недвижими имоти и много други фактори търговските неуспехи не могат да бъдат напълно избегнати, но едно по-добро познаване на особеностите на пазара на недвижими имоти и процесите за селекция на инвестиционни проекти би могло да редуцира риска и/или да подобри възвръщаемостта на отделния инвеститор.

В този смисъл за **обект** на изследването се определят преките инвестиции в недвижима собственост, а **предмет** са решенията за селекция на недвижимости.

Целта на изследването е, чрез характеристика на пазара на инвестиционни имоти и предложен процес за селекция на отделни инвестиционни проекти да се спомогне за подобряване на характеристиките риск/възвръщаемост на бъдещите инвеститори в недвижима собственост.

За да се осъществи поставената цел, се поставят следните **задачи**:

1. Да се направи характеристика на пазара на инвестиционни имоти и да се представят два от основните модели за обяснение на механизма му: моделът на четирите квадранта (DiPasquale & Wheaton, The markets for real estate assets and space: a conceptual framework, 1992a) и на пазарните цикли (Mueller, Understanding real estate's physical and financial market cycles, 1995a).
2. На база на опит от практиката да се предложи авторски процес за селекция на индивидуални обекти в сферата на недвижимата собственост.

Изследването се фокусира върху директните инвестиции в недвижима собственост. Индиректните инвестиции в REITS, АДСИЦ не са пряко разгледани. Също така обект на изследването са само инвестиционните (доходоносни) имоти. Недвижимото имущество, придобито за лични (жилищни, ваканционни, и т.н.) цели, както и бизнес цели, други от тези за получаване на доходи, (избор на централа на фирмата), остава извън обхвата.

1. Характеристика на пазара за инвестиционни недвижими имоти

1.1. Същност на пазара на инвестиционни недвижими имоти

Познаването на особеностите на пазара на недвижими имоти е едно от фундаменталните условия за успеха на инвестициите в недвижимата собственост. Монев (Илиев, Генев, Калинков, Монев, & Калчев, 2007, стр. 91) предоставя изчерпателна дефиниция на пазара за недвижими имоти като „съвкупност от съществуващи и потенциални купувачи (индивиди и организации) на продуктите – недвижими имоти (в чист вид или съпътстващите ги услуги) – влизащи в сложна система от икономически, човешки и правни отношения с продавачите и останалите участници на пазара, за да се реализират сделки, които включват и основното (на собственост) и/или специфичните (на строеж, надстройкаване и пристрояване) права върху тях и които удовлетворяват техните потребности. Това определение съответства на виждането в българската наука, че той е отделен пазар, макар и да е пряко свързан с финансовия пазар и цялата икономка (Стоянов, и др., 2013). И все пак, Стоянов (2013, стр. 114) обобщава, че недвижимият имот е едновременно и стока, и капитал във вещна форма, а пазарът на недвижими имоти едновременно е пазар на стоки и пазар на капитали, с което се доближава до позицията на авторите. Тя изхожда от преобладаващото сред професионалните инвестиционни среди в САЩ твърдение, **че става въпрос не за един, а за два пазара**, които са взаимно свързани: **пазарът на пространство и пазарът на сгради** (CCIM Institute, 2013, pp. 1.14-1.18). Първият включва наемните отношения, а вторият – покупко-продажбите на инвестиционни имоти. Фигура 1 изобразява двата пазара:



Фигура 1. Пазарът на инвестиционни недвижими имоти

Те са свързани посредством предприемаческата дейност. Показани са на различно ниво, понеже невинаги са в равновесие поради лаговете типични за предприемаческата дейност. Например, ако вследствие на икономически причини внезапно се увеличи търсенето на офиси под наем, ще бъдат нужни няколко години, за да може строителството да задоволи повишеното търсене.

Пазарът на пространство е сферата, в която наемателите се срещат с наемодателите на недвижими имоти, и търсенето и предлагането определят цените на наемите. Той е стационарен и силно сегментиран както по географски фактор, така и по тип на имотите. Това е напълно разбираемо, след като една фирма, търсеща офис под наем в Ню Йорк, надали би се съгласила да вземе офис в Бермуда, или пък складово помещение в Ню Йорк. В тази връзка е възможно и нормално, наемът на два абсолютно идентични обекта, но с различно местоположение, да е различен. Това е фактор както на международно, така и на национално ниво. По този начин се оформят много регионални пазари, всеки със своите особености и характеристики. Тази особеност на пазара способства за диверсификацията на портфейл, създаден само от недвижими активи.

Пазарът на сгради е не по-малко важен. Тук търсенето и предлагането на инвестиционни недвижими имоти води до определяне на цените посредством процента (нормата) на капитализация:

Формула 1. Процент (норма) на капитализация

$$i = \frac{NOI}{P},$$

където:

i – процент на капитализация;

NOI – нетен оперативен доход;

P – цена на имота.

