

УДК 339.72.015

ISSN 1812-5220  
© Проблемы анализа риска, 2016

# Стратегии и риски американских инвестиционных трастов недвижимости

**Ю. А. Буркова,**  
Московский государственный  
институт международных  
отношений (университет)  
Министерства иностранных дел  
Российской Федерации

## Аннотация

В статье проанализированы ключевые особенности стратегий деятельности и основные риски американских инвестиционных трастов недвижимости. Модели деятельности капитальных трастов различаются по секторам, в которые они инвестируют, поэтому наиболее значимыми для них являются риски, специфические для этих секторов. Основные риски ипотечных трастов возникают в связи с характерным для них способом получения прибыли, основанным на привлечении большого объема заемных средств.

**Ключевые слова:** инвестиции, недвижимость, инвестиционный траст недвижимости, REIT.

## Содержание

Введение

1. Общие риски капитальных REIT
2. Секторные особенности деятельности и риски капитальных REIT
3. Модель деятельности ипотечных REIT

Заключение

Литература

## Введение

Инвестиционные трасты недвижимости (англ. real estate investment trust, REIT) представляют собой особый тип компаний, осуществляющий инвестирование на рынке недвижимости посредством приобретения и управления непосредственно объектами недвижимости (т.н. капитальные REIT) либо обязательствами, обеспеченными недвижимостью (т.н. ипотечные REIT). Особый статус таким компаниям придает специальный законодательный режим, подразумевающий освобождение от налога на прибыль в случае выполнения ряда условий. Так, в США к основным условиям относятся распределение в виде дивидендов не менее 90% прибыли REIT, инвестирование не менее 75% средств в активы недвижимости, получение не менее 75% доходов от инвестиций в недвижимость.

Первые трасты появились в США в 1960-х годах, и накопившиеся более чем за 55 лет существования данного типа компаний сведения об их доходности и прочих показателях позволяют судить о том, какие факторы оказывают значимое влияние на их деятельность. В России подобного типа компаний пока не существует, также практически отсутствует научная литература, посвященная данному вопросу. Исследование новых способов инвестирования в недвижимость, таких как REIT, необходимо для анализа того положительного опыта, который возможно почерпнуть на рынке недвижимости зарубежных стран. Данная статья посвящена изучению

и обобщению специфических черт, стратегий, а также рисков, свойственных различным группам REIT.

Группировку REIT можно осуществлять по различным характеристикам, например, по тому, в какой тип активов они инвестируют, в какой сектор недвижимости вкладывают свои средства. Каждая группа трастов будет иметь свои отличительные черты, свой профиль рисков, особые стратегии деятельности, такие как, например, склонность к привлечению заемного финансирования. В итоге эти особенности можно объединить в единую бизнес-модель, которая характеризует выделенную группу REIT и обосновывает демонстрируемый ею уровень доходности.

## 1. Общие риски капитальных REIT

Наиболее общий признак, по которому REIT можно разделить на три группы, — это то, в какой тип активов инвестирует траст. Капитальные инвестиционные трасты недвижимости (eREIT) вкладывают средства непосредственно в объекты недвижимости и получают прибыль за счет ее сдачи в аренду. При этом те трасты, которые имеют более высокую склонность к риску, нередко приобретают «недооцененные» объекты, которые потенциально способны приносить более высокую прибыль (посредством повышения качества маркетинга, смены стратегии аренды или изменения типа использования недвижимости). Некоторые eREIT осуществляют также девелоперскую деятельность, хотя она никогда не является основным источником их доходов.

Стратегии аренды и, следовательно, связанные с ними риски, существенно зависят от конкретного сектора, в котором осуществляют свою деятельность трасты. В то же время модель деятельности капитальных трастов имеет ряд общих черт. Во-первых, eREIT свойственно использование достаточно низкого уровня леввереджа (в случае REIT под леввереджем традиционно понимают отношение заемных средств к сумме собственного и заемного капитала)

(см. табл. 1 и 2). Инвестирование в недвижимость и владение большим по стоимости портфелем объектов недвижимости позволяют трастам привлекать заемное финансирование под залог недвижимости. Тем не менее капитальные трасты придерживаются стратегии с достаточно низким уровнем риска, которая подразумевает ограничение леввереджа. Большинство трастов стремятся минимизировать обременение на свои объекты, заимствование под залог недвижимости свойственно только промышленным капитальным трастам. Одной из первостепенных мер стабилизации eREIT своего финансового положения с началом глобального финансового кризиса было снижение коэффициента леввереджа. Так, табл. 1 демонстрирует, что в период с 2010 по 2015 год данный показатель колебался в пределах 33—42%.

