ФГОУ ВПО ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
ИНСТИТУТ КРЕДИТА
КАФЕДРА «ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ФИНАНСОВЫЙ ИНЖИНИРИНГ»

«Допускаю к защите»

_____ (Я.М. Миркин)

Дипломная работа

Заикина Ирина Александровна

«Организация финансирования инвестиционных проектов через фонды недвижимости»

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Ценные бумаги и биржевое дело»

Научный руководитель: Андрианова Людмила Николаевна, к.э.н., доцент.

Москва – 2007 г.

Содержание:

Введение ... 3
Глава 1. Теоретические аспекты оценки недвижимого имущества ... 7
1.1. Понятие и виды недвижимости ... 7
1.1.1. Понятие и основные характеристики недвижимости ... 7
1.1.2. Классификация недвижимости ... 9
1.2 Методы определения рыночной стоимости ... 16
1.2.1. Использование методов доходного подхода для определения рыночной стоимости объектов недвижимости ... 19
1.2.2. Особенности применения сравнительного подхода к оценке недвижимости ... 26
1.2.3. Расчет рыночной стоимости объектов недвижимости в рамках затратного подхода ... 29
1.3. Подходы к оценке эффективности инвестирования в недвижимость ... 34
Глава 2. Анализ формирования отрасли фондов недвижимости в России ... 43
2.1. Анализ состояния российского рынка недвижимости ... 43
2.1.1. Рынок земельных участков Подмосковья ... 44
2.1.2. Рынок складской недвижимости ... 45
2.1.3. Рынок офисной недвижимости ... 49
2.1.4. Рынок торговой недвижимости ... 51
2.1.5. Рынок жилой недвижимости ... 53
2.1.6. Рынок загородной недвижимости ... 54
2.2. Правовые аспекты функционирования фондов недвижимости ... 57
2.3. Анализ состояния отрасли фондов недвижимости ... 64
2.3.1. Особенности функционирования фондов недвижимости на российском рынке ... 64
2.3.2. Налогообложение фондов недвижимости ... 72
2.3.3. Характеристика рисков в деятельности фондов недвижимости ... 74
Глава 3. Методика оценки инвестиционного проекта для финансирования через фонды недвижимости ... 78
3.1. Характеристика объекта инвестирования ... 78
3.1.1. Местоположение оцениваемого объекта ... 78
3.1.2. Качество участка ... 79
3.1.3. Характеристика проекта ... 80
3.1.4. Правовые характеристики объекта оценки ... 81
3.2. Комментарии к оценке ... 83
3.2.1. Определение арендной ставки ... 84
3.2.2. Определение ставок дисконтирования ... 86
3.2.3. Комментарии к определению рыночной стоимости объекта ... 88
3.2.4. Комментарии к определению эффективности проекта ... 91
Заключение ... 95
Список использованной литературы ... 98
Приложение ... 105

Введение

На сегодняшний день отрасль фондов недвижимости находится в начальной стадии своего развития. Каждый год на рынке появляются все новые фонды, стоимость чистых активов растет высокими темпами. Хотя говорить о становлении отрасли, на наш взгляд, еще рано и основное развитие фондов недвижимости в России еще впереди.

В то же время активно развивается рынок недвижимости. Постоянный рост спроса на различные виды недвижимости, и как следствие рост цен и арендных ставок – также делают инвестиции в эту отрасль привлекательными.

Аккумуляция и инвестирование средств розничных инвесторов – основа деятельности фондов недвижимости. Основной задачей является подбор качественных инвестиционных проектов, для чего необходимо проведение оценки. Таким образом, выбранная мною тема является актуальной.

Целью данной работы является изучение основных моментов, связанных с финансированием инвестиционных проектов с помощью фондов недвижимости. Основной акцент будет сделан на изучение вопросов, связанных с оценкой инвестиционных проектов.

Задачи исследования: проведение анализа текущего состояния российского рынка недвижимости, отрасли фондов недвижимости, самостоятельное проведение оценки инвестиционного проекта.

Предмет исследования – российские фонды недвижимости.

Объект исследования – особенности оценки инвестиционных проектов российскими фондами недвижимости.

Понятие, виды и характеристика недвижимости в первой главе данной работы были описаны на основе законодательной базы РФ, монографических исследований различных авторов, открытой информации в сети Интернет, а также исследований компании Jones Lang LaSalle. Описание основных понятий оценки рыночной стоимости основано на законодательной базе РФ, описание

методики определения рыночной стоимости и эффективности проекта основано на практике компании Jones Lang LaSalle.

Для описания регулятивных норм функционирования фондов недвижимости во второй главе данной работы были проанализированы все законодательные акты, определяющие функционирование фондов недвижимости, представленные в правовой системе Консультант плюс.

Для определения текущего состояния фондов недвижимости был проведен самостоятельный анализ сайтов управляющих компаний всех фондов недвижимости, основных информационных порталов отрасли паевых инвестиционных фондов (www.nlu.ru, www.investfunds.ru) а также изучены аналитические материалы в открытых источниках на конец 2006, начало 2007 годов. Результаты исследования представлены в таблице по фондам, представляющим информацию о структуре своих активов, а также направлении инвестирования средств. Анализ велся на основе классификации, сформированной на основе нескольких источников; также на основе мнений аналитиков – участников рынка - опубликованных в открытых источниках был сделан вывод об уровне доходности фондов недвижимости различных видов.

Целью анализа было изучение основных направлений инвестирования средств фондов недвижимости (как региональное, так и по видам недвижимости), определение доли инвесторов - физических лиц, и соответственно, степени массовости инвестиционных паев (также для определения этого показателя был проведен анализ мнения аналитиков (информация из открытых источников) - участников рынка недвижимости).

Также был проведен анализ доступности паев инвестиционного фонда недвижимости для розничного инвестора (был проведен анализ минимальных сумм инвестирования по всем фондам недвижимости, проанализированы мнения аналитиков – участников фондов недвижимости).

Также во второй главе представлена характеристика текущего состояния российского рынка недвижимости в разрезе таких показателей как структура спроса и предложения, уровень цен, динамика уровня цен, арендная ставка (для коммерческой недвижимости). Анализ был проведен на основе исследований компании Jones Lang LaSalle (для коммерческой недвижимости), а также на основе журнальных, газетных публикаций (обобщение мнений экспертов – участников рынка).

Во второй главе также проведен анализ налогообложения фондов недвижимости (на основе законодательной базы), а также практики уплаты налогов (на основе газетных публикаций, а также публикаций в сети Интернет). Также представлено описание основных рисков, возникающих у фондов недвижимости, способов их снижения.

В третьей главе проведен анализ инвестиционного проекта – строительства многофункционального комплекса, включающего в себя высотный склад, традиционные склады, крупный офисный комплекс и автоцентр. Две пятиуровневые парковки будут расположены вблизи офисных центров. Земельный участок под проектом находится вблизи аэропорта. Учитывая то, что речь идет о реальном проекте, который еще не вышел на рынок, в данной работе не будет уточняться название аэропорта, а также направление, на котором будет находиться комплекс. При проведении оценки были использованы следующие источники информации: открытые источники о рынке коммерческой недвижимости Московской области и общей социально-экономической ситуации, базы данных Jones Lang LaSalle, сведения, полученные от инвестора.

Следует отметить, что исследуемый проект в определенной мере специфичен для российского рынка. Это относится к строительству, как высотных складов, так и офисных центров на достаточно большом расстоянии от МКАДа и торговых центров, специализирующихся на продаже различных

марок автомобилей. Таким образом, учитывая высокие риски, оценка проекта (в частности определение прогнозируемых ставок аренды, уровня загрузки) была проведена достаточно консервативно.

Оценка инвестиционного проекта (расчет рыночной стоимости, анализ эффективность проекта) проводилась с учетом специфики отрасли фондов недвижимости: невозможности привлечения банковских кредитов для осуществления финансирования, особенностей налогообложения. На основе проведенного анализа был сделан вывод о возможности инвестирования средств фонда недвижимости в данный проект.

Глава 1. Теоретические аспекты оценки недвижимого имущества

1.1. Понятие и виды недвижимости

1.1.1. Понятие и основные характеристики недвижимости

Основой деятельности закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости (ЗПИФН) является осуществление инвестиций в недвижимость. Перед тем как рассматривать особенности финансирования инвестиционных проектов необходимо дать определение понятия «недвижимость», описать основные виды и характеристики недвижимости.

В экономической литературе существует множество определений понятия «недвижимость». Вот некоторые примеры:

Недвижимость – земельные участки, жилые, гражданские, промышленные здания и помещения, объекты незавершенного строительства. Участок территории, с принадлежащими ему земельными ресурсами, а также зданиями и сооружениями[1].

Недвижимость - это земля и все имущество, связанное с землей (земельные участки, здания, сооружения и другие объекты[2]).

В соответствии с Гражданским Кодексом РФ к недвижимым вещам (недвижимое имущество, недвижимость) относятся земельные участки, участки недр, обособленные водные объекты и все, что прочно связано с землей, то есть объекты, перемещение которых без несоразмерного ущерба их назначению невозможно, в том числе леса, многолетние насаждения, здания, сооружения, объекты незавершенного строительства.

К недвижимым вещам относятся также подлежащие государственной регистрации воздушные и морские суда, суда внутреннего плавания, космические объекты.[3].

---

[1] Современный биржевой словарь/В.Ф. Корельский.- Москва: Крафт+, 2006.
[2] Словарь современных экономических и правовых терминов/ Под ред В.Н. Шимова. – Мн.: Амалфея, 2002.

Объект недвижимости – товар, обращающийся на рынке, жестко связанный с участком земли, так что его перенос в другое место невозможен без его разрушения (без утраты его потребительских свойств)[4].

Несколько запутанное определение дано в приказе «Об утверждении положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»:

«Под недвижимым имуществом … понимаются находящиеся на территории Российской Федерации или иностранного государства, являющегося членом Группы разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (ФАТФ), земельные участки, участки недр, обособленные водные объекты и все объекты, которые связаны с землей так, что их перемещение без несоразмерного ущерба их назначению невозможно, в том числе здания, сооружения, жилые и нежилые помещения, леса и многолетние насаждения, предприятия как имущественные комплексы, объекты незавершенного строительства, за исключением недвижимого имущества, отчуждение которого запрещено законодательством Российской Федерации или иного государства, на территории которого находятся объекты недвижимого имущества»[5].

На наш взгляд, наиболее полное и грамотное определение дано в Гражданском Кодексе и именно оно будет лежать в основе понятия «недвижимое имущество» в рамках данной работы.

Любой объект недвижимости обладает определенными количественными и качественными характеристиками[6]:

- Физическими (размер, площадь, этажность, материалы);
- Имущественно-правовыми (право собственности, ограничения);

---

[3]Гражданский Кодекс Российской Федерации, статья 130//Консультант плюс
[4]Оценка недвижимости / Л.Н. Тепман.- М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007.
[5]Приказ ФСФР от 8 февраля 2007 г. N 07-13/пз-н «Об утверждении положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»//Консультант плюс
[6]Мазур И.И. Девелопмент. М.: «Экономика», 2004.

- Экономическими (стоимость, цена, доходность);
- Окружающей среды (экология, транспорт, инфраструктура).

1.1.2. Классификация недвижимости

Следующий вопрос, который будет рассмотрен - классификация объектов недвижимости. Далее представлены классификации по различным признакам.

Классификация по функциональному назначению[7]:

1. Естественные объекты
    - земельные участки
    - участки недр и водные объекты
    - леса и многолетние насаждения
2. Искусственные объекты
    - жилая недвижимость
    - коммерческая недвижимость (офисы, склады, торговые помещения, гостиничные комплексы, производственные помещения, рекреационная недвижимость)
    - недвижимость социально-культурного назначения.

Рассмотрим отдельные виды недвижимости подробнее:

<u>Офисная недвижимость</u>

Рынок офисной недвижимости начал формироваться раньше остальных сегментов коммерческой недвижимости, и соответственно классификация разработана более полно. Принято выделять три основных группы (класса) офисной недвижимости А, В, С.

Единая классификация офисной недвижимости была принята Московским Исследовательским Форумом (Moscow Research Forum) в апреле 2003 года. В

---

[7]На основе Вечер Н.Ф. Ольховский А.А. Инвестиции в коммерческую недвижимость. Жизненный цикл объекта. СПб.: Издательский дом «Бизнес-пресса», 2005; Асаул А. Н. Экономика недвижимости. – СПб.: Питер, 2007; Мазур И.И. Девелопмент. М.: «Экономика», 2004.

рамках форума (объединение крупных столичных консалтинговых и брокерских компаний) были разработаны классификационные признаки (см. Приложение 1.1), соответствие которым позволяет отнести объект недвижимости к тому или иному классу.

Офисное здание класса А: должно соответствовать или превышать установленный минимум в 16 из 20 стандартных критериев:

Офисное здание класса В должно соответствовать не менее, чем 10-ти из 20-ти критериев.

Офисное здание класса С соответствует менее, чем 8-ми из 20-ти критериев.

Классификация достаточно условная. Сложно представить офис класса А без, к примеру, современной системы безопасности. Класс здания заявляется девелопером, и очень часто такая оценка оказывается завышенной. Поэтому при оценке проекта, компания должна найти подтверждение заявленному классу.

Часто при определении класса к буквам А, В, С добавляется знак «+» или «-». При этом критерии разрабатываются каждой компанией самостоятельно.

Данная классификация не является обязательной и в основном применяется на московском рынке. Но в большинстве своем московские управляющие компании при отборе проектов опираются именно на эту классификацию.

В Санкт-Петербурге, популярной является классификация, разработанная НП «Гильдия Управляющих и Девелоперов коммерческой и промышленной недвижимости» (ГУД).

При разработке данной классификации использованы мировые стандарты в сфере офисной недвижимости, разработанные Британским Советом по Офисным зданиям (British Council for Offices), а также международные стандарты BOMA (Building Owners and Managers Associations).

Оценка качества здания происходит по трем категориям. По каждой из категорий – местоположение и доступность, компоненты и свойства, управление зданием и предоставляемого сервиса – согласно соответствию указанным характеристикам присваивается отдельный класс («А», «В», «С»). Оценки по различным категориям могут не совпадать между собой. Интегральной оценкой считается минимальная оценка совокупности. Для большей развернутости классификации иногда используется трехбуквенная терминология. Классификационные характеристики по каждой из категорий представлены в Приложении 1.2.

Здания класса А - наиболее престижные высококачественные здания, являющиеся таковыми по месторасположению, статусу арендаторов и уровню спроса, поддерживаемые на должном уровне. Здания должны иметь превосходную конструкцию/дизайн, и оборудованными в соответствии с последними технологическими достижениями и требованиями к комфорту. Здания должны быть новыми или конкурентоспособными со зданиями новой постройки, управляемые профессиональным менеджментом.

Здания класса В - здания со средним или выше среднего уровнем конструкции, оборудования, месторасположения, статуса арендаторов. Инфраструктура здания может не всегда удовлетворять арендаторов в количестве и качестве услуг. Допускается незначительное устаревание зданий.

Здания класса С - здания со средним и ниже уровнем конструкции, оборудования, месторасположения и статуса арендаторов. Как правило, это устаревшие или с высоким уровнем износа здания, возможно функционально усовершенствованные.

Также существуют определенные категории зданий, которые находятся вне классификации. Это, к примеру, так называемые «built-to-suit» - здания, построенные собственником «под себя». Подобные здания отвечают требованиям определенного собственника, чаще всего сочетают в себе свойства

различных классов; и если такие объекты все же попадают на открытый рынок, их достаточно сложно классифицировать.

Складская недвижимость

Первая классификация складской недвижимости появилась в России в начале 2000 года. Все складские помещения делились на два класса – «Greenfield» - «нулевая постройка» и «Brownfield» - реконструированное производственное здание.

Сейчас существуют более подробные классификации.

К примеру, компания Jones Lang LaSalle подразделяет все складские помещения на четыре класса (A, B, C, D) в соответствии с определенными классификационными признаками, приведенными в Приложении 1.3.