Обикновена трансформация на уравнението води до един от най-лесните методи за определяне стойността на инвестиционните недвижими имоти:

Формула 2. Метод на пряката капитализация³

$$P = \frac{NOI}{i}$$

Ако инвеститорите изискват по-висока доходност, процентът на капитализация се повишава, което води до понижаване на цените. Ако нормата

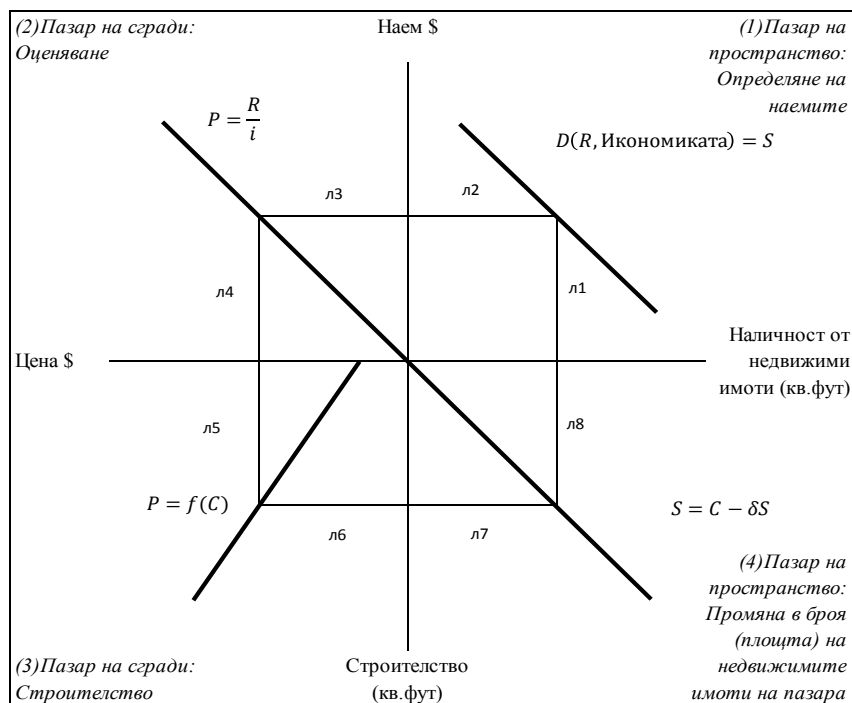
³ Илиев (2011, стр. 79) изразява метода на пряката капитализация чрез формулата $PV = \frac{NOI}{i}$, където PV е сегашната стойност, а i – нормата на капитализация. Значението е сходно. По-надолу в същия смисъл е посочена формулата $P = \frac{R}{i}$, където R е наемът. В случая на много от бизнес имотите в САЩ (като търговски обекти) $R = NOI$, защото наемът включва и възстановяване на разходите по стопанисване на сградата.

на капитализация се понижи, следва повишение на цените. Но преди да се навлезе в темата за механизма на пазара за инвестиционни имоти, е необходимо да се подчертае, че за разлика от пазара на пространство пазарът на сгради е доста цялостен и мобилен. Причината за това е, че за разлика от хетерогенността на недвижимата собственост парите са еднакви, независимо дали са получени в резултат на отдаване под наем на обект в Ню Йорк или Чикаго и това не позволява съществуването на отделни регионални пазари. Способността за бързо пренасочване на капитали от един регион в друг или от една държава прави сегментацията невъзможна.

1.2. Механизъм на функциониране на пазара за инвестиционни имоти

1.2.1. Модел на четирите квадранта – същност

Един от най-добрите модели, които обясняват механизма на пазара за инвестиционни имоти, е моделът на четирите квадранта (DiPasquale & Wheaton, Urban economics and real estate markets, 1996b):



Фигура 2. Модел на четирите квадранта (DiPasquale & Wheaton, Urban economics and real estate markets, 1996b, p. 8)

Двата квадранта вдясно от ординатата (североизточен и югоизточен) представят пространствения пазар и наемните отношения като част от него. Двата квадранта вляво са изразение на сгради, включващ покупко-продажбите на имоти. Пазарите на пространство и сгради имат две допирни точки – наемите и строителството. Това е логично, тъй като от нивото на наемите зависят както заетите площи (например фирмите могат да решат да наемат по-просторни офиси, ако наемите са ниски), така и цените на сградите (ако наемите паднат, очаквано е и цените на инвестиционните недвижими имоти да паднат). Същото важи и за строителството – ако себестойността на строителството се повиши, това ще окаже влияние не само на броя на имотите, но и на нивото на наемите.

Североизточният квадрант (№1) изобразява търсенето и предлагането на наемни имоти, които от своя страна определят нивото на наемите. Този квадрант наподобява графиката, изобразяваща икономическия закон на търсенето. Изменението на нивото на наемите предизвиква движение вляво или вдясно по кривата на търсенето, което води до промяна на отдадената под наем площ. Наклонът на кривата зависи от еластичността на търсенето. Изменение в икономическите условия (доходност, население, работна ръка и т.н.) води до изместване на цялата крива. Търсенето на имоти под наем зависи от нивото на наемите и икономиката и при наличието на пазарно равновесие е равно на предлагането:

Формула 3. Търсене на инвестиционни имоти

$$D(R, \text{Икономиката}) = S$$

Предлагането на недвижими имоти под наем се определя не на този пазар, а на пазара на сгради. Нивото от наемите се определя в квадрант №1 чрез проследяването на линията, започваща от наличността на недвижими имоти в настоящия момент, изобразена върху абсцисата, до допирната точка с кривата на търсенето (л1) и продължаването ѝ в хоризонтална посока наляво (л2).