В связи с тем, что стратегия eREIT подразумевает достаточно долгосрочное инвестирование посредством приобретения объектов и их аренды надежным клиентам, важной задачей управляющих трастов при привлечении заемных средств является грамотное сопоставление доходов от деятельности с расходами на обслуживание долга. Требуется грамотная оценка потенциальной доходности приобретаемых объектов с учетом экономических циклов и возможных спадов на рынке недвижимости. С данным вопросом также связаны процентный риск, валютный риск (если траст осуществляет международную деятельность), возможная недостаточная эффективность стратегии хеджирования рисков трастом, риск снижения ликвидности объектов в условиях экономического спада в случае необходимости продать недвижимость. Помимо группы финансовых рисков существуют политические, законодательные, экономические, экологические риски и т.д.

Поскольку акции большинства американских REIT торгуются на бирже, ощутимое влияние на их котировки оказывает ситуация на фондовом рынке. В частности, их волатильность может отражать

*Коэффициент леввереджа капитальных инвестиционных трастов недвижимости в период с 2007 по 2015 год, %*

*Таблица 1*

Дата	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Коэффициент леввереджа	57,7	49	41,1	41,6	35,4	34,1	33,5	38,1

**Источник:** составлено автором на основе материалов [1].

Коэффициент лeverеджа и доходность инвестиционных трастов недвижимости в разрезе по типу инвестиционных активов и секторам на конец 2015 года

Таблица 2

	Число компаний	Коэффициент лeverеджа, %	Средняя совокупная доходность за 5 лет, %
Все REIT	160	55,9	11,29
eREIT	119	38,1	15,656
<i>торговая недвижимость</i>	34	41,3	10,72
ТЦ	19	39,4	11,02
региональные ТЦ	8	46,3	12,73
отдельно стоящие магазины	7	38,1	8,41
<i>жилая недвижимость</i>	23	46,56	14,24
<i>здравоохранительная недвижимость</i>	17	10,21	37,4
<i>диверсифицированные трасты</i>	17	49,5	9,54
<i>офисная недвижимость</i>	28	43,1	6,38
mREIT	41	73,7	6,93
<i>жилая недвижимость</i>	28	85,6	3,85
<i>коммерческая недвижимость</i>	13	61,8	10

Источник: составлено автором на основе [2].

не столько финансовое и экономическое положение REIT, сколько тенденции в политике инвестирования участников рынка, в первую очередь крупных институциональных инвесторов. В истории REIT были периоды, когда масштабный приток, а затем отток этой группы инвесторов с рынка REIT вызывали резкое падение курса акций трастов и, следовательно, совокупной доходности. Совокупная доходность акций REIT складывается из доходности по акциям и дивидендной доходности, которая связана с доходом трастов от операций (funds from operations, FFO). При этом именно динамика FFO характеризует эффективность управления активами и спрос на недвижимость REIT. В 1990-е годы дивидендная доходность REIT изменялась в пределах 5—13%, в то же время совокупная доходность под влиянием потоков капитала инвесторов колебалась с большой амплитудой и опускалась в 1998 году вплоть до 19% [3, р. 4; 4, р. 123—124]. С риском повторения подобной ситуации столкнулся в настоящее время крупнейший eREIT, оперирующий в секторе торговой недвижимости Simon Property Group. Котировки акций данного траста существенно возросли в 2013 году, тем

не менее их увеличение не было связано с каким-либо свидетельством ожидаемого роста FFO и дивидендной доходности [5, с. 202].

## 2. Секторные особенности деятельности и риски капитальных REIT

Как мы отмечали выше, стратегии аренды существенно зависят от конкретного сектора, в котором осуществляют свою деятельность трасты, при этом каждому конкретному сектору свойственны свои специфические риски. Так, например, стратегии торговых eREIT зависят от размера торговой площади и ее местоположения. Крупные торговые центры и торговые центры регионального значения чаще всего имеют большое число арендаторов, при этом для них характерно наличие нескольких ключевых («якорных») магазинов, которые привлекают в торговый центр основной поток покупателей. Следовательно, основным риском для торговых центров является потеря ключевого арендатора. Еще более существенен риск потери арендатора для отдельно стоящего магазина. Кроме того, в отличие от крупных торговых центров

магазины с одним арендатором делают REIT более зависимым от текущего финансового положения арендатора, т.к. задержка платежей будет напрямую сказываться на прибыли траста.