Также популярна классификация, предложенная компаниями «Knight Frank» и «Swiss Reality Group» (A+, A, B+, B, C, D)

Торговая недвижимость

Классифицировать торговые центры несколько сложнее, чем, к примеру, офисные центры. Торговая недвижимость более разнообразна; она очень тесно связана с видом торговли. Классифицировать всю торговую недвижимость по единым критериям достаточно сложно, однако возможно это сделать для крупных профессиональных центров[8]. Подобная классификация, разработанная Urban Land Institute (ULI) приведена в Приложении 1.4. Наибольшей популярностью данная классификация пользуется в США.

В Европе чаще применяют классификацию International Council of Shopping Centres (ICSC, Международного совета торговых центров). Европейский международный стандарт, в частности, присваивает каждому торговому центру один из восьми классов - "магазин по соседству"

[8]Под профессиональным центром понимается совокупность предприятий торговли, услуг, общественного питания и развлечений, подобранных в соответствии с концепцией и осуществляющих свою деятельность в специально спланированном здании (или комплексе таковых), находящемся в профессиональном управлении и поддерживаемом в виде одной функциональной единицы.

(Neighborhood Centers), "районный" (Community Centers), "центр моды" (Lifestyle Center), "пауэр-центр" (Power Centers), "региональный" (Regional Centers) и "суперрегиональный" (Super-Regional), "магазин производителя" (Outlet Centers), "специализированный" (Theme/Festival Center).

Промышленная недвижимость

Из-за низкой доходности, этот вид недвижимости не получил широкого распространения. В основном промышленные помещения строятся «под себя».

Из коммерческих проектов можно выделить:

- Индустриальные парки (для традиционных видов производств)
- Техно-парк (высокотехнологическое производство)

Гостиничная недвижимость

В соответствии с приказом «Об утверждении системы классификации гостиниц и других средств размещения»[9] все гостиницы подразделяются на 5 категорий (звезд). Для присвоения той или иной «звездности» помещение должно соответствовать определенным критериям, начиная от соотношения площадей, заканчивая качеством занавесок. Соответствующие сертификаты выдаются Минэкономразвития и подтверждаются раз в четыре года. Сертификация является добровольной. Некоторые российские отели предпочитают получать международную сертификацию, которая предполагает присваивание от одной до семи «звезд»

Кроме традиционных звезд существуют системы «букв» и «корон». В Греции пользуется популярностью буквенная система классификации, хотя на фасадах гостиниц можно увидеть и звезды. Все греческие гостиницы подразделяются на четыре категории: A, B, C, D. Гостиницы категории A соответствуют четырехзвездочному уровню, B – трехзвездному, C –

[9]Приказ Минэкономразвития РФ от 21.06.2003 №197 «Об утверждении системы классификации гостиниц и других средств размещения»//Консультант плюс

двухзвездному. Гостиницам высшей категории в Греции нередко присуждается категория «de Luxe».

Жилая недвижимость

На рынке жилой недвижимости также не существует общепринятой классификации, каждая компания самостоятельно разрабатывает критерии для отнесения здания к определенному классу.

Всю городскую жилую недвижимость можно разделить на три крупные категории (в зависимости от предпочтений целевых групп потребителей)[10]:

- Элитное жилье (подробная классификация представлена в Приложении 1.5);
- Эконом класс (панельные, кирпично-монолитные дома, расположенные в любом районе города)
- Низший эконом класс (непрестижный район, низкая транспортная доступность, здания старого фонда).

Классификация загородной недвижимости (коттеджи, таунхаусы) может быть проведена исходя из категории поселков (см Приложение 1.6)

Земельные участки

В соответствии со статьей 6 Земельного Кодекса РФ «земельный участок как объект земельных отношений - часть поверхности земли (в том числе почвенный слой), границы которой описаны и удостоверены в установленном порядке. Земельный участок может быть делимым и неделимым. Делимым является земельный участок, который может быть разделен на части, каждая из которых после раздела образует самостоятельный земельный участок, разрешенное использование которого может осуществляться без перевода его в состав земель иной категории, за исключением случаев, установленных федеральными законами»

[10]Асаул А. Н. Экономика недвижимости. – СПб.: Питер, 2007

При инвестиционной оценке земельного участка очень важным является понятие категории земли, каждая из которых обладает своим правовым статусом. Например, на землях лесного фонда строительство невозможно, для этого участок должен быть переведен в категорию «земли поселений» или «земли сельскохозяйственного назначения».

В Российской Федерации земли делятся на семь категорий[11]:

- земли сельскохозяйственного назначения;
- земли поселений;
- земли промышленности, энергетики, транспорта, связи, радиовещания, телевидения, информатики, земли для обеспечения космической деятельности, земли обороны, безопасности и земли иного специального назначения;
- земли особо охраняемых территорий и объектов;
- земли лесного фонда;
- земли водного фонда;
- земли запаса.

Очень часто при реализации инвестиционного проекта требуется перевод земель из одной категории в другую.

Федеральный закон «О переводе земель или земельных участков из одной категории в другую» регламентирует случаи, в которых становится возможным изменение категории земли[12].

Проще всего осуществить перевод земель промышленности, но чаще всего требуется перевод сельскохозяйственных земель в земли промышленности, что достаточно проблематично.

Также недвижимое имущество можно классифицировать в соответствии с другими признаками.

---

[11]Земельный Кодекс РФ, статья 7//Консультант плюс

[12]ФЗ от 21.12.2004 №172ФЗ «О переводе земель или земельных участков из одной категории в другую»//Консультант плюс

Классификация по видам собственности[13]:

- Имущество в государственной собственности (федеральной, в собственности субъектов федерации или муниципальной собственности);
- Имущество в частной собственности (в собственности юридического или физического лица);
- Имущество в смешанной форме собственности (в основном акционерные общества с участием государства).

Классификация по видам передачи прав[14]:

- Имущество, переданное в аренду (арендатор получает право пользования и владения);
- Имущество, переданное в доверительное управление (управляющий ставит имущество на специальный баланс; берет на себя права и обязательства связанные со сбором арендной платы, эксплуатацией имущества);
- Имущество, переданное в хозяйственное ведение (передаются права владения, использования и ограниченного распоряжения имуществом)
- Имущество, переданное в оперативное управление (бюджетным государственным учреждением передается право пользования и владения).

1.2 Методы определения рыночной стоимости

Перед инвестированием средств в недвижимое имущество обязательно проводится оценка инвестиционного проекта. Перед описанием основных методов оценки, необходимо дать определение понятию «рыночная стоимость»

---

[13]На основе Вечер Н.Ф. Ольховский А.А. Инвестиции в коммерческую недвижимость. Жизненный цикл объекта. СПб.: Издательский дом «Бизнес-пресса», 2005; Мазур И.И. Девелопмент. М.: «Экономика», 2004.

[14]На основе Вечер Н.Ф. Ольховский А.А. Инвестиции в коммерческую недвижимость. Жизненный цикл объекта. СПб.: Издательский дом «Бизнес-пресса», 2005

Рыночная стоимость объекта оценки - наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства. (В соответствии с российскими стандартами оценки[15]).

Также выделяют виды стоимости объекта оценки, отличные от рыночной стоимости:

- стоимость объекта оценки с ограниченным рынком - стоимость объекта оценки, продажа которого на открытом рынке невозможна или требует дополнительных затрат по сравнению с затратами, необходимыми для продажи свободно обращающихся на рынке товаров;
- стоимость замещения объекта оценки - сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки, в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, с учетом износа объекта оценки;
- стоимость воспроизводства объекта оценки - сумма затрат в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, на создание объекта, идентичного объекту оценки, с применением идентичных материалов и технологий, с учетом износа объекта оценки;
- стоимость объекта оценки при существующем использовании - стоимость объекта оценки, определяемая исходя из существующих условий и цели его использования;

[15]Постановлениями Правительства РФ № 519 от 06.07.2001 г. «Об утверждении стандартов оценки» и № 395 от 07.06.2002 г.//Консультант плюс

- инвестиционная стоимость объекта оценки - стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях;
- стоимость объекта оценки для целей налогообложения - стоимость объекта оценки, определяемая для исчисления налоговой базы и рассчитываемая в соответствии с положениями нормативных правовых актов (в том числе инвентаризационная стоимость);
- ликвидационная стоимость объекта оценки - стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов;
- утилизационная стоимость объекта оценки - стоимость объекта оценки, равная рыночной стоимости материалов, которые он в себя включает, с учетом затрат на утилизацию объекта оценки;
- специальная стоимость объекта оценки - стоимость, для определения которой в договоре об оценке или нормативном правовом акте оговариваются условия, не включенные в понятие рыночной или иной стоимости, указанной в настоящих стандартах оценки.

Выделяют следующие подходы к оценке:

- затратный подход - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для восстановления либо замещения объекта оценки, с учетом его износа;
- сравнительный подход - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними;
- доходный подход - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки.

Метод оценки - способ расчета стоимости объекта оценки в рамках одного из подходов к оценке.

1.2.1. Использование методов доходного подхода для определения рыночной стоимости объектов недвижимости

Доходный подход основывается на принципе ожидания. Данный принцип утверждает, что типичный инвестор приобретает недвижимость в ожидании получения будущих доходов или выгод. Другими словами, инвестор приобретает приносящую доход недвижимость в обмен на право получать будущую прибыль от ее эксплуатации и от последующей продажи.

Для капитализации будущих денежных потоков в настоящую стоимость применяются:

- метод прямой капитализации; (при прогнозировании постоянных или плавно изменяющихся доходов)
- метод капитализации по норме отдачи (применяется при значительной динамики изменения денежных потоков.)

Метод прямой капитализации основан на допущениях о том, что будущий доход будет поступать в виде регулярных платежей в течение бесконечного периода времени. При этом настоящая стоимость бесконечного потока доходов рассчитывается делением величины чистого операционного дохода на общий коэффициент капитализации.

Метод капитализации по норме отдачи предполагает полный учет всех денежных потоков, поступающих от объекта оценки в течение определенного периода. Настоящая стоимость будущих денежных потоков определяется путем дисконтирования каждого потока соответствующей нормой дисконтирования. Формализуется данный метод в виде анализа дисконтированных денежных потоков или путем применения расчетных моделей капитализации по норме отдачи.

На практике при оценке введенных в эксплуатацию и устойчиво функционирующих объектов используется метод прямой капитализации. При оценке девелоперских проектов используется комбинация этих методов.

Для применения метода дисконтирования денежных потоков при определении настоящей стоимости будущих денежных потоков, необходимо

- Определить ставку дисконтирования для будущих денежных потоков
- Рассчитать прогноз будущих денежных потоков для периода владения объектом
- Дисконтировать будущие денежные потоки

Ставка дисконтирования рассчитывается с использованием следующих методов:

- метод кумулятивного построения (ставка дисконтирования рассчитывается путем добавления к безрисковой ставке нормы премий за риск);
- метод альтернативных инвестиций (ставка дисконтирования определяется как риск инвестиций на финансовом рынке в альтернативные проекты);
- метод выделения (ставка дисконтирования определяется на основании данных о продажах сравнимых объектов);
- метод мониторинга (тенденция изменения доходности альтернативных инвестиций; анализ проводится на основе мониторинга рынка недвижимости).

На данный момент на рынке сложились следующие ставки дисконтирования для различных типов недвижимости.

Таблица 1.1. Ставка дисконтирования для различных направлений инвестирования[16]

Инвестиции в недвижимость	**Ставка дисконтирования, %**
Высококачественные торговые проекты	11-13

[16]Источник: исследования Jones Lang LaSalle

Инвестиции в недвижимость	Ставка дисконтирования, %
Городские и областные торговые центры	12-15
Высококачественные офисные проекты	12-14
Офисные проекты класса В и С	15-20
Складской проект	12-15
Жилая недвижимость	7-10

Анализ доходов

Все будущие потоки, которые может генерировать собственность можно разделить на две части:

- денежные потоки от операционной деятельности (рассчитываются по методу капитализации по норме отдачи)
- денежный поток от реверсии[17] (рассчитываются методом прямой капитализации).

Для проведения оценки денежные потоки от операционной деятельности объекта прогнозируются путем составления реконструированного (гипотетического) отчета о доходах на год. Исходные данные для составления реконструированного отчета о доходах принимаются в соответствии с выполненным анализом полученных сведений об оцениваемом объекте и маркетинговыми исследованиями рынка.

Если рыночная практика предполагает сдачу помещения с оборудованием, потенциальный валовой доход от сдачи в аренду оцениваемого здания, рассчитывается исходя из следующей предпосылки – потенциальный валовой доход должен складываться из двух составляющих:

- Годового дохода, рассчитанного исходя из ставки аренды на помещения соответствующего класса без специального оборудования.
- Годовой компенсации затрат на специальное оборудование и дизайн.

[17]Под реверсией следует понимать сумму доходов, полученных инвестором после завершения проекта (от его продажи).

Таким образом составляется расчет потенциального годового валового дохода:

Ежегодная компенсация затрат рассчитывается по формуле:

$$PMT = PV * (Yo / (1 - 1 / (1 + Yo) ^ n),$$

где:

- PMT – периодический платеж (ежегодная компенсация затрат) в течение семилетнего периода.
- PV – текущая стоимость затрат (затраты на ремонт).
- Yo – норма отдачи.
- n – период.

Действительный валовой доход рассчитывается как предполагаемый доход с учетом потерь от незанятости и неуплаты арендной платы. Потери от неплатежей арендной платы не типичны на рынке (при должном управлении объектом недвижимости) и зачастую принимаются равными нулю.

Потери от незанятости рассчитываются по формуле:

$$V = (K \times Nf) / No,$$

где:

-К - коэффициент оборачиваемости арендных помещений, отражающий долю арендных площадей, на которых в течение года происходит смена арендаторов, %;

-Nf - число арендных периодов, которое необходимо для поиска новых арендаторов после ухода старых;

- No - общее число арендных периодов (число платежей арендной платы).

Если помещения арендуются на длительный срок, учитываются потери, которые понесет собственник только в течение первого года. В течение последующих периодов они принимаются равными нулю.

Для прогнозирования денежного потока от реверсии возможно применить три способа:

- Прямое задание величины реверсии.
- Прогнозирование тенденции изменения стоимости собственности за период владения.
- Применение коэффициента капитализации к чистому операционному доходу за год, следующий за годом окончания периода владения.

Таблица 1.2. Методика расчета реверсии[18]

Показатель	**Формула**
Потенциальный валовой доход, /год (PGI)	
Потери, /год (L)	
Действительный валовой доход, /год (EGI)	**PGI-L**
Операционные расходы, /год (OpEx)	
Дополнительные расходы:	
- налог на имущество, /год	
- налог на землю, /год	
-текущий ремонт, /год	
- прочие расходы, /год	
Чистый операционный доход, /год (NOI)	**EGI-OpEx**
Ставка капитализации (на дату продажи), % (Y)	
Реверсия,	**NOI/Y**

Анализ расходов

Расходы владельца объекта подразделяются на две группы:

- затраты на реконструкцию (капитальный ремонт);
- операционные расходы.

[18]Источник: исследования Jones Lang LaSalle

Операционные расходы представляют собой текущие расходы, связанные с владением и эксплуатацией объекта недвижимости. Они подразделяются на постоянные, величины которых не зависят от степени загрузки здания пользователями (налог на имущество, страховые взносы, арендная плата за земельный участок, расходы на управление, текущий ремонт, резерв на замещение, прочие расходы), и переменные, зависящие от степени загруженности здания (коммунальные и прочие услуги).

По сложившейся практике[19] на сегодняшний день сопоставимые объекты арендуются на основе "тройной чистой аренды". Это означает, что арендатор берет на себя все расходы, за исключением "стен и кровли". То есть собственник отвечает за состояние самого строения и за замену в случае необходимости кровли и основных элементов систем инженерного обеспечения. В дополнение к этим расходам владелец оплачивает расходы, связанные с оплатой юридических услуг и расходы на ведение бухгалтерии.

Ремонтные работы и содержание помещений

В данную категорию расходов включаются расходы на ремонт кровли, замену инженерного оборудования и т.д.