Северозападният квадрант (№2) е първата част от пазара на сгради. Промяна в нормата на капитализация (Формула 1) води до промяна на наклона на линията, изхождаща от точка нула. След като наемите вече са определени в квадрант №1, проследяването на хоризонталната линия, започнала от нивото на наемите до пресечната точка с линията на процента на капитализация (л3) и после надолу до пресичането с абсцисата (л4), води до определяне на цените на недвижимите имоти (Формула 2). Този квадрант изразява и връзката между пазара на сгради с капиталовите пазари и макроикономическата среда. В науката е прието, че нормата на капитализация, изразяваща текущата доходност, която инвеститорите са склонни да приемат, зависи от следните фактори: дългосрочните лихвени проценти, очакванията за подобряване на доходността на имотите, риска, данъчната политика. Първата от тези зависимости се вижда в годините след „Великата рецесия“ в САЩ, когато нисколихвената политика на Федералния резерв доведе до понижаване на процентите на капитализация (чрез средно претеглената цена на капиталите), което от своя страна повиши

стойността на недвижимите имоти. По тази логика повишаването на пазарните лихвени проценти би довело до повишаване на нормата на капитализация и при равни други условия – до понижаване на цените⁴.

Създаването на нови инвестиционни имоти е отразено в югозападния квадрант (№3). Кривата $f(C)$ изразява възпроизводствената стойност. Нейната пресечна точка с абсцисата показва минималната цена, която е необходима, за да се започне строителна дейност. Наклонът ѝ изразява еластичността на строителството спрямо промените в цените на инвестиционни имоти. При нормални условия тя е еластична (промяна в пазарните цени води до по-голямо увеличение в строителната дейност, но при определени условия (липса на земя за строеж, законодателни, административни и бюрократични пречки) тя може да бъде по-хоризонтална. Понеже цената, която инвеститорите са готови да платят, произхожда от квадрант №2, продължаването на вертикалната линия до пресечната точка с кривата на възпроизводствената стойност и после надясно към ординатата води до определяне нивото на новото строителство. Следващото уравнение изразява закономерността, че ново строителство се предприема при цена на новите недвижими активи, равна на стойността на възпроизводство:

Формула 4. Цена и възпроизводствена стойност

$$P = f(C),$$

където:

P – цена на имота; C – възпроизводствена стойност.

Това е така, защото, ако себестойността на строителството е значително по-ниска от цената на имотите, ще има много високи печалби, а ако е по-висока, тогава предприемаческата дейност ще е невъзможна.

Следващият квадрант (югоизточен, №3) осъществява връзката между завършените строителни обекти и наличността на недвижими имоти на пазара. Промяната на наличните имоти е изразена чрез следното уравнение:

Формула 5. Наличност на недвижими имоти

$$\Delta S = C - \delta S,$$

където:

ΔS – промяната на наличните имоти; C – ново строителство;

δS – изведени от употреба обекти вследствие на амортизация.

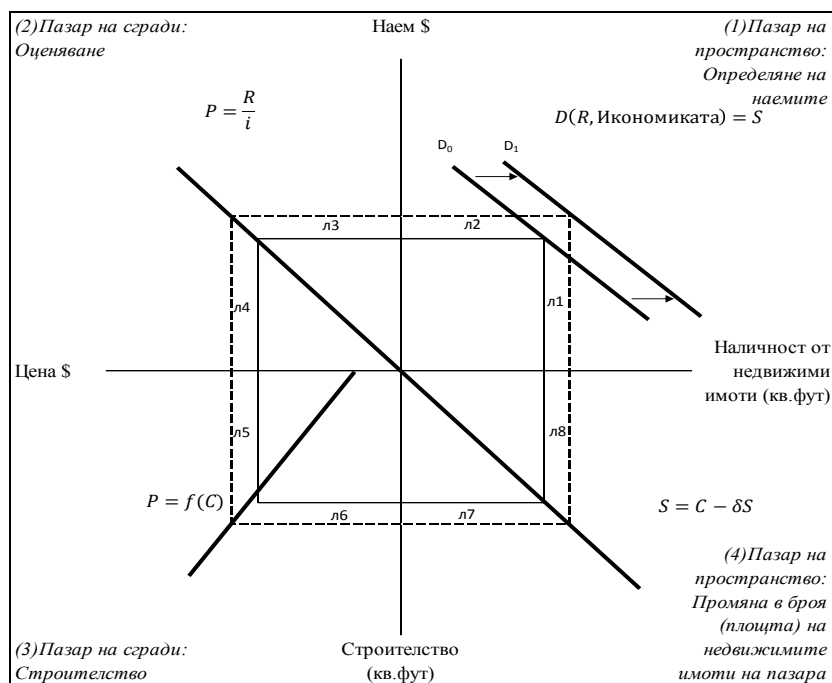
Промяната в броя и площта на налични недвижими имоти е равна на новото строителство минус разрушените или изведени от активна стопанска дейност имоти вследствие на амортизацията. Кривата, започваща от началото, изразява средногодишното строителство, необходимо за да замести имотите, изведени от употреба.

⁴ Напълно противоположна е позицията на Д-р. Линеман. Посредством регресионен анализ той показва, че най-силно влияние върху нормата на капитализация има не лихвеният процент, а достъпът до кредит. Той твърди, че увеличението на лихвите от сегашното им почти нулево ниво няма да доведе до понижаване на цените на недвижимите имоти. Един от аргументите му е, че ако лихвите се вдигнат, банките ще отпускат повече заеми, което ще подпомогне пазара (Linneman, 2015).