Инвестирование в жилую недвижимость требует регулярного обновления контрактов. Типичный срок аренды — 1 год. В многоквартирных домах прекращение контрактов достаточно равномерно распределено в течение года, то есть доля пустующих помещений траста относительно стабильна (при условии отсутствия влияния существенных внешних шоков). В подсекторе студенческого жилья прекращение контрактов чаще всего происходит одновременно, при этом в летний сезон почти весь объект может пустовать. Поиск новых арендаторов в условиях высокой конкуренции со стороны других компаний и частных лиц может быть достаточно затруднительным, поэтому конкурентные стратегии трастов предполагают поддержание высокого качества жилья, предоставление дополнительных услуг (например, уход за придомовой территорией и организация прачечных) и снижение издержек за счет эффекта масштаба.

В секторе здравоохранительной недвижимости eREIT инвестируют в больницы, дома престарелых, медицинские центры. В США данный сектор в значительной степени финансируется посредством федеральных программ медицинской помощи нуждающимся (Medicaid) и медицинского страхования для населения старшего возраста (Medicare). Риск прекращения поступления средств по данным программам является ключевым потенциальным дестабилизирующим фактором на рынке здравоохранительной недвижимости США.

Офисная недвижимость — высококонкурентный сектор в крупных городах США. Для него характерны высокие барьеры для входа, что связано с низким уровнем строительства новых объектов, сложностью в получении разрешений на строительство новых объектов, высоким уровнем конкуренции. Для поддержания своей конкурентоспособности eREIT, инвестирующие в данный сектор, нередко выступают девелоперами как своих объектов, так и в рамках совместных проектов с иными инвесторами (это позволяет трастам сохранять невысокий уровень лeverеджа). Девелопмент сопряжен с рядом рисков, таких как неадекватная оценка рисков финансирования, расходов на предварительную оцен-

ку, разработку проекта и получение необходимых разрешений, расходов и сроков строительства. Кроме того, реализованный проект будет рентабельным только в случае, если после завершения строительства eREIT сможет сдать объект в аренду по достаточно высокой ставке.

Помимо перечисленных секторов инвестирования можно также выделить сектор промышленной, складской, гостиничной, курортной, инфраструктурной недвижимости. Каждому из данных секторов свойственны свои риски, которые имеют непосредственное отношение к прибыльности деятельности eREIT.

Наконец, особым подтипом eREIT являются диверсифицированные трасты, которым свойственна специфика нескольких секторов, а также регионов. В рамках данной группы eREIT некоторые трасты акцентируют внимание на конкретном регионе (или даже городе) и достаточно равномерно вкладывают средства в различные сектора. Такой стратегии, например, придерживается один из наиболее старых в США трастов Washington REIT (основан в 1960 году). Другие диверсифицируют только часть своего портфеля с одновременным преобладанием инвестирования в конкретный сектор. Наконец, крупнейшие диверсифицированные трасты осуществляют операции не только в нескольких секторах, но и в нескольких городах, штатах США и даже в разных странах мира. В целом, как можно видеть из табл. 2, диверсифицированные eREIT не являются лидерами по средней совокупной доходности за последние 5 лет (9,54%). Одновременно им свойственен высокий уровень заемных средств (49,5%). Данные сведения заставляют задуматься об эффективности диверсификации деятельности eREIT: при высоком уровне риска за счет большого объема лeverеджа доходность диверсифицированных eREIT не превышала доходность трастов с меньшим лeverеджем. Тем не менее не стоит забывать, что совокупная доходность не всегда является наиболее информативным показателем об эффективности деятельности трастов. Как мы указывали ранее, на REIT оказывают влияние тенденции на фондовом рынке. Более красноречиво об успехе диверсифицированных свидетельствует изменение FFO. На рисунке изображено изменение показателей FFO и совокупной доходности с 1999 по 2014 год. Как мы можем видеть, нередко при росте FFO совокупная доходность снижалась. Нелогично предположить, что снижение