Страховые платежи (зачастую сделки страхования не заключаются)

Дополнительные расходы

Вероятно, что собственник понесет некоторые другие виды расходов, такие как на ведение бухгалтерской документации, оплату юридических услуг и пр. Подобные расходы оцениваются на уровне от 12,000 до 48,000 долл. США в год в зависимости от масштаба проекта.

Налог на имущество

Годовая ставка налога на имущество составляет 2,2 % от балансовой стоимости здания. При расчете налогооблагаемой базы учитываются затраты на строительство.

---

[19] Исследования Jones Lang LaSalle

Земельный налог

Резерв на замещение

В том случае, когда возникает необходимость заменить определенные компоненты здания, необходимые для того, чтобы непрерывно получать доход от аренды, собственник должен иметь средства, покрывающие стоимость замены этих компонентов. При накоплении резервного фонда следует учитывать возможные будущие расходы на ремонт-замену кровли и перекрытия, отопительно-вентиляционной системы, асфальтового покрытия и полов, пр.

Ежегодные отчисления на соответствующий резервный счет обычно рассчитывается как полная стоимость замещения, деленная на ожидаемый остающийся срок полезной жизни. Предполагается, что ежегодные отчисления депонируются на специальный счет (фонд возмещения), накопление средств на который происходит по безрисковой ставке в течение всего срока владения объекта.

Хотя эти расходы часто фигурируют при анализе финансовых отчетов, редко такие отчисления производятся в действительности.

Брокерская комиссия за аренду

В течение периода заполнения зданий арендаторами, брокерская комиссия за аренду включается в операционные расходы. Обычно она составляет 8% от действительного валового дохода.

Расходы на юридическое сопровождение.

Собственник несет дополнительные расходы на юридическое сопровождение в период сдачи помещений в аренду. Обычно они составляют 2% от действительного валового дохода.

Определение рыночной стоимости объекта

Текущая стоимость денежного потока рассчитывается по следующей формуле:

$$V_n = C_n * \frac{1}{(1 + In_n)^n}$$

где:

-Vn – текущая стоимость денежного потока для периода n;

-C_n – прогнозируемый денежный поток для периода n;

-Inn - прогнозируемая ставка дисконтирования для периода n;

-n – период владения.

Стоимость объекта равна сумме текущих стоимостей денежных потоков для всего прогнозного периода.

$$V = \sum_{1}^{n} V_n$$

где:

-V – Стоимость объекта;

-Vn - текущая стоимость денежного потока для периода n;

-n – период владения.

1.2.2. Особенности применения сравнительного подхода к оценке недвижимости

Сравнительный подход к оценке недвижимости отражает принцип спроса и предложения, а также принцип замещения. Необходимой предпосылкой для применения методов сравнительного подхода является наличие информации о сделках с аналогичными объектами недвижимости (которые сопоставимы по назначению, размеру и местоположению), произошедших в сопоставимых условиях (время совершения сделки и условия финансирования сделки).

В рамках сравнительного подхода могут применяться следующие методы:

- метод валовой ренты;
- метод сравнения продаж.

В рамках сравнительного подхода чаще всего расчеты производятся по методу сравнения продаж. Метод сравнения продаж определяет рыночную стоимость объекта на основе анализа недавних продаж сопоставимых объектов недвижимости, которые сходны с оцениваемым объектом по важнейшим элементам сравнения. Данный метод определения стоимости предполагает, что рынок установит цену для оцениваемого объекта тем же самым образом, что и для сопоставимых, конкурентных объектов.

Любое отличие условий продажи сравнимого объекта от типичных рыночных условий на дату оценки должно быть уточнено при анализе, следовательно, достоверность получаемой информации является существенным ограничительным фактором метода сравнения продаж.

Применение метода сравнения продаж заключается в последовательном выполнении следующих действий:

- подробное исследование рынка с целью получения достоверной информации обо всех факторах, имеющих отношение к объектам сравнимой полезности;
- определение подходящих единиц сравнения и проведение сравнительного анализа по каждой единице;
- сопоставление оцениваемого объекта с выбранными объектами сравнения с целью корректировки их продажных цен или исключения из списка сравниваемых;
- приведение ряда скорректированных показателей стоимости сравнимых объектов к рыночной стоимости объекта оценки.

В качестве единиц сравнения могут выступать какие-либо общие единицы, с помощью которых возможно измерение объекта. Цена за единицу площади (кв. м) является наиболее распространенной единицей сравнения.

Элементами сравнения называют характеристики объектов недвижимости и сделок, которые вызывают изменения цен на недвижимость. В оценочной

практике принято выделять девять основных элементов сравнения, которые должны быть проанализированы в обязательном порядке:

- переданные права собственности
- условий финансирования
- условий продажи
- условий рынка
- местоположение
- физические характеристики
- экономические характеристики
- использование
- компонент, не связанный с недвижимостью

Поправка на права собственности - разность между рыночной и контрактной арендной платой. Корректировка рассчитывается методом капитализации этой разницы.

Расчет поправки на условия финансирования зависит от сущности финансовых договоренностей, при этом зачастую корректировки на условия продажи и на условия финансирования объединяются. Примером может служить завышенная стоимость объекта-аналога при условии получения покупателем кредита от продавца, предусматривающего пониженные процентные ставки.

Корректировка на условия продажи отражает нетипичные для рынка отношения между продавцом и покупателем (такие как срочность продажи, взаимосвязь субъектов сделки).

Корректировка на условия рынка учитывает, прежде всего, изменения рыночных условий, происходящие с течением времени. Основными факторами, изменяющими рыночные условия, являются инфляция и дефляция, изменение налогового законодательства и других сопряженных отраслей права, изменения спроса и предложения.

Корректировка на месторасположение требуется, когда географическое положение объекта сравнения отличается от положения объекта оценки. Наилучшим образом величина корректировки выводится из анализа продаж подобных объектов в разных местах, поэтому можно сказать, что корректировка на местоположение отражает разницу в стоимости земли для данных объектов.

Корректировка на физические характеристики осуществляется по каждому элементу, по которому выявлены отличия: размер, конструктивные элементы, качество материалов, износ и т.д.

Корректировка на экономические характеристики вносится, если у объекта сравнения отличаются основные характеристики, влияющие на величину приносимого объектом дохода. К таким характеристикам относятся: текущие затраты, качество управления, скидки в арендной плате, условия и сроки аренды и т.д.

Корректировка на использование вносится только в том случае, если аналог близок к объекту оценки по всем параметрам, кроме текущего использования. Корректировка рассчитывается путем сопоставления средних цен продаж объектов соответствующих видов использования.

Корректировка на компонент, не связанный с недвижимостью подразумевает изменение стоимости всего объекта при наличии определенных элементов, относящихся к объекту (высококачественная мебель, приборы и т.д.)

1.2.3. Расчет рыночной стоимости объектов недвижимости в рамках затратного подхода

Затратный подход к оценке основывается на принципе замещения. Данный принцип гласит, что осведомленный покупатель никогда не заплатит за какой-либо объект недвижимости больше, чем сумма денег, которую нужно будет потратить на приобретение земельного участка и строительство на нем

здания, аналогичного по своим потребительским характеристикам оцениваемому объекту.

Подход к оценке по затратам базируется на сравнении стоимости строительства аналогичного объекта недвижимости со стоимостью существующего объекта. При этом подходе определяется стоимость строительства аналогичного объекта, далее вычитается накопленный износ и к результату добавляется стоимость земельного участка.

Применение затратного метода не всегда определяет рыночную стоимость, поскольку существуют понятийные различия в терминах "затраты" и "стоимость". Понесенные инвестором затраты не всегда создадут рыночную стоимость из-за разницы в издержках на воссоздание сопоставимых объектов и напротив - создаваемая стоимость не всегда бывает адекватной понесенным затратам. Прежде всего, это касается объектов недвижимости, целью владения которой является получение дохода.

Применение затратного метода наиболее целесообразно (и даже единственно возможно) при проведении:

1. Анализа наилучшего и наиболее эффективного использования земельного участка.
2. Технико-экономического анализа нового строительства и улучшений.
3. Оценки рыночной стоимости недвижимости на малоактивных рынках.
4. Оценки рыночной стоимости для целей страхования и налогообложения.

Замещающая стоимость - оцениваемая стоимость нового строительства в текущих ценах на дату оценки здания с полезностью, равной полезности оцениваемого здания, с употреблением современных материалов, современных стандартов, проекта, планировки и т.д.

Под стоимостью нового строительства (СС) понимается сумма всех затрат, сопутствующих возведению здания в современных рыночных условиях. Учитываются следующие виды затрат:

- прямые издержки (ПИ), непосредственно связанные со строительными работами на объекте;
- косвенные издержки (КИ), необходимые для организации процесса строительства и ввода построенного объекта в эксплуатацию;
- прибыль предпринимателя (ПП), как премия инвестору за использование капитала для строительства;
- налоги (Н):

$$СС = ПИ + КИ + ПП + Н$$

Прямые издержки (ПИ-затраты на материалы, строительные машины, заработная плата, накладные расходы и сметная прибыль) и основная часть косвенных издержек (КИосн-на подготовку территории, временные здания, зимнее удорожание, дополнительная зарплата, надзор за строительством, проектирование и др.) вычисляется как сметная стоимость строительства (Ссмет), традиционно учитываемая при строительном проектировании, равная сумме стоимости строительно-монтажных работ (Ссмр) и прочих затрат (ПрЗ).

$$ПИ + КИосн = С\ смет = С\ смр + ПрЗ$$

Дополнительные косвенные издержки (КИдоп), включающие расходы, характерные для сопровождения строительства (страховка, аренда, административные расходы, оценки, консультирование, бухгалтерский учет, юридическое обслуживание, расходы на изменение права собственности, согласования и т.п.), и в прежних системах ценообразования строительной продукции не учитывающиеся, определяются на основании рыночной информации по процентной норме от суммы прямых и основных косвенных издержек:

$$КИ\ доп = n\ \%\ (ПИ + КИ\ осн)$$

Прибыль предпринимателя (ПП) также рассчитывается из рыночных данных по процентной норме от суммы прямых и косвенных издержек:

$$ПП = n\ \%\ (ПИ + КИ\ осн + КИ\ доп)$$

Прибыль предпринимателя представляет степень риска, связанную с развитием проекта. Прибыль предпринимателя является частью прибыли от продажи или дополнительного дохода от инвестиций в эксплуатацию собственности. В зависимости от сложившейся рыночной практики прибыль предпринимателя оценивают как процент от различных составных частей стоимости собственности. При этом независимо от величины процента и соответствующей ему основы, величина предпринимательской прибыли остается постоянной.

Действующие налоги учитываются по процентным ставкам от суммы прямых и косвенных издержек и прибыли предпринимателя:

$$Н = n\ \% (ПИ + КИ + ПП)$$

Величина сметной стоимости строительства (С смет) для оцениваемого строительного объекта определяется как сметная стоимость возведения объекта-аналога - типового строения с тем же, что и у оцениваемого, функциональным назначением и сходным конструктивным решением.

Разделение различных видов прибыли в процессе строительства

1. Прибыль проектных организаций

Величины закладываемой прибыли (от себестоимости проектных работ) составляют диапазон 8-20% (расчетные показатели затрат в данном параграфе приведены в соответствии с исследованиями Jones Lang LaSalle).

2. Прибыль генподрядчика-строителя (сметная прибыль).

Сметная прибыль - это сумма средств, необходимых для покрытия определенных (общих) расходов строительно - монтажных организаций на развитие производства, социальной сферы и материальное стимулирование работников. Норма сметной прибыли по отношению к сметной себестоимости составляет 12%, либо она может быть рассчитана как 50… 57,5 % от ФОТ (фонд оплаты труда). В сводный сметный расчет стоимости строительства включается резерв на непредвиденные работы и затраты, предназначенный для возмещения

стоимости работ и затрат, потребность в которых возникает в процессе разработки рабочей документации или в ходе строительства в результате уточнения проектных решений или условий строительства. Резерв назначается не более 2% для объектов социальной сферы и 3% - для объектов производственного назначения.

Следует подчеркнуть, что в величине сметной стоимости строительства учитывается прибыль проектных и подрядных организаций, которая не связана с прибылью предпринимателя. В большинстве случаев при индивидуальном проекте и отсутствии тендера сметная прибыль достигает 25…30% и более от действительной сметной себестоимости строительства. При проведении тендера возможности снижения сметной прибыли возрастают и она минимально может составить 8…10 % от сметной себестоимости. Диапазон прибыли генподрядчика - строителя: 8…30 % от сметной себестоимости строительства.

3. Прибыль предпринимателя

Прибыль предпринимателя зависит от направления развития инвестиционного проекта. Приблизительное выражение для определения прибыли предпринимателя (ПП):

$$ПП = (PCi – CCi) / (1+Yo)^n$$

где:

-PC_i - рыночная стоимость отдельных частей объекта недвижимости (при продаже по временным периодам);

-CC_i - себестоимости всех понесенных затрат (по временным периодам) при строительстве и продаже;

-Yo - ставка дисконтирования;

-n - текущий период осуществления проекта.

Точное выражение для прибыли предпринимателя зависит от интервалов денежных вложений в проект и требуемой отдачи на капитал.

Оценка затрат на новое строительство.

В настоящее время в России отсутствуют базы данных о стоимостях современных зданий и сооружений. Вследствие чего оценка затрат на новое строительство произведена на основе обобщенной информации, полученной от инвесторов, строителей и других участников рынка, специализированных компаний.

Накопленный износ это уменьшение замещающей стоимости оцениваемых строений, которое может происходить в результате физического разрушения, функционального устаревания, внешнего устаревания или комбинации этих источников.

Физический износ или физическое разрушение вызывается разрушением строительных конструкций и материалов под действием различных факторов (физическое и химическое выветривание, перегрузки, неправильная эксплуатация и т.д.).

Функциональный износ или функциональное устаревание, вызывается недостаточностью или чрезмерностью размеров здания, компоновкой или устареванием механического оборудования.

Физический и функциональный износ обычно присущи самой собственности.

Внешний износ вызывается факторами извне - изменением ситуации на рынке, изменением финансовых и законодательных условий и т.д.

1.3. Подходы к оценке эффективности инвестирования в недвижимость

Критерием эффективности инвестиционного проекта является уровень прибыли, полученной на вложенный капитал. При этом под прибыльностью, рентабельностью или доходностью (profitability, rate of return) понимается такой темп увеличения капитала, который, во-первых, обеспечит минимальный гарантированный уровень доходности и, во-вторых, покроет риск инвестора,

связанный с осуществлением проекта. Очень часто в данном контексте используется понятие “стоимость капитала” (cost of capital). С одной стороны, для предпринимателя (заемщика) стоимостью капитала является величина процентной ставки (interest rate), которую он должен заплатить за возможность использования финансовых ресурсов в течение определенного периода времени. С другой стороны, оценивая целесообразность взятия кредита, предприниматель должен ориентироваться на средний сложившийся уровень прибыли, приносимого капиталом. В действительности, единой нормы процента или прибыли не существует – напротив, имеет место множество различных процентных ставок: по краткосрочным и долгосрочным ссудам, по облигациям и другим ценным бумагам и т.д. Инвесторы выбирают наиболее выгодную форму вложения денежных средств из нескольких альтернативных вариантов – так называемый принцип альтернативности.

При определении нормы оплаты за свой капитал инвестор берет за основу норму оплаты, которую он получил бы, инвестируя средства в альтернативный по риску проект. Такая стоимость капитала называется альтернативной стоимостью капитала (opportunity cost of capital) или нормой дисконта (discount rate). Для определения настоящей стоимости будущих платежей необходимо дисконтировать будущую стоимость при коэффициенте дисконта, равном альтернативной стоимости капитала.

Итак, оценка эффективности (привлекательности) инвестиционного проекта заключается в определении его доходности (нормы прибыли). Различают два основных подхода:

1. Простые (статические) методы.
2. Методы дисконтирования.

Методы, входящие в первую категорию, оперируют отдельными (статическими) значениями исходных показателей. При их использовании не учитывается вся продолжительность срока жизни проекта, а также

неравноценность денежных потоков, возникающих в различные моменты времени, т.е. не учитывается фактор времени.