По този начин се осъществява пълно завъртане по диаграмата на четирите квадранта. Първият квадрант изобразява наемните отношения и определянето на наемите, вторият – оценяването на недвижимите активи, третият – строителството, а четвъртият – промените в наличностите. Ако наличността в четвъртия квадрант съвпада с тази от първия, тогава пазарът е в равновесие, а в противния случай е необходимо да настъпят промени, за да може то да бъде постигнато. Тези промени са разгледани в следващия пункт.

1.2.2. Модел на четирите квадранта при промяна в пазарните условия

Освен че изяснява процесите зад пазарното равновесие, моделът доста успешно обяснява механизма, по който пазарът реагира на промяна в условията на пазара. Ако например настъпи рязко увеличение на търсенето на офис имоти, като това през 80-те години в САЩ в резултат на реструктуриране на икономиката от производствения сектор към този на услугите, кривата на търсенето ще се измести вдясно (Geltner, Miller, Clayton, & Eichholtz, 2014, p. 32):



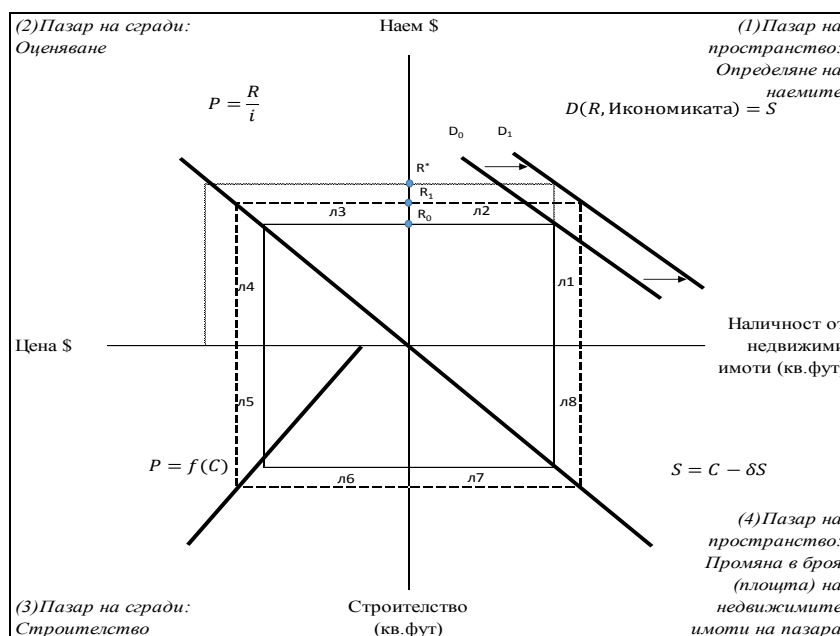
Фигура 3. Пазарите на недвижими имоти при експанзия в икономиката и изместване на кривата на търсенето (DiPasquale & Wheaton, Urban economics and real estate markets, 1996b, p. 12)

Според Wheaton и DiPasquale изместването на кривата на търсенето вдясно води до увеличаване на наемите, което повишава оценката на

недвижимите имоти, води до увеличение на строителството и в резултат на това – на наличните недвижими имоти на пазара. Новото равновесие на пазара е изразено чрез квадрат (изобразен чрез прекъснатата линия), който се намира извън квадрата, изобразяващ предишното равновесие. И тук стигаме до една от основните критики на модела на четирите квадранта – неговата статичност и неспособността му да обясни цикличността, силно характера за пазарите на недвижимата собственост. В посочения пример са необходими няколко години, за да може предприемачеството да реагира на повишеното търсене и да се построят офис имоти, които да въведат пазарно равновесие. Освен това историята показва, че след реализиран възход като този през 80-те години в САЩ, вместо дълготрайно пазарно равновесие много често настъпва спад в пазара.

Gat (2014) предлага решение на проблема чрез включването на фактора „време“, превръщането на модела в динамичен и симулирането на времеви редове. Това обаче неизменно води до отдалечаване от опростения, графичен вид на диаграмата на четирите квадранта. Освен това динамичността е индиректно заложена в базовия модел на Wheaton и DiPasquale чрез проследяването на времето, което отнема на пазара да осъществи завъртане на 360° от първи до четвърти квадрант.

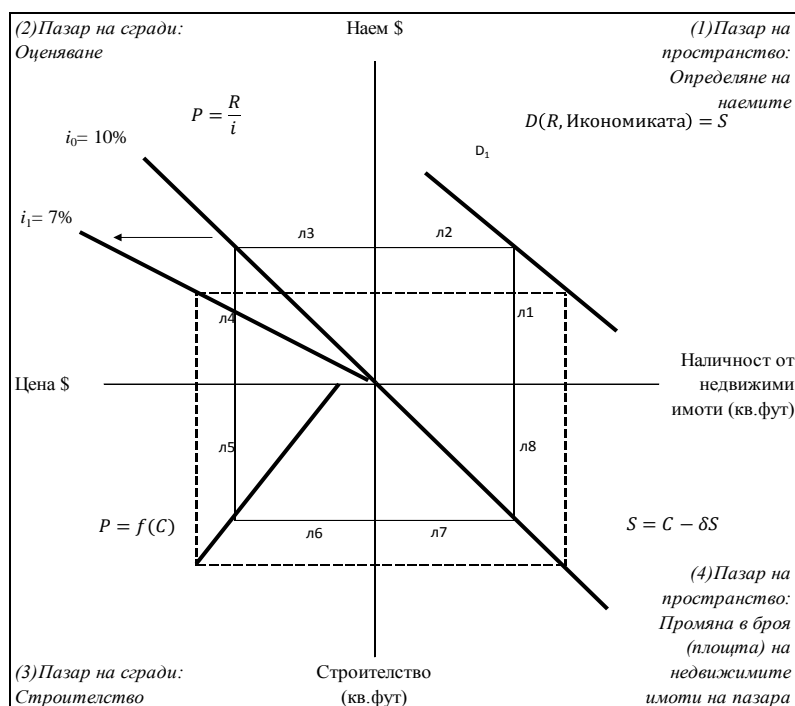
Geltner, Miller, Clayton и Eichholtz (2014, pp. 32-33) показват как моделът успешно отразява динамиката на недвижимите пазари и характерната им цикличност чрез лека модификация на Фигура 3:



Фигура 4. Цикличността в пазарите на недвижими имоти при изместване на кривата на търсенето (Geltner, Miller, Clayton, & Eichholtz, 2014, p. 33)

Според тях, в краткосрочен аспект, при изместване на кривата на търсенето вдясно, предлагането няма да може да задоволи търсенето и нивото на наемите може да надхвърли равновесната точка R_1 и следователно би се изместило от R_0 до R^* . Тъй като дългосрочната равновесна точка обаче се намира в R_1 , на пазара ще настъпи спад на наемите. От размера на този спад и степента, до която той е очакван от основните пазарни субекти, зависят величината на икономическия спад и последващият възход.

Моделът също така добре обяснява ефекта от промени в макроикономическата политика и в капиталовите пазари върху пазара на недвижимите имоти. Например нисколихвената политиката на Федералния резерв на САЩ след кризата от 2008 г. доведе до понижаване на изискваната възвръщаемост на инвеститорите, което понижи нормите на капитализация⁵. Това се отразява чрез завъртане на линията на коефициента на капитализация в посока, обратна на часовниковата страна (от i_0 до i_1):



Фигура 5. Пазарите на недвижими имоти при промяна в изискваната възвръщаемост (Geltner, Miller, Clayton, & Eichholtz, 2014, p. 34)

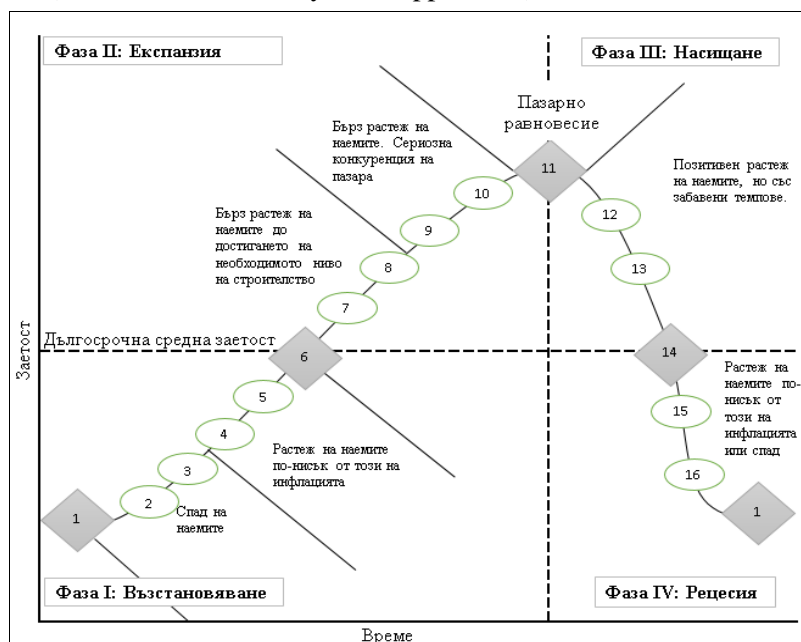
⁵ Причина за това е както намаляването на средно претеглената цена на капиталите, така и конкуренцията между различните инвестиционни носители в капиталовия пазар. Ако лихвата по облигациите падне например, това би довело до пренасочване на част от инвестициите в посока на недвижимата собственост, което при равни други условия ще доведе до понижаване на коефициентите на капитализация на инвестиционните недвижими имоти.

При равни други условия цените на сградите ще се повишат, строителството ще се увеличи, както и броят на налични имоти на пазара. Всичко това ще доведе до понижаване на наемите. Новото пазарно равновесие е изразено чрез прекъснатата линия, оформяща правоъгълник, намиращ се по-надолу от изходния квадрат.

Промените в строителството (вследствие на понижаване на цените на труда, нови технологии и т.н.) или наличността на недвижими имоти (например в резултат на природни бедствия, трансформиране на индустриални в офис имоти) се отразяват по подобен начин (чрез движение по посока обратна на часовниковата стрелка през четирите квадранта до достигането на ново пазарно равновесие).