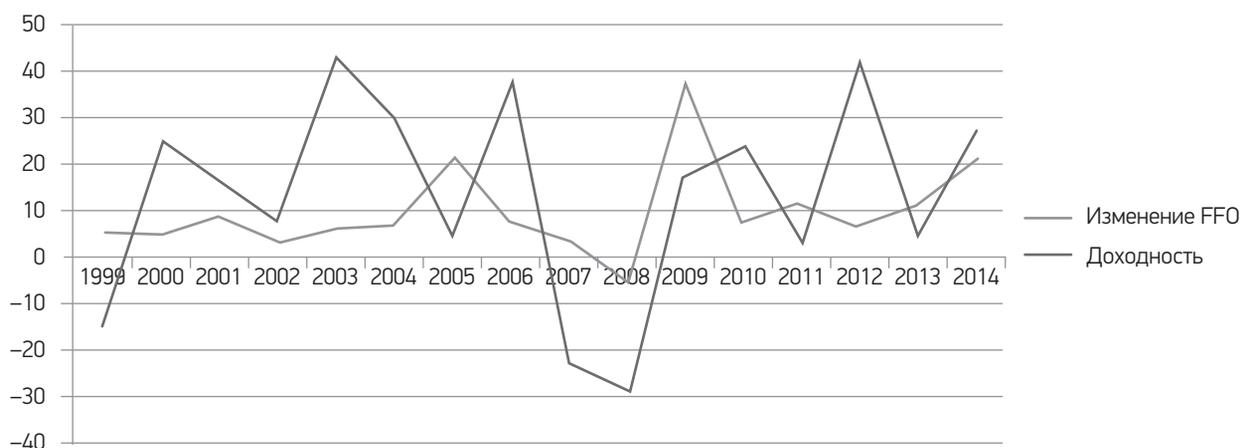


Рисунок. Изменение дохода от операций и совокупной доходности диверсифицированных капитальных инвестиционных трастов недвижимости, 1999—2014 годы, %

Источник: составлено на основе [1].

котировок было вызвано ростом текущих доходов компании. Следовательно, падение курса акций должно объясняться внешними причинами, не связанными с эффективностью операций диверсифицированных трастов.

### 3. Модель деятельности ипотечных REIT

Рассмотрев особенности eREIT, перейдем к изучению схемы функционирования и рисков ипотечных инвестиционных трастов недвижимости (mREIT). Данный тип трастов аккумулирует капитал инвесторов и вкладывает средства в ипотечные обязательства. Помимо секторных рисков для mREIT также характерны риски, связанные именно с моделью их деятельности. Данный класс REIT активно применяет заемные средства: коэффициент леведжа mREIT составил на конец 2015 года 73,7% (см. табл. 2). При этом согласно данным МВФ 40% обязательств приходится на краткосрочное заимствование на рынке репо [6, р. 13].

Большая часть средств mREIT (около 70%) инвестируется в ценные бумаги, обеспеченные недвижимостью (англ. mortgage-backed securities, MBS) [7, р. 5]. Трасты направляют собственный капитал на покупку первоначального пакета MBS, которые затем используют в качестве обеспечения для получения краткосрочного финансирования на рынке репо. Вновь полученные средства направляются на дальнейшую покупку MBS, и такая схема повто-

ряется несколько раз. Прибыль mREIT складывается за счет разницы в процентных платежах, получаемых от MBS и выплачиваемых по сделкам репо.

Различия в ликвидности и сроках платежей по активам и обязательствам ипотечных трастов затрудняют балансировку их активов и пассивов. Ипотечные трасты получают краткосрочное финансирование для инвестирования в долгосрочные активы, при этом для обеспечения своих обязательств mREIT вынуждены постоянно перекредитовываться на рынке репо. При этом компании не имеют достаточного буфера ликвидности, поскольку обязаны распределять почти всю прибыль между акционерами. В случае удорожания кредитования в рамках сделок репо прибыль трастов сократится, и они могут испытывать нехватку ликвидности для погашения обязательств. Кроме того, в долгосрочном плане рост процентных ставок вызовет уменьшение стоимости MBS и, следовательно, необходимость предоставления дополнительного обеспечения по сделкам репо. В то же время падение уровня процентных ставок может стимулировать владельцев недвижимости преждевременно погашать свои ипотечные кредиты, следовательно, ипотечные инвесторы будут вынуждены реинвестировать преждевременно освободившиеся средства по более низкой ставке.