Методы дисконтирования, оперирующие понятием “временных рядов”, могут быть отнесены к стандартным методам анализа инвестиционных проектов. В практике оценки используются различные их модификации, однако наибольшее распространение получили расчеты показателей чистой настоящей стоимости и внутренней нормы прибыли.

Характерной особенностью инвестиционного анализа является учет существующей системы налогообложения, которая ставит налогоплательщика перед необходимостью производить платежи в бюджеты государственных органов, снижая тем самым величину чистого денежного потока от проекта. Поэтому для целей инвестиционного анализа с учетом конкретных налоговых последствий алгоритм формирования денежных потоков существенно отличается. Для сравнения ниже приведены оба алгоритма:

Таблица 1.3. Алгоритм формирования денежных потоков от операционной деятельности[20]

Расчет денежных потоков от операционной деятельности для целей определения рыночной стоимости		**Расчет денежных потоков от операционной деятельности для целей инвестиционного анализа**	
Потенциальный валовой доход	PGI	Потенциальный валовой доход	PGI
Потери	-V&L	Потери	-V&L
Действительный валовой доход	= EGI	Действительный валовой доход	= EGI
Операционные расходы	- OE	Операционные расходы	- OE
Чистый операционный доход	= NOI	Чистый операционный доход	= NOI
Обслуживание долга	- DS	Процентные платежи	- I
Денежный поток до уплаты	= BTCF	Амортизационные	- D

[20]Источник: исследования Jones Lang LaSalle

Расчет денежных потоков от операционной деятельности для целей определения рыночной стоимости		Расчет денежных потоков от операционной деятельности для целей инвестиционного анализа	
налогов		отчисления	
		Налогооблагаемый доход	= TI
		Ставка налога	x TR
		Налоги от операций	= TO
		Денежный поток после уплаты налогов	TI-TO

Таблица 1.4. Алгоритм формирования денежных потоков от реверсии[21]

Расчет денежного потока от продажи для целей оценки рыночной стоимости		Расчет денежного потока от продажи для инвестиционного анализа	
Ожидаемая цена продажи	ESP	Ожидаемая цена продажи	ESP
Расходы на продажу	- SE	Расходы на продажу	- SE
Чистый доход от продажи	= NSP	Реализованная сумма	= AR
Невыплаченный остаток кредитов	- UM	Скорректированный базис[22]	- AB
Реверсия собственного капитала до уплаты налогов	= BTER	Доход от продажи	= TG
		Ставка налога	x TR
		Налог на продажу	= TDS
		Реверсия собственного капитала после уплаты налогов	=BTER-TDS

Эффективность инвестиций определяется, прежде всего, соотношением результатов осуществления проекта (будущих доходов) и затрат, необходимых для достижения этих результатов. Разность между притоками и оттоками денежных средств представляет собой чистый доход на данном отрезке срока жизни. Если накопленная в течение всего срока жизни сумма чистых доходов отрицательна, это свидетельствует об убыточности проекта, т.е. о его

[21]Источник: исследования Jones Lang LaSalle

[22]Скорректированный базис определяется как балансовая стоимость минус накопленные амортизационные отчисления за период владения.

неспособности полностью возместить инвестированные средства. Интерес представляет, прежде всего, сопоставление суммарного чистого дохода с полными инвестиционными издержками. Таким образом, потенциальный инвестор может определить максимально возможный уровень доходности вложенного капитала. С другой стороны, для владельца проекта или собственника более значимым будет расчет чистого дохода с учетом того, что часть последнего будет направлена на выплату процентов и погашение внешней задолженности.

Чтобы адекватно оценить проект с точки зрения эффективности использования инвестированных средств, необходимо все потоки будущих поступлений и платежей привести в сопоставимый вид с учетом фактора времени. Пересчет указанных величин на текущий момент времени, каковым является момент начала осуществления проекта, производится с помощью коэффициентов приведения (discount factor, DF – фактор дисконтирования). Значение этих коэффициентов рассчитываются при заданной величине ставки сравнения, равной альтернативной стоимости капитала (DR) с использованием модифицированной формулы сложных процентов:

$$DF(Y) = 1 / (1 + DR) \wedge Y,$$

где:

-Y – порядковый номер интервала планирования (при условии, что за нулевой принят интервал начала осуществления проекта, т.е. DF(0) =1).

После того, как все значения чистых потоков денежных средств проекта будут умножены на соответствующие коэффициенты DF, подсчитывается их сумма. Полученная величина представляет собой показатель чистой настоящей (приведенной) стоимости (net present value, NPV) проекта:

$$NPV = NCF(0) + NCF(1) \times DF(1) + NCF(2) \times DF(2) + \ldots + NCF(n) \times DF(n),$$

где:

-NCF – чистый поток денежных средств.

Положительное значение NPV считается подтверждением целесообразности инвестирования денежных средств в проект.

Внутренняя норма прибыли (internal rate of return – IRR) – это норма дисконтирования, которая делает чистую настоящую стоимость равной нулю. Другими словами, при дисконтировании по норме, равной IRR, настоящая стоимость возврата капитала равна начальным инвестициям. При расчете этого показателя предполагается полная капитализация получаемых чистых доходов, т.е. все образующиеся свободные денежные средства должны быть либо реинвестированы, либо направлены на погашение внешней задолженности.

Интерпретационный смысл показателя IRR состоит в определении максимальной ставки платы за привлекаемые источники финансирования проекта, при которой последний остается безубыточным. В случае оценки эффективности общих инвестиционных затрат, например, это может быть максимальная ставка по кредитам, а при оценке эффективности использования собственного капитала – наибольший уровень дивидендных выплат.

С другой стороны, значение IRR может трактоваться как нижний гарантированный уровень прибыльности инвестиционных затрат. Если он превышает альтернативную стоимость капитала в данном секторе с учетом инвестиционного риска данного проекта, последний может быть рекомендован к осуществлению.

Наконец, третий вариант интерпретации состоит в трактовке IRR как предельного уровня доходности инвестиций, что может быть критерием целесообразности дополнительных капиталовложений в проект.

Для нахождения IRR задача анализа дисконтированного денежного потока решается в обратном порядке – все положительные и отрицательные денежные потоки проекта анализируются для определения нормы дисконтирования, при которой их настоящая стоимость равна начальным инвестициям. Практическое вычисление IRR обычно построено на

итерационном процессе, заключающемся в подборе подходящей нормы дисконтирования.

Определение доходов и расходов для целей инвестиционного анализа во многом схоже с определением соответствующих показателей при расчете рыночной стоимости.

Учет налогов происходит следующим образом:

- С вступлением в силу поправок с 01.01.2006 г. организация может вычесть НДС уже после получения счета-фактуры и оприходования материалов (строительных работ от подрядчиков), о чем сказано в новой редакции НК РФ[23]
- В соответствии с действующей практикой налог на прибыль выплачивается после сдачи объекта ГК. При этом налогооблагаемая база в периоде, следующим за окончанием строительства, рассчитывается как разница между накопленной прибылью до налогообложения и накопленными затратами пропорциональными накопленной к моменту налогообложения выручке от продаж.

Так как освоение территории обычно занимает некоторое время, и доходы поступают не единовременно, текущая стоимость оцениваемого проекта в большинстве своем определяется методом дисконтирования денежных потоков.

При дисконтировании денежных потоков по проекту применяются плавающие ставки дисконтирования, которая изменяется в зависимости от фазы проекта. Для каждой фазы ставка дисконтирования показывает требуемый уровень дохода инвестора, учитывающий риски связанные с конкретной фазой. Риски и доходность зависит от фазы и от типа объекта вложений. Базовая ставка дисконтирования для каждого инвестиционного проекта определяется исходя из анализа рынка недвижимости в определенном регионе.

---

[23] Налоговый Кодекс РФ, статья 172, п5//Консультант плюс

Для расчета ставки дисконтирования для всего инвестированного капитала используется формула WACC (средневзвешенной стоимости капитала). Расчет ставки дисконтирования с помощью модели WACC определяется по следующей формуле:

$$WACC = Y_E*(1-M) + Y_M*M$$

где

-Y_E – стоимость акционерного капитала

-Y_M – стоимость привлеченного заемного капитала.

-M – доля заемного капитала в структуре капитала.

Методика расчета реверсии совпадает с расчетом реверсии при определении рыночной стоимости объекта

Потребность в финансировании определяется как минимальное значение абсолютной величины отрицательного накопленного сальдо от инвестиционной и операционной деятельности. Величина потребности в финансировании показывает минимальный объем внешнего финансирования объекта, необходимого для его финансовой реализуемости.

Анализ эффективности характеризует привлекательность проекта по сравнению с другими альтернативными инвестициями. Оценка эффективности базируется на расчете таких показателей, как период окупаемости инвестиционных затрат, NPV, IRR.

Формула для расчета *NPV*:

$$NPV = \sum_{i=1}^{Life} \frac{NCF_i}{(1+RD)^i}$$

где,

-NCFi – чистый эффективный денежный поток на i-ом интервале планирования,

-RD – ставка дисконтирования (в десятичном выражении),

-Life – горизонт исследования, выраженный в интервалах планирования.

Расчет внутренней ставки доходности (*IRR*) осуществляется методом итеративного подбора такой величины ставки дисконтирования, при которой чистая приведенная стоимость инвестиционного проекта обращается в ноль.

Этому условию соответствует формула:

$$NPV = \sum_{t=0}^{n} \frac{NCF_t}{(1 + IRR)^t} = 0$$

Таким образом, существует четко проработанная система оценки эффективности инвестирования средств в недвижимость, что способствует повышению прибыльности и снижению рискованности деятельности ЗПИФН.

.

ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ФОРМИРОВАНИЯ ОТРАСЛИ ФОНДОВ НЕДВИЖИМОСТИ В РОССИИ

2.1. Анализ состояния российского рынка недвижимости

В 2006 году наблюдался значительный рост инвестиций в недвижимость. Объем инвестиций увеличился более чем на 800%[24] в сравнении с 2005 годом. Высокие ставки доходности в России, превышающие ставки минимальной доходности на западных рынках, привлекают иностранных инвесторов. Основные страны инвесторы: Австрия, Германия, Великобритания, США, Скандинавия. Значительную роль также играют местные инвесторы.

В 2006 году торговый сектор являлся наиболее привлекательным для инвестиций, в связи с ростом уровня личных доходов и спроса со стороны сетей розничной торговли. Доля инвестиций в торговые площади в 2006 году составила 40% от общего объема инвестиций.

Торговые площади были наиболее привлекательными для инвестиций на региональных рынках. Ставки минимальной доходности в регионах выше на 150-200 пунктов, чем в Москве.

Учитывая то, что большинство фондов недвижимости инвестируют именно на московском рынке, в данном параграфе акцент будет сделан на анализе рынка недвижимости Москвы и Подмосковья. Особое внимание будет уделено исследованию рынка земельных участков Подмосковья (с точки зрения размещения складского комплекса), рынку складской и офисной недвижимости, так как эти данные будут нужны для проведения оценки инвестиционного проекта в третьей главе данной работы. Анализ рынка земельных участков и коммерческой недвижимости будет проведен на основании исследовании Jones Lang LaSalle.

[24] Исследования Jones Lang LaSalle

2.1.1. Рынок земельных участков Подмосковья

Спрос на землю под застройку коммерческой недвижимостью составляет 50% от общего спроса на землю в московском регионе (в то время как оставшиеся 50% -спрос на земельные участки под ИЖС).

В то же время, рынок испытывает дефицит промышленных земель. Очень часто выставляемые на продажу земли имеют статус сельскохозяйственных земель (до 69% площади Подмосковья).

Спрос и рыночная стоимость земельных участков зависит от таких факторов как:

- расположение участка;
- наличие инженерных коммуникаций и квот;
- категория земель, их целевое назначение
- и разрешенное использование;
- наличие обременений;
- вид права.

Наиболее востребованными для строительства логистических центров являются шоссе ведущие к аэропортам, а также дороги по которым проходят основные грузовые потоки Подмосковья, например, такие направления, как Ленинградское, Каширское, Киевское, Минское шоссе. Сейчас большая часть продаваемых земель промышленности сконцентрирована на Ленинградском, Ярославском, Новорязанском, Минском, Дмитровском и Горьковском шоссе.

В 2006 г. рост цен на земельные участки составил около 25–35%. Лидерами по росту цен на земельные участки, площадью свыше 1 га, в 2006 году стали Дмитровское, Калужское и Ильинское шоссе 30 - 50%. По Дмитровскому направлению, вблизи водохранилищ, за прошедший год стоимость некоторых больших участков земли выросла с 10 тысяч долларов до 15 тысяч долларов за сотку.

Рыночные цены на землю под складскую застройку без коммуникаций (водоснабжения, канализации, электроснабжения и т. д.):

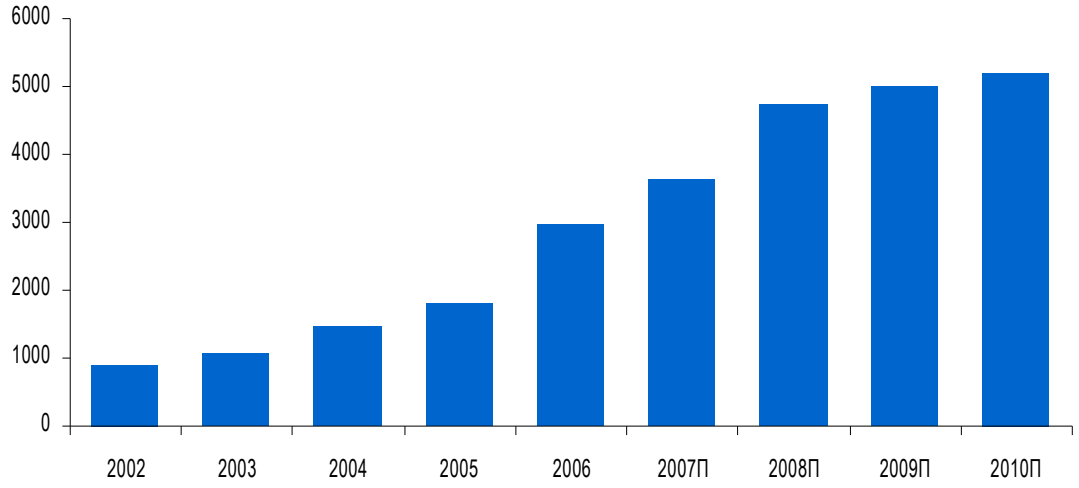
- до 10 км от МКАД – $450 000–$1 000 000 за гектар (на небольшие участки до 10 га –до $2 000 000 за гектар);
- 10–20 км от МКАД – $300 000–$600 000 за гектар;
- 20–30 км от МКАД – $200 000–$400 000 за гектар.

2.1.2. Рынок складской недвижимости

Большая часть существующего предложения – склады класса А (64%). Это объясняется тем, что большинство новых комплексов относится к классу А. Класс В в основном представлен старыми реконструированными зданиями.

Большая часть договоров аренды в новых складских помещениях заключаются еще во время строительства.