1.2.3. Модел на пазарните цикли на развитие на инвестиционните имоти

Теорията на пазарните цикли е свързана както с тази на жизнените цикли, така и с теорията на икономическия цикъл. Тя е доста важна за инвестициите в недвижимите имоти, тъй като дълготрайността и величината на отделните фази на пазарния цикъл са пряко свързани с характеристиката риск/доходност на активите. Теорията е застъпена в българската научна литература от Калчев (Илиев, Генов, Калинков, Монеv, & Калчев, 2007, стр. 35), който идентифицира четири пазарни цикли: спад, поглъщане, създаване и насищане. Тук ще бъде представен моделът разработен от Mueller (Kent Baker & Chinloy, 2014, pp. 20-23):



Фигура 6. Модел на пазарните цикли на развитие на инвестиционните имоти (Kent Baker & Chinloy, 2014, p. 21)

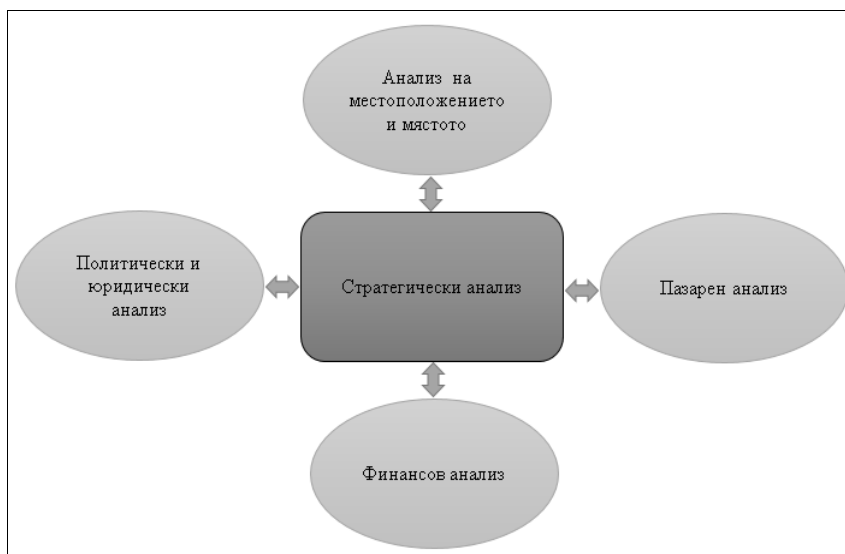
Mueller разделя пазара на четири фази и 16 етапа. Чрез сравняване на промените в заетостта с дългосрочната заетост, анализ на растежа на наемите, както и търсенето и предлагането спрямо историческите норми, той определя фазата, в която се намира пазарът към определен момент. Авторът проследява пазара на основните видове инвестиционни имоти по секторна принадлежност, в 50 района в САЩ. В основата на модела се намира хипотезата за цикличността на пазара за недвижими имоти, породена от лаговете между търсенето и предлагането поради бавното осъществяване на предприемаческата дейност. Привлекателността на модела се крие в неговата леснота, както и наличността на актуална информация по този въпрос⁶. Например, според Mueller(Cycle monitor - real estate market cycles. First quarter 2016 analysis, 2016b), пазарът на офис имоти в САЩ през първото тримесечие на 2016 г. се намира във фаза №1 – Възстановяване, този на търговски имоти, хотели и индустриални обекти – фаза №2 – Експанзия, а жилищни имоти – фаза №3 – Насищане. Тези фази се различават по местоположението на имотите – например пазарът на офисите в Сан Франциско се намира в Експанзия за разлика от този във Вашингтон – във Възстановяване. Причината за това е посоченото по-рано сегментиране на пазара на наемни отношения. С помощта на този модел инвеститорът може, без сериозни анализи и разход на ресурси, приблизително да прецени в кой момент да закупи и кога да продаде инвестиционния пазар. Предполага се, че най-добре е закупуването през фазите на Спад и Възстановяване, а за продажба – през Експанзията и Насищането. С това се приключва характеристиката на пазара на недвижими имоти, за да се премине към анализ на процеса за селекция на индивидуалните инвестиции, формиращи портфейла.

2. Селекция на отделни инвестиционни имоти

2.1. Характеристика и етапи на стратегическия анализ

Преди да се премине към авторския процес за селекция на отделните недвижими имоти, ще се разгледа широко използваният в САЩ процес на стратегически анализ. Терминът „стратегически анализ“ не се използва със същото значение в българската наука. Под „стратегически анализ“ следва да се подразбира итеративен процес, съставен от четири етапа, изобразени чрез модела за стратегическия анализ:

⁶ Подобен модел се публикува от Integra Realty Resources , международна фирма за оценяване на недвижими имоти:
http://www.irr.com/_FileLibrary/Publication/17/IRR_2016_Annual_Viewpoint.pdf



Фигура 7. Модел на стратегическия анализ
(CCIM Institute, 2013, p. 2.7)

Анализът на местоположението и мястото включва както по-общото географско положение на държавата, областта, района и града, където се намира имотът, така и точното му място и разположение и в връзките му с околните обекти. Тези връзки варират в зависимост от секторната принадлежност и предназначение на имота. Например за жилищен имот от основно значение ще бъдат дистанциите до месторабота, училища, детски градини, паркове, ресторанти, кина, молове и т.н. Те варират по степен на важност в зависимост от характеристиките на имота и демографските особености на купувачите. Ако наемателите са основно млади хора, които не са семейни, наличието на развлечения в близост до имота ще е далеч по-важно от това на детски градини. Анализът на местоположението и мястото е тясно свързан със следващия етап от модела на стратегически анализ.