Таким образом, операциям mREIT свойственны риск ликвидности, процентный риск и риск преждевременного погашения ипотечных кредитов, ле-

жащих в основе их активов. Что касается секторного риска, то трасты чаще всего специализируются либо на жилищной, либо на коммерческой недвижимости. Инвесторы в жилищные ипотечные ценные бумаги (RMBS) освобождены от кредитного риска, поскольку платежи по ипотеке гарантированы правительственными агентствами США. Именно на такие, гарантированные, бумаги приходится основная доля инвестиций mREIT в секторе, а сами трасты тогда называют агентскими. Как мы можем видеть в табл. 2, большая часть mREIT инвестирует именно в сектор жилой недвижимости, что, как мы полагаем, связано именно с отсутствием кредитного риска.

## Заключение

Таким образом, в целом американские REIT можно разделить на две группы: капитальные и ипотечные. Модель деятельности первых достаточно стабильна: для eREIT характерен низкий уровень леведреджа, а общие риски связаны с эффективностью подхода к сопоставлению доходов и расходов по операциям инвестирования и заимствования средств, колебаниями акций капитальных трастов в связи с внешними причинами. Стратегии и риски eREIT варьируются в зависимости от того, в какой сектор они инвестируют. Так, торговая недвижимость связана с риском потери ключевых арендаторов, жилая — с необходимостью регулярного возобновления контрактов, здравоохранительная — с риском прекращения федеральных программ финансирования.

Ипотечные трасты создают высокие риски посредством привлечения большого объема краткосрочных заемных средств для инвестирования в долгосрочные ипотечные ценные бумаги, используемые затем для дальнейшего краткосрочного заимствования. Риск, связанный с постоянной необходимостью в перекредитовании, помноженный на риск ликвидности, процентный риск, риск преждевременного погашения ипотечных кредитов, лежащих в основе активов mREIT, является существенным дестабилизирующим фактором и указывает на высокую неустойчивость модели.

Приведенный анализ позволяет сделать вывод о том, что модель капитальных трастов намного более стабильна. На наш взгляд, именно ее в первую очередь следует изучить для целей выявления новых эффективных способов инвестирования в российский рынок недвижимости.

## Литература

1. REITWatch. A monthly statistical report on real estate investment trust industry. [Electronic resource] / NAREIT. Mode of access: <https://www.reit.com/data-research/data/reitwatch> (accessed 03.07.2016).
2. REITWatch. A monthly statistical report on real estate investment trust industry. January 2016. Data as of December 31, 2015 [Electronic resource] / NAREIT. January 2015. Mode of access: <https://www.reit.com/sites/default/files/reitwatch/RW1601.pdf> (accessed 03.07.2016).
3. REITWatch. A monthly statistical report on real estate investment trust industry. December 1999. Data as of November 30, 1999 [Electronic resource] / NAREIT. December 1999. Mode of access: <https://www.reit.com/sites/default/files/media/Portals/0/Files/Nareit/htdocs/REITWatch/RW9912.pdf> (accessed 22.10.2015).
4. Block R.L. Investing in REITs: Real Estate investment Trusts. 3th edition. New York: Bloomberg Press, 2006. 369 p.
5. Буркова Ю.А. Инвестиционные трасты недвижимости в развитых странах // Вестник МГИМО-Университета. 2014. № 4. С. 197—205.
6. Global Financial Stability Report. Transition Challenges to Stability. October 2013 [Electronic resource] / International Monetary Fund. October 2013. 155 p. Mode of access: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2013/02/pdf/text.pdf> (accessed 05.07.2016).
7. NAREIT Brief. Agency Mortgage REITs and Financial Stability [Electronic resource] / National Association of Real Estate Investment Trusts. May 2014. 20 p. Mode of access: <https://www.reit.com/sites/default/files/media/PDFs/2014NAREITMREITStability.pdf> (accessed 05.07.2016).

## Сведения об авторе

Буркова Юлия Андреевна: аспирант кафедры Международных финансов Московского государственного института международных отношений (университета) Министерства иностранных дел Российской Федерации  
Количество публикаций: 7

Область научных интересов: деятельность инвестиционных трастов недвижимости, российские инструменты инвестирования в недвижимость, аналогичные REIT

Контактная информация:

Адрес: 119454, Москва, пр. Вернадского, д. 76

Тел.: +7 (495) 434-60-10

E-mail: burkova\_ja@mail.ru