Рисунок 2.1. Общий объем складских помещений [25]

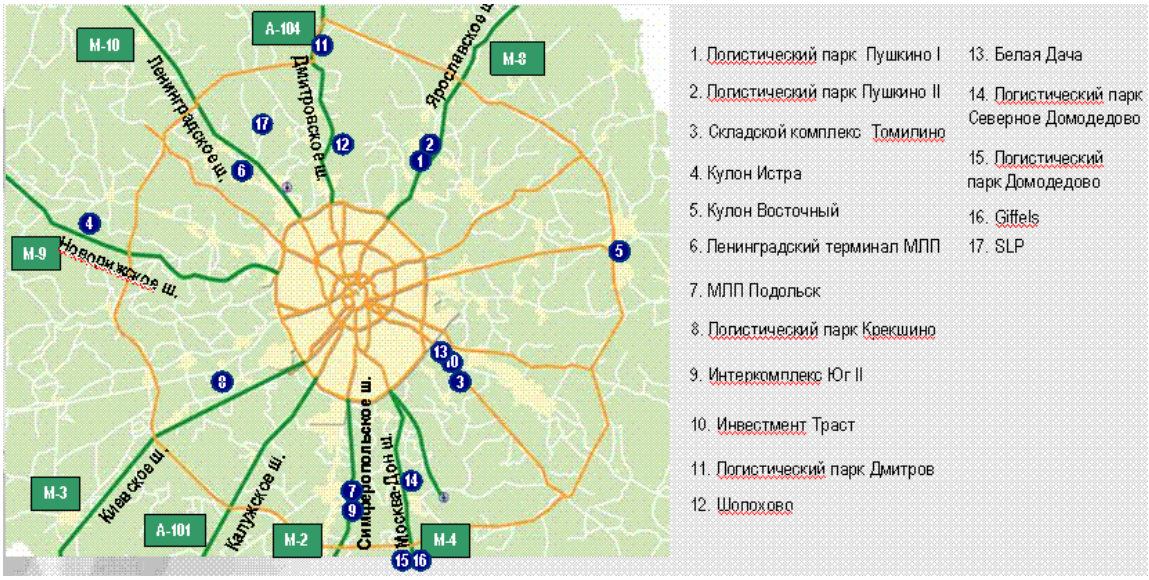


Карта ниже обозначает существующую ситуацию на рынке складских помещений класса А. Ожидается, что из-за транспортных проблем и недостатка земельных участков, доступных для строительства складских помещений

[25]Исследования: исследования Jones Lang LaSalle

достаточного размера, перенос активности застройщиками в сторону от центра города продолжится.

Рисунок 2.2. Основные складские проекты класса А[26]



В настоящий момент в Москве и Московской области проектируется и строится около 10 высотных складов. Высотный склад компании IKEA (35 м), строящийся в Московской области по Ленинградскому шоссе уже почти завершен и скоро будет сдан в эксплуатацию. Автоматизированный высотный склад-холодильник строится компанией «Трио-Инвест» в Московской области на южном направлении. Торговая компания «Перекресток» также заявила о своем желании построить высотный склад.

Спрос на складские помещения в Московском регионе постоянно возрастает. Наибольший интерес складские помещения представляют для логистических (более 50% спроса), торговых, промышленных компаний.

Сейчас наиболее востребованы помещения небольшой площади - до 5,000 (46.5%). Количество запросов на большие площади возрастает.

[26]Источник: Исследования Jones Lang LaSalle

В настоящее время большинство компаний предпочитает склады, расположенные между МКАД и «Бетонкой» (кольцевой дорогой в 30 км от МКАД). Торговые компании стремятся найти складские помещения в непосредственной близости от Москвы, с целью дистрибуции продукции в Москве Для логистических компаний удаленность от МКАД не так важна, если арендаторам не требуется непосредственное расположение на близком расстоянии от Москвы. Важным фактором месторасположения является близость к основным магистралям

По сравнению со столицами европейских стран арендные ставки на складские помещения Московского региона остаются одними из самых высоких. Рост ставок аренды постепенно стабилизируется. Падение ставок не ожидается, по крайней мере, до 2008 года.

Рисунок 2.3. Динамика ставок арендной платы[27]

Краткосрочный цикл, разработанный Jones Lang LaSalle, указывает на то, что арендные ставки для складских помещений Подмосковья близки к своему максимуму.

[27]Источник: исследования Jones Lang LaSalle 2007

Рисунок 2.4. Краткосрочный цикл арендных ставок 4-й кв. 2006[28]

Таблица 2.1. Базовые ставки аренды по складским помещениям (долл. США/кв.м./год[29])

Площадь(кв.м)	**3 года**	**5 лет**	**10 лет и более**
5 000 – 10 000	140/130[30]	135/125	130/120
10 000 – 25 000	135/130	130/125	125/120
Более 25 000	125/120	120/115	120/115

Срок аренды для складских помещений класса А обычно составляет пять лет и более, для класса В – 3-5 лет. Операционные расходы составляют примерно $25-35 за кв м в год

Арендные ставки на офисы (в складских помещениях) находятся в пределах 200-250 долл. США/кв.м в год.

[28]Источник: исследования Jones Lang LaSalle
[29]Источник: исследования Jones Lang LaSalle
[30]Первая цифра показывает уровень ставок для складов, расположенных на расстоянии 2-15 км от МКАД, вторая цифра показывает уровень ставок для складов, расположенных на расстоянии 15-30 км от МКАД

Высокий спрос на высококачественные складские площади удерживает количество свободных помещений на низком уровне. Процент незанятых помещений составляет примерно 0,5%.

За 4 квартал 2006 уровень доходности значительно не изменился и остался на уровне 10-11%. Уровень доходности в Московском регионе по-прежнему значительно превосходит этот показатель других европейских столиц. Такая ситуация является следствием более высоких рисков и неразвитости московского рынка складских помещений в целом.

2.1.3. Рынок офисной недвижимости

На конец 4-го квартала 2006 года общий объем качественных офисных площадей (Класса А и В) в Москве составил около 5,8 млн. кв м . Соотношение площадей Класса А и В осталось на уровне 1:4 соответственно.

Можно выделить следующие основные характеристики существующего на рынке предложения:

1. Существующий объем предложения недостаточен для московского рынка, спрос превышает предложение.
2. Из-за привлекательности рынка и нехватки предложения девелоперы очень активны, что выражается в большом количестве заявленных проектов.
3. На рынке распространены переносы сроков выхода новых проектов.
4. Общее качество зданий ниже, чем в других крупных европейских столицах; доля зданий, соответствующих международным стандартам достаточно низка.
5. Происходит децентрализация рынка, сопровождаемая формированием новых деловых районов.

Меняется само понимание центрального делового района (CBD). Если еще недавно его границы совпадают с Садовым кольцом, то теперь с развитием

зоны рядом со станциями метро Маяковская и Белорусская, а также строительством Москва-Сити, понимание центрального делового района меняется.

В 2006 году появилась тенденция строить офисы за пределами Садового Кольца. Также появилось несколько проектов, находящихся непосредственно на МКАДе или за ее пределами. К примеру, Рига Лэнд на Новорижском Шоссе, Бизнес Парк «Химки» на Ленинградском Шоссе, Кантри Парк на МКАД. Также в последнее время начали появляться проекты, расположенные в относительной отдаленности от МКАД, вблизи аэропорта. К примеру, Бизнес Парк Шереметьево на Ленинградском Шоссе.

6. Растет разнообразие типов объектов на рынке.
7. Растут размеры строящихся объектов.

При продолжающемся общеэкономическом росте страны, спрос на качественные офисные площади в Москве постоянно растет. По итогам 2006 года общий объем арендованных и купленных площадей Класса А и В в Москве составил около 1,4 млн. кв м, из которых более 30% пришлось на Класс А. По этому показателю Москва обогнала большинство европейских столиц, только в Париже объем арендованных и купленных площадей был выше и составил более 2,8 млн. кв м.

По уровню максимальных базовых ставок[31] аренды Москва занимает второе место в Европе. В 2006 году максимальные базовые ставки аренды выросли на 20% по сравнению с концом 2005 года и достигли $1.200 м^2 / год (не включая операционные расходы и НДС).

На конец 2006 года базовые ставки аренды (не включая операционные расходы и НДС) для качественных зданий Класса А[32] составили $680-750 м^2 /

[31]Под максимальными базовыми ставками аренды мы понимаем ставки, достигаемые при аренде офисных площадей около 1.000 м^2 в лучших зданиях без отделки с наилучшим местоположением.
[32]Для зданий, расположенных в центральном деловом районе, но не в непосредственной близости от Кремля

год, для зданий Класса В базовые ставки аренды на конец 4-го квартала находились на уровне $525-550 кв м / год.

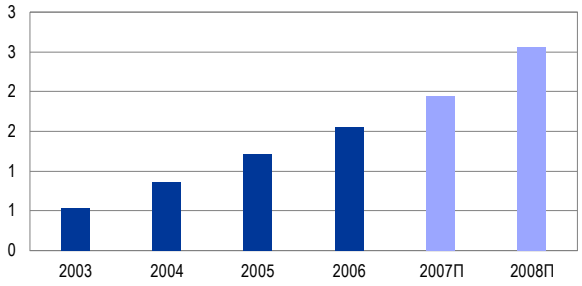
В условиях недостатка качественных офисных площадей на московском рынке и сильном превышении спроса над предложением, в 2007-2008 годах максимальные ставки аренды продолжат свой рост. Начиная с 2009-2010 годов максимальные ставки могут стабилизироваться. Однако падение максимальных ставок аренды не ожидается.

2.1.4. Рынок торговой недвижимости

Активный рост доходов стимулирует спрос на качественные торговые площади в Москве. Тем не менее, предложение все еще не удовлетворяет существующий спрос. Растущий рынок способствует строительству крупномасштабных проектов, таких как: Глобал Сити фаза II(2007), МЕГА Белая Дача фаза II (2007), Молл Гэллери II (2008), Твой Дом фаза II (2008).

Общее предложение торговых площадей в Москве достигло 1554980 кв.м.

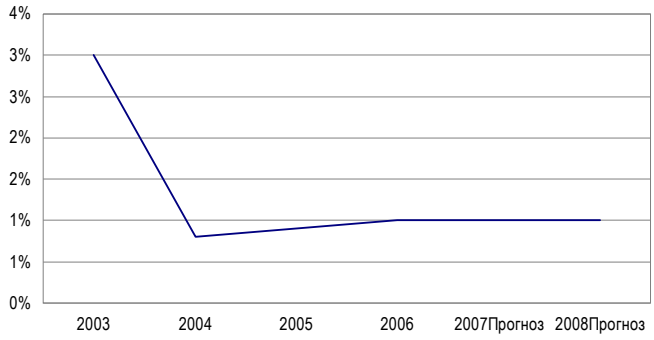
Рисунок 2.5. Предложение качественных торговых площадей (млн.кв.м)[33]



Расширение присутствия существующих и выход на рынок новых торговых операторов увеличивает спрос на высококачественные торговые площади.

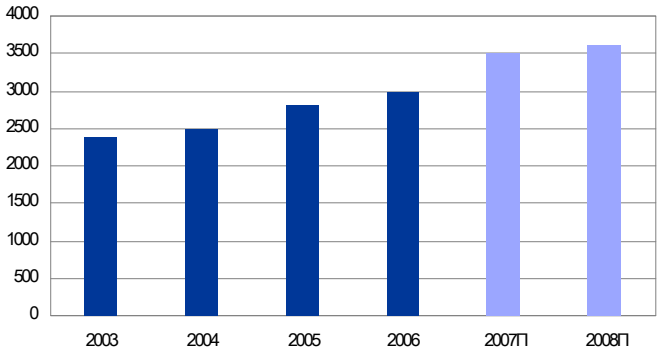
[33]Источник исследования Jones Lang LaSalle

Рисунок 2.6. Уровень свободных площадей[34]



Ставки аренды на высококачественные торговые центры Москвы выросли на 7% в течение 2006 года, уровень максимальных базовых ставок аренды достиг 2 700-3 000 долл. США за кв.м. (для магазинов в торговых галереях более 100 кв.м., расположенных на первом этаже высококачественного торгового центра). Качество торгового центра остается ключевым параметром определения уровня ставок аренды. Высокие ставки аренды отличают так же торговые площади, расположенные внутри Садового кольца.

Рисунок 2.7. Динамика максимальных базовых ставок аренды (долл. США / кв.м /год)[35]



[34]Источник: исследования Jones Lang LaSalle
[35]Источник: исследования Jones Lang LaSalle

Таблица 2.2. Основные показатели рынка офисной недвижимости[36]

Показатель	2003	2004	2005	2006	2007П	2008П
Количество площадей (‘000 кв.м)	537	873	1,203	1,555	1,771	2,552
Завершенные проекты (‘000 кв.м)	82	335	330	352	216	782
Доля свободных площадей (%)	3.0	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
Максимальные базовые ставки аренды (долл. США/кв.м./год)	2,400	2,500	2,800	3,000	3,500	3,600

2.1.5. Рынок жилой недвижимости

Москва в первом квартале 2007 года стала лидером по объему жилищного строительства в стране. Такие данные приводит Росстат. Москва опередила лидера прошлого года - Московскую область, и вышла на первое место среди субъектов РФ по объемам жилищного строительства в первом квартале 2007 года.

По данным Росстата, с января по март в Москве было введено в эксплуатацию 1,183 миллиона квадратных метров жилья (рост на 1,3% к тому же периоду прошлого года). Это составляет 12,5% от сданной в эксплуатацию общей площади жилья по стране в целом[37].

В то же время, число строящихся домов по сравнению с прошлым годом сократилось. В данный момент общее количество уже строящихся, но пока не распроданных объектов составляет 48, против прошлогодних 66. В итоге предложение по сравнению с минувшим годом уменьшилось почти на 30%[38].

За 2006 год средняя цена 1 кв. м на вторичном рынке выросла почти на 88% и достигла $4193 против $2232 [39]в конце 2005 г, таким образом. По данным

[36]Источник: исследования Jones Lang LaSalle
[37]http://www.irn.ru/news/16788.html
[38]http://irn.ru/news/16860.html
[39]По данным исследовании аналитического центра IRN.ru (Чичерова Л Ориентиры: Опять в переломное время// Ведомости, №29, 2007)

другого исследования жилье подорожало на 75,4%[40]. Также существует мнение, что жилая недвижимость в Москвы и области в 2006 году практически во всех сегментах подорожала более чем на 100%[41].

Если говорить об элитном жилье, то средняя стоимость квадратного метра превысила $13,4 тыс., что на 84,7% выше, чем годом ранее ($7,26 тыс.)[42]. Средняя цена первичной жилой недвижимости эконом класса в Москве превышает $3800 за квадратный метр[43].

В настоящий момент разница между средней ценой предложения первичного и вторичного рынков составляет $60, что в 6,5 раза меньше показателей января — февраля 2006 г., когда данная разница достигала $380-400 с 1 кв. м[44].

80% проданных в Москве в 2006 г. квартир — это типовое жилье, 15% — жилье улучшенного качества. Совокупная доля объектов элитных и бизнес-класса не превышает 5-6%[45].

2.1.6. Рынок загородной недвижимости

Рынок загородной недвижимости – это предложения в более чем 500 коттеджных поселках[46] (включая «вторичные продажи»), из них в новых девелоперских проектах в стадии реализации предлагается недвижимость (таунхаусы, коттеджи, земельные участки без подряда) в 196 поселках.

---

[40]По результатам мониторинга вторичного рынка недвижимости, проводимого агентством «Савва» (Чичерова Л Ориентиры: Опять в переломное время// Ведомости, №29, 2007

[41]Рынок загородного жилья в 2007 году сможет развиваться только за счет развития рынка земли// ИА «Интерфакс», 2007

[42]По данным исследования рынка новостроек центральной части Москвы (внутри Третьего Транспортного Кольца), проведенного аналитическим центром www.irn.ru, (http://irn.ru/news/16860.html)

[43]Дмитриева Е. Коттедж в первом приближении//Деньги, №15, 2007

[44]По мнению директора департамента городской недвижимости Vesco Realty Веры Лукиной Чичерова Л Ориентиры (Опять в переломное время// Ведомости, №29, 2007)

[45]По мнению Владислава Луцкова, руководителя аналитического консалтингового центра компании «Миэль-Недвижимость» (Чичерова Л Ориентиры: Опять в переломное время// Ведомости, №29, 2007)

[46]По мнению исполнительного директора компании Blackwood Марины Литинецкой (http://sob.ru/issue1366.html)

В 196 активных поселках соотношение по классам выглядит, по словам экспертов, следующим образом: 16% приходится на эконом-класс (15-20%[47]; 30%[48]), 17% – на класс премиум, 67% – это бизнес-класс[49].

Ниша элитных коттеджей в Подмосковье на престижных направлениях уже заполнена[50]. Также на рынке избыток предложения загородной недвижимости средней ценовой категории (так называемый бизнес-класс, $0,7-1,5 млн)[51].

Наиболее популярные направления с точки зрения структуры предложения[52]: Киевское (16,3%), Рижское (15,9%) и Белорусское (9,9%) шоссе.