Пазарният анализ е също термин, който не е използван в българската финансова литература в конкретния смисъл на модела. Пазарният анализ включва пазарните и маркетинговите проучвания, но също така и анализа на икономиката на държавно и регионално ниво. Той обикновено започва с анализа на икономиката и преминава през демографските особености и степента, до която те отговарят на предназначението на имота. Много често е подпомаган от специализиран софтуер (GIS, в превод „географска информационна система“), който осъществява връзката между местоположението, демографските особености и пазара на недвижима собственост. Финалната цел на пазарния анализ е да се прогнозира търсе-

нето и предлагането на имоти от разглеждания тип и да се наберат данните, необходими за осъществяването на финансовия анализ.

Финансовият анализ е в центъра на процеса на селекция на индивидуални инвестиционни имоти. Терминът „финансов анализ“ е доста по-общ от по-конкретния и може би по-удачен е „инвестиционен анализ“, но се е наложил в инвестиционната сфера по недвижими имоти. В настоящата статия двата термина се приемат за синоними. Финансовият анализ включва процеса на оценяване на имота, калкулиране на очакваната доходност и анализ на риска. Качеството и приносът на финансовия анализ за успеха на инвестицията зависят от предходните два етапа (анализ на местоположение и пазарът на недвижима собственост). Това е така, защото променливите, от които зависи крайният резултат на финансовия анализ, се определят при проучването на пазара и зависят от местоположението на обекта. Параметрите при анализа на риска, който най-често се осъществява в практиката чрез анализ на сценариите или чувствителността и понякога чрез стимулационен анализ, се определят от историческите стойности на променливите и очакваните бъдещи стойности, които са силно зависими от характеристиките на пазара в настоящия момент. От своя страна характеристиките на пазара и пазарният анализ са силно зависими от географските фактори. Авторовото мнение е, че много често допуснатите грешки въз финансовия анализ се дължат на ниското качество или липсата на пазарен анализ, а не на липсата на финансови и инвестиционни познания.

Политическият анализ и юридическият анализ са процеси, които много често биват осъществявани едва във финалната фаза на селекция на инвестициите (след като се вземе решение за наличието на интерес за закупуване на обекта или предприемане на проекта), но все пак са свързани с финансовия анализ. Това е така, защото самото осъществяване на проекта е свързано с правната среда (например получаване на право на строеж или разрешение за трансформация на индустриален в офис имот). В същия смисъл наличието на значителен юридически или политически риск би следвало да се отрази във финансовия анализ чрез повишаване нормата на дисконтиране при изчисляване на нетната настояща стойност или очакваната вътрешна норма на възвръщаемост.

Според модела на стратегическия анализ процесът може да започне с всеки един от посочените етапи и последователността, в която той е извършен, не е от основно значение. Проектът бива одобрен след преглед на резултатите и заключенията от четирите анализа.

2.2. Процес на селекция на отделните инвестиционни имоти

Въпреки предимствата на модела на стратегическия анализ са налице съществени недостатъци:

- Липсата на последователност на модела е трудно обяснима. Въпреки итеративния характер на процеса, налице е логически ред, в който е практично, анализът да бъде завършен. Тъй като финансовият анализ е силно зависим от местоположението на обекта и състоянието на пазара, той следва да бъде един от финалните етапи. Пазарният анализ от своя страна не може да бъде пълен без познаване на местоположението на обекта, следователно логична е последователността : анализ на местоположението, пазарен анализ, финансов анализ. Политическият и юридическият анализ обикновено стоят малко встрани от останалите три етапа, но поради необходимостта за факториране на риска е препоръчително да бъдат приключени преди финансовия анализ.
- Моделът не взема под внимание два основни фактора, необходими за стесняване на кръга от инвестиции от огромния брой инвестиционни проекти на пазара до малкото, които най-вероятно биха били практично осъществими и одобрени: стратегията на инвеститора и макроикономическата и пазарна среда (обстановка). Инвестиционните стратегии могат да бъдат напълно различни, като се започне през инвестирането само в стабилизирани имоти, които имат заетост поне 80% и наематели с добра кредитна история и се премине към по-рисково инвестиране в активи, чийто оперативна доходност ще трябва да бъде подобрявана, стратегии за инвестиране в точно определен сектор, за да се стигне до опортюнистични инвестиции или строителна дейност⁷. От макроикономическата и пазарна среда до голяма степен ще зависи активността на субекта на пазара. Цените на активите, достъпът до финансиране, очакванията за посоката на развитие на икономиката са едни от факторите, от които зависят инвестиционните решения.
- Оптимизацията на портфейла е фундаментален фактор за дългосрочния успех на инвестиционния фонд. Възможно е, индивидуални инвестиционни проекти, които сами по себе си притежават много добър профил на риск и доходност, да не бъдат предприети, защото не пасват на останалите активи от които е съставен портфейлът (например поради високи корелации). Обратната зависимост е също напълно възможна.

⁷ Основните инвестиционни стратегии са систематизирани от Brueggeman, W. и Fisher (Real estate finance and investments 14 ed., 2011, pp. 342-345).

На този фон и на база на практическия опит на автора е предложен следният процес за подбор на индивидуални инвестиционни имоти:



Фигура 8. Процес за селекция на отделните инвестиционни имоти

Според процеса инвестиционният проект се предоставя за по-съществен анализ едва след преминаване през филтрите на стратегията на фирмата и макроикономическата и пазарна обстановка. След завършването на четирите етапа на стратегическия анализ в логичната им последователност (анализ на местоположението, пазарен анализ, политически и юридически анализ и финансов анализ) се стига до оптимизация на портфейла. Едва след като е утвърдено, че характеристиките риск/доходност на имота спомагат за подобряването на инвестиционните характеристики

на целия портфейл се стига до одобряване на инвестиционния проект. Финансовият анализ е фокусната точка и е фундаментален за дългосрочния успех на фонда, но не може да бъде пълноценен без останалите етапи.