Территориальная структура предложения наглядно демонстрирует острый дефицит коттеджей в поселках на Рублево-Успенском шоссе. Его доля в общей структуре спроса составила 30%.[53] Еще одна тенденция, которая наметилась в последнее время - это выравнивание спроса по Новорижскому и Калужскому шоссе со спросом на Рублево-Успенском шоссе.

По остальным направлениям имеет место либо относительная сбалансированность предложения и спроса (например, на Минском и Калужском шоссе), либо избыточное предложение, поглощение которого займет более года (Новорижское, Калужское, Киевское и Дмитровское шоссе)[54].

Недостаточное предложение в настоящий момент также ощущается по всей десятикилометровой зоне удаленности от МКАД, где выход новых

---

[47]По данным руководителя направления загородной недвижимости "МИАН-агентство недвижимости" Светланы Кондачковой, (Дмитриева Е. Коттедж в первом приближении//Деньги, №15, 2007)

[48]По мнению начальника отдела маркетингового анализа департамента маркетингового анализа управляющей компании «МАСШТАБ» Игоря Лебедева (Рынок загородного жилья в 2007 году сможет развиваться только за счет развития рынка земли// ИА «Интерфакс», 2007)

[49]По мнению исполнительного директора компании Blackwood Марины Литинецкой (http://sob.ru/issue1366.html)

[50]Дмитриева Е. Коттедж в первом приближении//Деньги, №15, 2007, По мнению президента компании "ХИРШ" Феликса Альберта (Рынок загородного жилья в 2007 году сможет развиваться только за счет развития рынка земли// ИА «Интерфакс», 2007)

[51]По мнению Романа Рыжкова, начальника отдела загородной недвижимости ГК «Вашъ финансовый попечитель» *(*Дегтярева Е. Весенняя гигантомания// Коммерсантъ, №66, 2007)

[52]По данным «Миэль» (http://sob.ru/issue1366.html)

[53]Дмитриева Е. Коттедж в первом приближении//Деньги, №15, 2007

[54]По мнению руководителя загородного отдела компании IntermarkSavills Нины Резниченко *(*Рынок загородного жилья в 2007 году сможет развиваться только за счет развития рынка земли// ИА «Интерфакс», 2007)

проектов весьма незначителен. На начало 2007 года для данной территории неудовлетворенный спрос составляет порядка 30%. В более удаленных от Москвы районах, сложилась обратная ситуация - текущее предложение в 1,5 - 2,5 раза превосходит потенциальный годовой спрос, причем по мере удаления от МКАД указанная диспропорция увеличивается[55].

Также спрос превышает предложение по коттеджам эконом-класса[56] со стоимостью готового объекта до $500 тыс. (недостаток предложения жилых домов стоимостью до $400 тыс., так как приобрести такой загородный дом желают более половины потенциальных покупателей[57]; спрос приходится на дома в ценовом диапазоне от $200 - 500 тыс.[58]) Спрос сейчас опережает предложение на 50-80% в зависимости от направлений (наиболее высок он на средних по ценовой категории трассах – Дмитровке, Ярославке, на Калужском шоссе)[59].

Факторы влияющие на стоимость загородного жилья:

- Удаленность от Москвы
- Наличие инфраструктуры в поселке
- Коммуникации
- Лесной массив, водоемы

[55]По мнению руководителя загородного отдела компании IntermarkSavills Нины Резниченко (Рынок загородного жилья в 2007 году сможет развиваться только за счет развития рынка земли// ИА «Интерфакс», 2007)

[56]По мнению президента компании "ХИРШ" Феликса Альберта (Рынок загородного жилья в 2007 году сможет развиваться только за счет развития рынка земли// ИА «Интерфакс», 2007)

[57]По мнению заместителя генерального директора по экономике инвестиционно-девелоперской группы ОПИН Алексея Костина (Рынок загородного жилья в 2007 году сможет развиваться только за счет развития рынка земли// ИА «Интерфакс», 2007)

[58]По мнению руководителя отдела экспертизы проектов управления загородной недвижимости холдинга «МИЭЛЬ-Недвижимость» Дмитрия Цветкова (Рынок загородного жилья в 2007 году сможет развиваться только за счет развития рынка земли// ИА «Интерфакс», 2007

[59]По мнению Романа Рыжкова, начальника отдела загородной недвижимости ГК «Вашъ финансовый попечитель» (Дегтярева Е. Весенняя гигантомания// Коммерсантъ, №66, 2007)

Цены на подмосковные коттеджи и таунхаусы выросли за год на 30 - 45%[60]. Средний прирост по итогам 2007 года составит, по оценкам экспертов, 17 - 20%[61].

Цены по отдельным направлениям (учитывается средняя удельная цена предложения), – Рублево-Успенское шоссе ($3311 за кв. м), затем – Киевское, Рижское и Белорусское направления ($1803, 1779, 1751[62] за кв. м)

По самым популярным направлениям - северо-запад, запад, юго-запад - дома в хороших качественных поселках бизнес и элитного класса продаются, в среднем, по цене $5000 за кв. метр. Предполагается, что в 2007 году в элитном сегменте будет преодолен барьер в $5 млн за дом с участком[63].

Предполагается, что рост цен на загородную недвижимость Подмосковья в ближайшие два-три года будет сохраняться на уровне 15 - 20% в год[64].

Таким образом, российский рынок недвижимости активно развивается; учитывая однозначные прогнозы на стабильный рост ставок по коммерческой недвижимости, рост стоимости жилой недвижимости, вложения в данный сектор экономики привлекательны для инвестиционных фондов

2.2. Правовые аспекты функционирования фондов недвижимости

По российскому законодательству инвестиционные фонды могут быть двух видов:

- Акционерный инвестиционный фонд (на практике не распространено)

---

[60]Рынок загородного жилья в 2007 году сможет развиваться только за счет развития рынка земли// ИА «Интерфакс», 2007

[61]По мнению руководителя отдела экспертизы проектов управления загородной недвижимости холдинга «МИЭЛЬ-Недвижимость» Дмитрия Цветкова (Рынок загородного жилья в 2007 году сможет развиваться только за счет развития рынка земли// ИА «Интерфакс», 2007)

[62]По данным «Миэль» (http://sob.ru/issue1366.html)

[63]По мнению руководителя загородного отдела компании IntermarkSavills Нины Резниченко (Рынок загородного жилья в 2007 году сможет развиваться только за счет развития рынка земли// ИА «Интерфакс», 2007)

[64]По мнению заместителя генерального директора по экономике инвестиционно-девелоперской группы ОПИН Алексея Костина (Рынок загородного жилья в 2007 году сможет развиваться только за счет развития рынка земли// ИА «Интерфакс», 2007)

- Паевой инвестиционный фонд

Паевой инвестиционный фонд - обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией[65].

Паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом.

Основные положения закона «Об инвестиционных фондах», характеризующие ЗПИФ:

- Срок действия договора доверительного управления, указываемый в правилах доверительного управления этим фондом, не может быть менее одного года и не должен превышать 15 лет.
- В доверительное управление можно передавать денежные средства, а также, если это предусмотрено правилами доверительного управления иное имущество, предусмотренное инвестиционной декларацией.
- Инвестиционный пай ЗПИФа удостоверяет помимо права владельца требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации, также право участвовать в общем собрании владельцев инвестиционных паев и, если правилами доверительного управления предусмотрена выплата дохода от доверительного управления имуществом, составляющим этот паевой инвестиционный фонд, право на получение такого дохода.

[65]В соответствии с законом от 29.11.2001 №156- ФЗ «Об инвестиционных фондах»//Консультант плюс

- Количество инвестиционных паев, выдаваемых управляющей компанией закрытого паевого инвестиционного фонда ограничено и указывается в правилах доверительного управления.
- Правила доверительного управления ЗПИФНа, должны содержать полное фирменное наименование оценщика, осуществляющего оценку недвижимого имущества и размер его вознаграждения.
- Изменения и дополнения в правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом утверждаются общим собранием владельцев инвестиционных паев этого фонда.
- Общее собрание владельцев инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда может быть созвано управляющей компанией по собственной инициативе или по письменному требованию владельцев инвестиционных паев, составляющих не менее 10% общего количества инвестиционных паев.
- Не предусмотрен обмен паев
- Недвижимое имущество и имущественные права на недвижимое имущество могут входить только в состав активов акционерных инвестиционных фондов и активов закрытых паевых инвестиционных фондов.

При государственной регистрации права долевой собственности на недвижимое имущество в Едином государственном реестре прав указывается, что собственником имущества являются владельцы инвестиционных паев[66].

В состав активов фондов недвижимости, могут входить[67]

- денежные средства, включая иностранную валюту, на счетах и во вкладах в кредитных организациях[68],

[66]ФЗ от 21 июля 1997 №122-ФЗ «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним»//Консультант плюс

[67]Приказ ФСФР от 8 февраля 2007 г. N 07-13/пз-н «Об утверждении положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»//Консультант плюс

- государственные ценные бумаги Российской Федерации, государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации, муниципальные ценные бумаги, облигации российских хозяйственных обществ, облигации иностранных коммерческих организаций, ценные бумаги иностранных государств, ценные бумаги международных финансовых организаций[69];
- акции российских открытых акционерных обществ, за исключением акций российских акционерных инвестиционных фондов, относящихся к категории фондов фондов или фондов особо рисковых (венчурных) инвестиций, инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов, за исключением инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, относящихся к категории фондов фондов[70]; обыкновенные акции российских закрытых акционерных обществ[71];
- акции иностранных акционерных обществ;
- недвижимое имущество, имущественные права на недвижимое имущество, имущественные права по обязательствам из договоров участия в долевом строительстве объектов недвижимого имущества, доли в уставных капиталах российских ООО, осуществляющих деятельность по проектированию, строительству зданий и сооружений, инженерные изыскания для строительства зданий и сооружений, а также деятельность по реставрации объектов культурного наследия (памятников истории и культуры)[72];

---

[68]Денежные средства, находящиеся во вкладах в одной кредитной организации, могут составлять не более 25 процентов стоимости активов;

[69]Оценочная стоимость может составлять не более 30% стоимости всех активов

[70]Оценочная стоимость акций акционерных инвестиционных фондов и инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов может составлять не более 10 процентов стоимости активов

[71]Количество обыкновенных акций закрытого акционерного общества должно составлять не менее 25 процентов общего количества размещенных обыкновенных акций этого акционерного общества

[72]Не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного года оценочная стоимость этих активов должна составлять не менее 40 процентов стоимости всех активов фонда

- проектно-сметная документация[73];
- имущественные права по обязательству из договора заключенного с юридическим лицом, которому принадлежит право собственности или иное вещное право, включая право аренды, на земельный участок для целей строительства объекта недвижимости либо с юридическим лицом, инвестирующим денежные средства или иное имущество в строительство объекта недвижимости и имеющим право на получение в собственность построенного объекта недвижимости или его части;
- имущественные права по обязательствам из договоров, на основании которых осуществляется строительство (создание) объектов недвижимого имущества (оценочная стоимость таких прав равна сумме денежных средств, перечисленных в оплату соответствующих договоров на дату определения стоимости чистых активов[74])
- имущественные права по обязательствам из договоров, на основании которых осуществляется реконструкция объектов недвижимости, составляющих активы инвестиционного фонда

Дополнительные требования к структуре активов фонда недвижимости[75]:

- оценочная стоимость недвижимого имущества, находящегося на территории иностранных государств, имущественных прав на такое имущество, ценных бумаг иностранных государств, ценных бумаг международных финансовых организаций, акций иностранных

[73]Стоимость проектно-сметной документации может составлять не более 10 процентов стоимости активов

[74]Приказ ФСФР от 15 декабря 2005 г. N 05-83/пз-н «О внесении изменений в приказ ФСФР от 30.03.2005 N 05-8/ПЗ-Н «Об утверждении положения о составе и структуре активов АИФов и активов ПИФов», а также в положение о порядке и сроках определения стоимости чистых активов АИФов, стоимости чистых активов ПИФов, расчетной стоимости инвестиционных паев ПИФов, а также стоимости чистых активов АИФов в расчете на одну акцию, утвержденное приказом ФСФР от 15.06.2005 N 05-21/ПЗ-Н»//Консультант плюс

[75]Приказ ФСФР от 8 февраля 2007 г. N 07-13/пз-н «Об утверждении положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»//Консультант плюс

акционерных обществ и облигаций иностранных коммерческих организаций может составлять не более 20 процентов стоимости активов;

- стоимость долей в уставных капиталах обществ с ограниченной ответственностью может составлять не более 30 процентов стоимости активов;
- количество инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда может составлять не более 30 процентов количества выданных инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда;
- оценочная стоимость ценных бумаг одного эмитента (за исключением государственных ценных бумаг Российской Федерации и государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации) может составлять не более 35 процентов стоимости активов.

Несоответствие состава и (или) структуры активов фонда, возникшее в результате изменения оценочной стоимости объектов, составляющих фонд или возникновения обстоятельств, не зависящих от действий управляющей компании, должно быть устранено в течение 1 года с даты, когда указанное несоответствие было или должно было быть выявлено[76].

Следует отметить, что УК обязана страховать объекты недвижимости, входящие в активы фонда за счет имущества составляющего фонд[77].

Право собственности и другие вещные права на недвижимое имущество, включая вновь создаваемое недвижимое имущество, ограничения этих прав, их возникновение, переход и прекращение подлежат государственной регистрации[78]. При этом право собственности на вновь создаваемое недвижимое

[76]Приказ ФСФР N 07-13/пз-н от 8 февраля 2007 г. «Об утверждении положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»//Консультант плюс

[77]Постановление правительства РФ N 564 от 25 июля 2002 г. «О типовых правилах доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом»//Консультант плюс

[78]Гражданский Кодекс РФ, статья 130, 131//Консультант плюс, ФЗ от 21.07.1997 N 122-ФЗ "О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним»//Консультант плюс

имущество, подлежащее государственной регистрации, возникает с момента такой регистрации[79].

Управляющая компания обязана регистрировать каждую операцию с имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд, в журнале учета указанного имущества и операций с ним[80].

На основе сведений, содержащихся в учетном журнале, управляющая компания обязана каждый рабочий день составлять полный перечень имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд.

Управляющая компания обязана хранить документы, подтверждающие правильность начисления и выплаты вознаграждения управляющей компании, специализированному депозитарию, лицу, осуществляющему ведение реестра владельцев инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда, аудитора и оценщика.

Управляющая компания ЗПИФа недвижимости обязана публиковать в сети Интернет следующие сведения (если они не входят в инвестиционную декларацию) по каждому из проектов недвижимости в течение трех дней с момента заключения соответствующего договора (при этом сведения должны быть доступны в течение всего срока владения фондом правами на имущество)[81]:

- цель проекта строительства (реконструкции), этапы и сроки его реализации;
- местоположение строящегося (реконструируемого) объекта недвижимости и его описание в соответствии с проектной

[79]Гражданский Кодекс РФ, статья 219//Консультант плюс
[80]Постановление ФКРЦБ от 18 февраля 2004 г. N 04-5/пс «О регулировании деятельности управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов»//Консультант плюс
[81]Приказ ФСФР от 22 июня 2005 г. N 05-23/пз-н «Об утверждении положения о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а также к содержанию раскрываемой информации»

документацией, на основании которой выдано разрешение на строительство (реконструкцию);

- полное наименование и место нахождения (для юридического лица) или фамилия, имя, отчество (для физического лица) застройщика, инвестора или иного лица, с которым заключен договор;
- полное наименование и место нахождения (для юридических лиц) или фамилия, имя, отчество (для физических лиц) учредителей (участников) застройщика или инвестора, с которым заключен договор участия в долевом строительстве или инвестиционный договор;
- полное наименование и место нахождения застройщика, которому принадлежит право собственности или иное вещное право на земельный участок, выделенный в установленном порядке для целей строительства объекта недвижимости, и (или) имеющего разрешение на строительство объекта недвижимости на указанном земельном участке (в случае если инвестиционный договор заключен с инвестором.

Следует отметить, что это положение далеко не всегда соблюдается.

2.3. Анализ состояния отрасли фондов недвижимости

2.3.1. Особенности функционирования фондов недвижимости на российском рынке

В настоящее время (02.05.2007) в Российской Федерации зарегистрировано 683 фонда, из них 629 – работающих[82]. Из уже работающих большее количество – фонды акции (180), на втором месте фонды недвижимости (146). Стоимость чистых активов всех фондов превышает 540

[82]По данным www.nlu.ru

миллиардов рублей, из которых большая часть приходится на фонды акции (более 300 млрд. рублей). Фонды недвижимости также на втором месте (более 80 млрд. рублей).

Следует отметить, что сумма эта достаточно мала. Так, в настоящее время идет подготовка к IPO компании AFI Development. Стоимость активов в портфеле компании 3.7 млрд. долларов США или примерно 92.5 млрд. рублей, к концу завершения проектов стоимость активов по оценкам составит 13.4 млрд. долларов США, или 335 млрд. рублей[83]. Таким образом, активы одной девелоперской компании, пусть даже и одной из крупнейших на российском рынке превосходят весь рынок фондов недвижимости страны, причем речь идет не о готовых проектах. В третьей главе будет рассмотрен один инвестиционный проект стоимостью примерно в миллиард долларов США, что составляет одну треть российского рынка фондов недвижимости. Еще более яркий пример, один коттедж в Agalarov Estate – примерно 0,3% от СЧА всех фондов недвижимости.

Для сравнения также можно отметить, что капитализация рынка REITs (Real Estate Investment Trust) по данным на конец апреля 2006 года, составляла $370 млрд[84].

На сегодняшний день минимальная сумма инвестирования при вхождении в фонд постепенно снижается. Можно купить пай ЗПИФН всего за 10–30 тыс. рублей (Например, минимальная сумма инвестирования в фонд АК БАРС - Земельный фонд всего 3000 рублей – см Приложение 2.1). А суммы в 100 тыс. рублей и меньше хватит для приобретения пая в сорока пяти закрытых фондах (из которых четыре формируются, паи восьми можно приобрести на бирже). Хотя существует мнение[85], что тенденция снижения минимальной суммы инвестирования связана исключительно с необходимостью увеличения ликвидности паев.

---

[83]Филатов А. План на $10 млрд Что построит Лев Леваев в России// Ведомости, №74, 2007
[84]Вознесенская Е. Паевые фонды недвижимости: на гребне новой волны//Квадратный метр, №30 (290), 2006
[85]Шехова А. Коллективные кирпичи//Эксперт, №12 (15), 2006

Всего на сегодняшний день формируется семь фондов, паи двадцати шести фондов можно приобрести на бирже[86] (двадцати пяти - на ММВБ, трех – на РТС). В 2006 году в обращении на ММВБ находились инвестиционные паи 21 фонда недвижимости. Объем торгов 3 216 713 446,31[87]. Между тем регулярные торги идут лишь с паями десяти фондов. При этом наиболее популярными являются паи фондов «Югра фонд недвижимость» (УК «Регион Эссет Менеджмет»), «Коммерческая недвижимость» (УК «Тройка Диалог»), «Инвесткапитал – фонд недвижимости» (УК «Инвестиционный капитал»). При этом, как правило, число ежедневных сделок составляет в среднем не более десяти, однако объем торгов может составлять 5-15 млн руб.[88].

С 1 марта 2006 года существенно смягчены требования к инвестиционным договорам. В частности, расширен перечень прав застройщика в отношении земли, на которой возводится объект недвижимости. Теперь это не только право аренды или собственности, но и иные права — например, право бессрочного пользования[89]. Фонды недвижимости могут финансировать подготовительный этап строительства. Самостоятельно заниматься строительством фонды не могут, но они вправе выступать в качестве заказчика (заключать договоры подряда с лицами, имеющими соответствующие лицензии). На деньги ЗПИФН теперь возможно проводить и реконструкцию принадлежащих им зданий[90].

Первые ЗПИФ недвижимости появились в 2003 году в период роста цен на рынке недвижимости. Изначально эти фонды формировались для целей оптимизации налогообложения имущества юридических лиц.

В принципе, на сегодняшний день на рынке нет однозначного мнения по поводу того, насколько ситуация изменилась. Самостоятельно отследить

---

[86] www.invetfunds.ru
[87] www.micex.ru
[88] Лампси А. Фонды недвижимости вышли на публику// Коммерсантъ, №235, 2006
[89] Вознесенская Е. Паевые фонды недвижимости: на гребне новой волны//Квадратный метр, №30 (290), 2006
[90] Вознесенская Е. Паевые фонды недвижимости: на гребне новой волны//Квадратный метр, №30 (290), 2006

положение вещей достаточно сложно, так как немногие фонды публикуют в открытом доступе структуру владельцев паев. В Приложении 2.2 представлены сведения по количеству вкладчиков - физических лиц. Максимальное значение 26%.

По оценке журнала «Коммерсантъ», в настоящее время число инвесторов–физических лиц в фондах недвижимости превышает 1000 человек. Юридических лиц, имеющих вложения в фондах недвижимости, порядка 200. И хотя автор обзора делает вывод «о массовости этого финансового продукта[91]», на наш взгляд, это заявление весьма условно. «В основном инвесторами фондов недвижимости выступают крупные частные инвесторы и организации строительного комплекса, а также собственники уже имеющейся недвижимости[92]».

«Владельцы недвижимости, как правило, предпочитают быть единоличными пайщиками, ЗПИФ интересует их как индивидуальный проект». «Около 70-75% фондов, по сути, не являются рыночными, так как созданы для осуществления проектного финансирования[93]». «В большинстве фондов недвижимости круг инвесторов определен еще до их создания, а вход «со стороны» не предполагается: фонды создаются под конкретные проекты[94]». Так, например, ЗПИФ «Фаворит» УК «Арсагера» даже не позиционирует себя розничным фондом. Он официально заявляет, что «создан в интересах ряда профессиональных инвесторов рынка недвижимости[95]».

В России нет законодательно закрепленной классификации фондов недвижимости. На сайте www.investfunds.ru фонды подразделяются на строительные, девелоперские, рентные и земельные. Большая часть фондов не

---

[91]Лампси А. Фонды недвижимости вышли на публику// Коммерсантъ, №235, 2006

[92]По мнению управляющего директора УК «Велес Капитал» Станислава Бродского (Лампси А. Фонды недвижимости вышли на публику// Коммерсантъ, №235, 2006)

[93]По мнению председателя правления УК «Арсагера» Андрея Белявского (Лампси А. Фонды недвижимости вышли на публику// Коммерсантъ, №235, 2006)

[94]По мнению Александра Гаврилова, гендиректора УК «НФГ Эссет Менеджмент» (Лампси А. Фонды недвижимости вышли на публику// Коммерсантъ, №235, 2006)

[95]http://www.arsagera.ru/pages/id/31

относят ни к одному из заявленных видов (см Приложение 2.1). Однако на сайте не представлены критерии отнесения фонда к тому или иному виду.

В приложении 2.2 представлено разделение фондов на четыре вида (таблица составлена по фондам, которые предоставляют информацию о структуре своих активов и/или направлении инвестирования средств) в соответствии со следующей классификацией[96]:

- Строительный (девелоперский) ЗПИФН – их почти две трети от всех существующих фондов (см Приложение 2.2). УК заключает договора на строительство/реконструкцию объектов недвижимости на земельном участке, находящимся в собственности фонда; в активы фонда поступают имущественные права по обязательства из договоров. По завершению строительства проекты передаются в фонд и реализуются. Примерный уровень доходности – по мнению экспертов варьируется от 18 до 40% годовых (для жилой недвижимости - 30-35%[97] годовых; для коммерческой недвижимости - 25-30%[98]; в целом - 18-25%[99]; около 25%[100]; 20 — 30%[101]; 25-30%[102], 25–37%[103]; 35–40%[104]). Строительный ЗПИФН «Таганай-инвест» УК БКС заявляет, что «ожидаемая доходность вложений в недвижимость составляет около 30%[105] в год», а для ЗПИФН «Первый Сибирский» этот показатель составит 25-30%[106] в год. Строительный фонд «Авантаж» УК «Конкордия эссет менеджмент»

[96] http://www.fdu.ru/investment/reference_funds00004/default.asp
[97]www.atlas-capital.ru
[98]www.atlas-capital.ru
[99]По оценке исполнительного директора УК “Блэквуд Фонды Недвижимости” Артема Цогоева, а также директора по фондам недвижимости УК “Ренессанс Капитал” Екатерины Константиновой (Федянин Н. Недвижимость для пайщика – 3//Ведомости, №203, 2006)
[100]http://www.mirozdanie.com/ru/press/massmedia/article.wbp?news-article-id=BA9DEC53-4976-4486-963D-E7FB85AF8860&from-date=01/03/2006&to-date=31/03/2006
[101]Сахаров Ю. Оно того стоит//Эксперт Волга, №32(36), 2006
[102]http://www.pmoney.ru/txt.asp?rbr=201&id=570837, а также по мнению начальника управления альтернативных инвестиций УК "АльянсРосно управление активами" Дмитрия Васютинского (Лампси А. Фонды недвижимости вышли на публику// Коммерсантъ, №235, 2006)
[103]Губанов А. ПИФы недвижимости теперь доступны не только избранным// «Стань Богаче», №13, 2006
[104]Вознесенская Е. Паевые фонды недвижимости: на гребне новой волны//Квадратный метр, №30 (290), 2006
[105]http://www.bcs.ru/am/pif/ztaganay.asp
[106]http://www.bcs.ru/am/pif/zps.asp

заявляет, что «прогнозируемая среднегодовая доходность по проектам может составлять 25-35% годовых» [107].

- Рентные фонды - владеют одним или несколькими объектами недвижимости и сдающие их в аренду. Доходность от 12 до 25% (в Москве - 18-20%[108] годовых; в регионах, - до 22%[109]; в целом по разным оценкам: 10-12%[110]; 12 - 15%[111]; 13-15%[112]; 15–25%[113]; 15-20%[114]).
- Прямое (проектное) финансирование – инвестирование в проекты по выведению на требуемый рыночный уровень новой компании (бизнеса) с большим потенциалом роста, либо серьезная реструктуризация действующей компании с целью значительного повышения ее капитализации. Инвестиционный процесс контролируется приобретением в имущество фонда доли (до 100%) финансируемой компании, которая реализуется по завершении проекта[115]; для фондов прямого финансирования доходность может достигать 40-50%[116] годовых.
- Спекулятивные (инвестиционные, доходные[117]) - покупка, продажа недооцененных объектов; приобретение жилищных и коммерческих объектов недвижимости с целью их последующей перепродажи в период роста цен на ту или иную категорию недвижимости. Возможно проведение дополнительной реконструкции или ремонта объектов перед их реализацией.

Также выделяют следующие виды фондов недвижимости:

---

[107]http://www.concordya.ru/index.php?prevID=210&partID=210&pageID=124
[108]www.atlas-capital.ru
[109]www.atlas-capital.ru
[110]Шехова А. Коллективные кирпичи//Эксперт, №12 (15), 2006
[111]Вознесенская Е. Паевые фонды недвижимости: на гребне новой волны//Квадратный метр, №30 (290), 2006
[112]По мнению начальника управления альтернативных инвестиций УК "АльянсРосно управление активами" Дмитрия Васютинского (Лампси А. Фонды недвижимости вышли на публику// Коммерсантъ, №235, 2006)
[113]Губанов А. ПИФы недвижимости теперь доступны не только избранным// «Стань Богаче», №13, 2006
[114]Федянин Н. Недвижимость для пайщика – 3//Ведомости, №203, 2006
[115]Практическое применение ЗПИФ Евгений Жук, РЦБ, №17 2006
[116] www.atlas-capital.ru
[117]http://sob.ru/issue1247.html

- Налогосберегающие[118] - создаются исключительно в целях оптимизации налогообложения: это, отсрочка платежей по налогу на прибыль, а также возможность не платить налог на имущество.
- Земельные фонды[119] по схеме действий схожи с девелоперскими. На общие средства пайщиков выкупается участок земли и ведется его девелопмент: проектируется и строится поселок, бизнес-парк или другой проект, который затем продается.

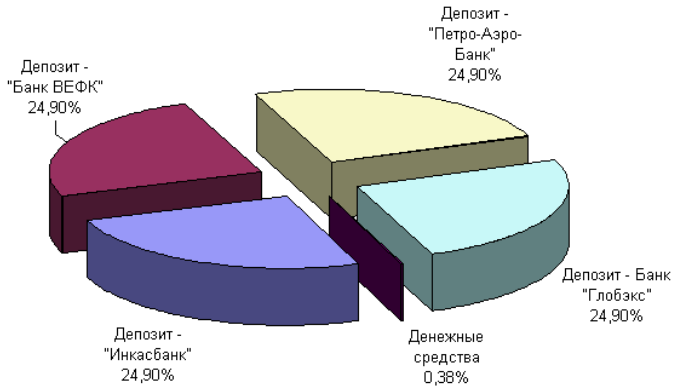
Это разделение весьма условное. Некоторые фонды сочетают в себе признаки нескольких видов (К примеру, «Максвелл Недвижимость[120]» УК «Максвелл Эссет Менеджмент» является одновременно строительным и рентным фондом). Структура активов некоторых фондов настолько специфична, что достаточно сложно отнести их к какому-либо виду. Так, к примеру, ПИФ недвижимости «Атлас Первый» УК «Атлас Капитал». В качестве объекта инвестирования рассматривается промышленное здание и права аренды на земельный участок[121]. В состав имущества фонда приобретается 100% акций компании, арендующей у фонда промышленное здание и осуществляющей производственную деятельность. Место нахождения объекта: г. Новомосковск, Тульская область. Площадь производственного здания: 1710,10 кв.м.; площадь земельного участка: 55 соток.

Если допустить, что все здание снимается одним предприятием (что вероятно, учитывая площадь здания), то получается, что в доход пайщиков фонда (если они не являются владельцами здания, что тоже маловероятно), непосредственно от недвижимости идет только рост стоимость объекта

[118]На основе материалов http://www.pmoney.ru/txt.asp?rbr=201&id=570837, http://www.mirozdanie.com/ru/press/massmedia/article.wbp?news-article-id=BA9DEC53-4976-4486-963D-E7FB85AF8860&from-date=01/03/2006&to-date=31/03/2006
[119]На основе материалов http://www.pmoney.ru/txt.asp?rbr=201&id=570837,
[120]http://www.maxwell.ru/unit-investment-trust/closed-unit-funds/maxwell-estate/capital-structure.aspx
[121]http://www.atlas-capital.ru/uslugi/28.html

недвижимости. Причина отнесения этого фонда к фондам недвижимости – остается непонятным.

Рисунок 2.8. Структура активов ЗПИФН «АВК – Петербургская недвижимость» УК «Дворцовая площадь»[122]



В течение определенного периода времени, в состав активов входили пять проектов недвижимости (находились в составе фонда от 5 до 11 месяцев). При этом следует отметить, что дата окончания срока действия договора доверительного управления Фондом - 31 декабря 2008 года[123]

Следует также отметить, что большинство фондов (74%[124]) находятся под управлением УК Москвы и Санкт – Петербурга. Большинство компаний предпочитают инвестировать в своем регионе, только треть московских компаний инвестирует средства в регионы, большинство из них стараются одновременно вкладывать средства и в столичный рынок недвижимости. 43% фондов инвестируют в жилую недвижимость, примерно столько же в коммерческую, около 12% - диверсифицируют вложения, вкладывая в оба сектора.

[122]http://www.fund.avk.ru/fund.nsf/v1/restate
[123]http://www.fund.avk.ru/fund.nsf/0/2F05BEBDCDACBB5BC32571E1003177EE/$File/rules _amendments_0 01.pdf
[124]Выводы сделаны на основе анализа выборки фондов, представленных в Приложении 2.2

В конце 2005 года ряд компаний принял решение досрочно прекратить деятельность фондов. В четвертом квартале 2005 года по разным причинам не смогли в срок сформироваться четыре ПИФа – «Единство и развитие» («НИК Развитие»), Фонд реконструкции и развития (УК «Каравелла»), «Северная Пальмира» («Блэквуд фонды недвижимости»), «Матисс» (УК «Доходъ»). В дополнение к этому три управляющие компании приняли решение прекратить фонды – «Жилищное строительство» (УК «Менеджмент-Консалтинг»), «Индекс недвижимость» (УК «Индекс XX»), «Истра» (УК «Агана»)[125].