Този инвестиционен процес, както и всеки такъв, няма да гарантира на 100% успеха на всяко начинание, но ще осигури избягване на много от грешките, които инвеститорите биха направили при липсата му. При някои инвестиционни стратегии, например при инвестиране само в определен сектор и/или в точни определени региони, много от посочените етапи биха могли да се редуцират и дори напълно прескочат, но за разлика от тях наличието на структуриран инвестиционен процес е особено важно при международните инвестиции, включително и офшорните, поради трудностите, свързани с тяхното изпълняване.

Заклучение

На база на систематизираните научни изследвания, практически опит и лични наблюдения на автора могат да се направят следните изводи:

- В контекста на инвестиционната недвижима собственост става дума не за един, а за два пазара, които са различни, но взаимно свързани: пазарът на пространство и пазарът на сгради.
- Моделът на четирите квадранта нагледно обяснява връзката между нивата на наемите, оценяването на недвижимите имоти от инвеститорите, строителството и промените в наличностите. Въпреки че акцентира върху равновесието и е предимно стационарен подход, познаването му може да помогне на инвеститорите да разберат механизма, по който пазарът на недвижиминости реагира при промяна в пазарните условия.
- Моделът на пазарните цикли се фокусира върху променливостта на пазара и може да помогне на инвеститорите и предприемачите, да предприемат сделката в подходящия момент. В същия момент той припомня на пазарните участници, че експанзията не е безкрайна и рецесията не означава края на света.
- Предложеният последователен процес за селекция на инвестиционни проекти със следните етапи: стратегия на фирмата и анализ на макроикономическата среда, анализ на местоположението и мястото, анализ на пазара, финансов анализ, юридически анализ и оптимизация на портфейла може да помогне на инвеститорите и предприемачите да избегнат поне някои от грешките, свързани с риска при инвестиране в недвижима собственост.

Използвани източници:

- Brueggeman, W., & Fisher, J. (2011). *Real estate finance and investments 14 ed.* New York, NY: McGraw-Hill Irwin.
- CCIM Institute. (2013). *Financial analysis of commercial investment real estate.*
- DiPasquale, D., & Wheaton, W. C. (1992a). The markets for real estate assets and space: a conceptual framework. *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, 20(1), 181-197.
- DiPasquale, D., & Wheaton, W. C. (1996b). *Urban economics and real estate markets.* Englewood Cliffs: Prentice-Hall, Inc.
- Gat, D. (2014). *Time space money: simple models of the real estate market.* kindle edition: Amazon Media EU S.à r.l.
- Geltner, D., Miller, N., Clayton, J., & Eichholtz, P. (2014). *Commercial real estate 3ed.* Mason, OH: OnCourse Learning.
- Kent Baker, H., & Chinloy, P. (2014). *Private real estate market and investments.* New York: Oxford University Press.
- Linneman, P. (2015). What Really Drives Cap Rates. *The Linneman Letter*, 15(2).
- Mueller, G. (1995a). Understanding real estate's physical and financial market cycles. *Real Estate Finance*, 12(3), 51-64.
- Mueller, G. (2016b, 05 30). *Cycle monitor - real estate market cycles. First quarter 2016 analysis.* Retrieved 07 08, 2016, from Divident Capital: http://info.dividendcapital.com/rs/751-HQV-963/images/Cycle_Monitor_16Q1_FINAL.pdf?mkt_tok=eyJpIjoiWm1NM00yVTNPV1psTVRObSIsInQiOiJrUVRCS1VndFcwWWE1UDRTWE9FRklwUUZ1dEJ3NXNaWWJlQ3I3UDNENWFIUklNtk9UNFEzdWM5eWdBalZSUKZJQitkaCt2akNTa0ptUSSt1SVNUQ0VlBStlaVh1Vlpp
- Захариев, А., Брусарски, Р., & Манлиев, Г. (2015). *Финансова теория.* В. Гърново: Фабер.
- Илиев, П. (2011). *Оценяване на недвижими имоти.* Варна: Наука и Икономика, Икономически университет - Варна.
- Илиев, П., Генов, Г., Калинков, К., Монеv, П., & Калчев, Р. (2007). *Недвижимата собственост в условията на евроинтеграция.* Варна: Наука и Икономика, Икономически университет - Варна.

- Милинов, В., Маринов, М., & Радуканов, С. (2011). Изследване влиянието на финансовата криза върху ипотечния пазар. *АЛМАНАХ научни изследвания*, 14.
- Милинов, В., Иванов, К., & Георгиев, А. (2012) Изследване и анализ на инвестиционния риск в условията на криза. *АЛМАНАХ научни изследвания*, 16.
- Проданов, С., & Адамов, В. (2013). *Инвестиции*. Свищов: АИ Ценов.
- Пътев, П. (2014). *Международен финансов мениджмънт*. Свищов: АИ Ценов.
- Стойанов, С., Илиев, П., Калчев, Р., Монеv, П., Желев, И., Чапаров, Б., Антонова, В. (2013). *Икономика на недвижимата собственост*. Варна: Наука и икономика, Икономически Университет - Варна.