Наиболее примечательным среди них можно считать фонд «Жилищное строительство», который просуществовал более двух лет и активы которого при формировании составляли 1 млрд руб. Однако к моменту прекращения деятельности от первоначальной стоимости осталась лишь половина. Проблемы из-за неудачно выбранного контрагента – компании "Стройметресурс". А фонды «Индекс недвижимость» и «Истра», более чем за год не сумели инвестировать средства в недвижимость.

2.3.2. Налогообложение фондов недвижимости

По мнению экспертов,[126] существуют значительные недоработки в налоговом законодательстве. Хотя они скорее способствуют развитию фондов недвижимости, так как дают инвесторам значительные преимущества.

Налогоплательщиками налога на имущество организаций признаются[127]:

- российские организации;
- иностранные организации, осуществляющие деятельность в РФ через постоянные представительства и (или) имеющие в собственности

[125]Ладыгин Д Новые правила работы ПИФов недвижимости//Коммерсантъ, №29Б2006
[126]Сахаров Ю. Оно того стоит//Эксперт Волга, №32(36), 2006
[127]Налоговый кодекс, статья 373, 378//Консультант плюс

недвижимое имущество на территории РФ, на континентальном шельфе РФ и в исключительной экономической зоне РФ.

Поскольку ЗПИФ юридическим лицом не является, налог на имущество уплачиваться не должен.

Имущество, переданное в доверительное управление, а также имущество, приобретенное в рамках договора доверительного управления, подлежит налогообложению у учредителя доверительного управления.

МНС и Минфин России – письмом от 10 июня 2004 г №№01-3-03/666, 1-СШ/45 установили, что платить должны владельцы инвестиционных паев, но, по мнению участников рынка четкого механизма уплаты нет, соответственно этот налог не платится[128].

В случае с НДС существует множество различных решений. Например, путем формального его избегания. Фонды стараются осуществлять по фонду операции, которые НДС не облагаются[129].

В случае реализации или сдачи в аренду недвижимого имущества, принадлежащего ЗПИФ, возникнет объект налогообложения НДС.

Особенности исчисления и уплаты в бюджет НДС при осуществлении операций в соответствии с договором доверительного управления имуществом на территории РФ установлены в статье 174.1 НК[130]. Согласно п. 1 данной статьи при совершении операций в соответствии с договором доверительного управления имуществом на доверительного управляющего возлагаются обязанности налогоплательщика НДС.

Налогоплательщиками налога на прибыль являются[131]:

- российские организации;

[128]По мнению Владимира Свиньина (Лампси А. Фонды недвижимости вышли на публику// Коммерсантъ, №235, 2006), а также http://www.asros.ru/_html/documents/sochi06/sobolev-sochi06.ppt#295,1
[129]Лампси А. Фонды недвижимости вышли на публику// Коммерсантъ, №235, 2006
[130]Налоговый кодекс//Консультант плюс
[131]Налоговый кодекс, статья 246//Консультант плюс

- иностранные организации, осуществляющие свою деятельность в РФ через постоянные представительства и (или) получающие доходы от источников в РФ.

ЗПИФ не является юридическим лицом, поэтому он не является плательщиком налога на прибыль, соответственно инвестор получает возможность в течение длительного периода не платить этот налог, реинвестируя средства.

2.3.3. Характеристика рисков в деятельности фондов недвижимости

Риски, влияющие на доходность объектов недвижимости возникающие при приобретении объектов недвижимости[132]:

1. Законодательный риск – риск противоречия в законодательстве. К примеру, несмотря на то, что Земельный кодекс разрешает передачу земли в собственность, в Москве на практике это можно осуществить только через суд.
2. Административный риск – риск изменения условий контракта после завершения строительства. К примеру, была ситуация, когда департамент имущества Москвы потребовал переписать договор и отдать городу 50% площадей на техническом этаже гаражного комплекса, после того как он был построен[133].
3. Политический риск – смена городской власти и изменения приоритетов. Сейчас, к примеру, активно идет строительство четвертого транспортного кольца. Есть риск, что с приходом новой власти может замедлиться строительство дорог
4. Рыночные риски - покупка в собственность недвижимости с завышенной стоимостью (во избежание этого риска необходимо осуществление

[132]http://zpif.uralsib.ru/share/risk.wbp;http://zpif.uralsib.ru/realestate/risk.wbp, http://www.am.icbank.ru/?p=pif_estate
[133]http://zpif.uralsib.ru/share/risk.wbp

постоянного мониторинга рынка недвижимости, оценка рыночных ставок аренды для помещений данного класса, мониторинг конкурентной среды); также к рыночному относят риски, связанные с колебаниями курсов валют, процентных ставок, цен финансовых инструментов.

5. Юридические риски – риск неправомерно оформленного права собственности на здание, недействительных договоров аренды (во избежание риска - тщательная юридическая экспертиза всех проектов до начала финансирования, заключение индивидуальных договоров инвестирования строительства объектов, разработанных собственной юридической службой).
6. Операционные риски - неквалифицированная эксплуатация инженерных систем здания, нарушение сроков проведения регламентационных работ (во избежание - передача управления объектом специализированным компаниям, предоставляющим комплекс услуг по управлению коммерческой недвижимостью, включая работу по привлечению арендаторов, эксплуатацию и ремонт различных инженерных систем).
7. Риски контрагента - недобросовестность арендаторов и специализированных компаний по управлению объектами недвижимости. (Отбор строительных компаний должен учитывать следующие параметры[134]: продолжительность работы застройщика, доля застройщика на рынке, количество построенных объектов, точность исполнения застройщиком сроков строительства, финансовая и информационная прозрачность деятельности, наличие правоустанавливающих документов на земельные участки, предназначенные для застройки, наличие у компании кредитов и облигационных займов, финансовое состояние застройщика и другие параметры[135]. Также необходимо проводить

[134]На основе http://www.am.icbank.ru/?p=pif_estate
[135]http://asset.accordcard.ru/realty_invest.asp

мониторинг выполнения застройщиками графиков строительства объектов[136].

8. Операционный риск, связанный с возможностью неправильного функционирования оборудования и программного обеспечения, используемого при обработке транзакций, а также неправильных действий или бездействия персонала организаций, участвующих в расчетах.
9. Риск возникновения форс-мажорных обстоятельств, таких как природные катаклизмы и военные действия.

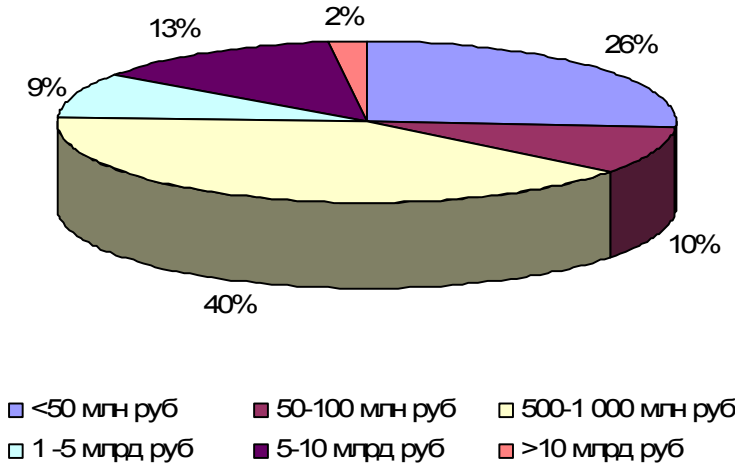
Для снижения рискованность вложений в ЗПИФН для начинающих инвесторов ФСФР собирается разделить все фонды на два типа и ввести понятие «квалифицированный инвестор[137]». В строительные фонды будут разрешены вложения только квалифицированных инвесторов, с опытом работы на фондовом рынке и значительными объемами средств. Неквалифицированные инвесторы получат права инвестировать исключительно в рентные фонды[138].

Один из основных способов снижения рисков – диверсификация инвестиций - позволяет распределить инвестиции по множеству объектов и тем самым снизить риск по сравнению с инвестированием средств в один или несколько крупных объектов.

Однако, следует отметить, что фонды не всегда располагают достаточными средствами для проведения диверсификации вложений. Так, как это видно из нижеприведенного графика, около 26% фондов обладают активами менее 50 млн. рублей, а СЧА 76% ЗПИФН не превышают миллиарда рублей.

[136]http://www.am.icbank.ru/?p=pif_estate
[137]Вознесенская Е. Паевые фонды недвижимости: на гребне новой волны//Квадратный метр, №30 (290), 2006
[138]Лампси А. Фонды недвижимости вышли на публику// Коммерсантъ, №235, 2006

Рисунок 2.9. Структура ЗПИФН в зависимости от СЧА[139]



Как видно из Приложения 2.2 далеко не все фонды диверсифицирую свои вложения. Только 12% фондов вкладывают в различные сектора недвижимости. В основном это не равноценные вложения. Еще реже встречается ситуация, когда средства вкладываются в различные регионы. Активы некоторых фондов выглядят достаточно неубедительно. Так, например «Стратегический фонд недвижимости[140]»УК «Астерком» владеет офисным помещением площадью 198.7 кв м

Однако, следует отметить, что поступательное развитие отрасли фондов недвижимости продолжается. Так, в середине марта этого года впервые в истории рынка коллективных инвестиций аналитики провели оценку фонда недвижимости (ПИФ «Эй Джи Капитал Интерра» инвесткомпания «ЦентрИнвест Секьюритис»)[141]

Несмотря на слабое развитие отрасли, итоги подводить еще рано: индустрия существует всего три с половиной года, срок действия ныне существующих ЗПИФН — от одного года до 15 лет (средний срок – около пяти лет).

---

[139]На основе данных www.investfunds.ru (см Приложение 2.1)
[140]http://www.astercom.ru/fund.asp?lng=0&rbr=45&fnd=6
[141]Гайдаев В. Закрытые ПИФы становятся полноценным биржевым инструментом//Коммерсантъ, №42, 2007

Глава 3. Методика оценки инвестиционного проекта для финансирования через фонды недвижимости

Основой организации финансирования инвестиционных проектов является определение обоснованности инвестирования средств – проведение оценки. В данной главе будет произведена оценка участка под проектом (строительство административных и складских комплексов). В ходе оценки будет определена рыночная стоимость на основании допущения, что на дату оценки строительные работы завершены, рассчитана эффективность проекта.

Методы определения рыночной стоимости и показателей эффективности представлены в первой главе.

Оценка проводилась на основании следующих документов:

1. Свидетельство о государственной регистрации права собственности
2. Кадастровый план участка
3. Предварительная концепция проекта

Предполагаемое время продажи (время экспозиции) объекта на существующем рынке составляет от 12 до 24 месяцев.

При проведении оценки были использованы следующие источники информации:

1. Открытые источники информации о рынке коммерческой недвижимости Московской области и общей социально-экономической ситуации.
2. Базы данных Jones Lang LaSalle
3. Сведения, полученные от Заказчика.

3.1. Характеристика объекта инвестирования

3.1.1. Местоположение оцениваемого объекта

Участок примыкает к шоссе, рядом расположена деревня. К востоку от участка протекает река. С юга и севера участок окружают свободные территории. На северо-западе от участка – здания деревни. Автозаправочная станция находится к югу от участка.

В двух километрах от участка расположен Аэропорт. Посадочная полоса находится в относительной близости от участка.

Высококачественных складских и офисных центров в ближайшем окружении нет.

Участок расположен непосредственно на шоссе в 10км от МКАДа. Шоссе достаточно незагруженное в сравнении с другими направлениями Подмосковья. От шоссе (направление к области) к участку ведут два подъезда. Так же планируется дополнительный подъезд с дороги по направлению к центру. Разворот находится недалеко от участка.

Учитывая то, что в проект заложено строительство офисных помещений, доступность общественным транспортом является важным фактором.

От аэропорта до объекта будут пущены шаттлы. Время в пути – примерно 5 минут

Участок расположен непосредственно вблизи шоссе. Хорошая видимость участка является важным фактором для торгового центра. Авто магазин находится на первой линии непосредственно у шоссе.

3.1.2. Качество участка

Общая площадь участка – 550,000 кв.м.

Участок имеет нестандартную форму; вдоль восточной части участка проходит склон, что в определенной мере усложняет эффективное использование для типичного инвестора.

Участок свободен от улучшений. На участке располагаются насаждения.

Категория земель - земли промышленности, энергетики, транспорта, связи, радиовещания, телевидения, информатики, земли для обеспечения космической деятельности, земли обороны, безопасности и земли иного специального назначения;

Назначение участка – размещение многофункционального административно-торгового и производственно-складского комплекса.

3.1.3. Характеристика проекта

Оцениваемый объект представляет собой комплекс, состоящий из складских помещений (2 традиционных склада и 1 высотный), двух офисных зданий и авто магазина. Две пятиуровневые парковки будут расположены вблизи офисных центров.

Высотный склад будет состоять из двух частей: мезонинной зоны для разгрузки, погрузки, сортировки товаров и высотной части. Мезонинная зона состоит из трех этажей: первый этаж – разгрузочно- погрузочная зона для многотоннажного транспорта, второй этаж – для малотоннажного транспорта, третий этаж – сортировка товаров. Административные и технические помещения также будут находиться в мезонинной зоне.

Высотный склад будет располагаться в низине склона, и выступать только на 2.5 метра над уровнем посадочной полосы. Соответственно, проблем с получением разрешительной документации на строительство возникнуть не должно.

Конструкция высотного склада предполагает высоту здания от 15 до 50 м (высота оцениваемого объекта 38 метров), стеллажное хранение товара в 10-25 ярусов, загрузка-выгрузка осуществляется автоматическими кранами-штабелерами. Технология высотного хранения предполагает размещать в высоту по 20-25 паллет, также обеспечивается высокая плотность мест хранения. Высокая степень автоматизации операций позволяет содержать меньший штат сотрудников. Пример поэтажного плана представлен в Приложении 3.1.

Авто магазин будет представлять собой семиэтажное здание с выставочными залами, складскими помещениями, офисами продаж. Также к магазину будут относиться 64,500 кв м парковочных мест.

Офисные помещения всего комплекса будут снабжены тройным стеклопакетом, что позволит уменьшить шумовой фон.

Характеристики проекта представлены в Приложении 3.2

Для определения арендуемой площади для коммерческих помещений использовались следующие данные:

- для высококлассных офисных комплексов потери в среднем составляют 10%.
- для торговых площадей данный показатель составляет около 25%.
- предполагается, что парковочные места под авто центром будут предоставляться посетителям бесплатно.
- для современных складских комплексов арендуемая площадь обычно равна общей площади, при этом доля офисных площадей составляет около 5-7% от общей площади комплекса. Так же учитывается мезонинная зона, которая по данным Заказчика будет составлять 12% от общей площади складских и офисных площадей.

Арендуемые площади зданий представлены в Приложении 3.3

Предполагается, что период на получение разрешительной документации на строительство и проектирование составит 12 месяцев, столько же уйдет на строительство, по некоторым крупномасштабным объектам (высотный склад, офисный комплекс №1) сроки строительства увеличены на пол года. Для авто центра сроки строительства увеличены до 2-х лет.

3.1.4. Правовые характеристики объекта оценки

Право собственности на земельный участок для размещения многофункционального административно торгового и производственно-складского комплекса оформлено.

В процессе проведения оценки сделано следующее допущение: все необходимые разрешения на строительство и проектная документация будут получены в течение 12 месяцев;

Так как проект находится на стадии разработки концепции, то никаких предварительных договоров на аренду помещений на дату оценки не имеется.

При определении арендных платежей на предполагаемую дату завершения строительства, учитывались следующие предположения:

- Помещения сдаются в долгосрочную аренду (от 3 лет и больше)
- Операционные расходы и коммунальные платежи полностью оплачивает арендатор.

Таким образом, можно сделать следующие выводы:

- Расположение не далеко от МКАДа (~10 км) является положительным фактором при строительстве высококлассной коммерческой недвижимости
- Участок расположен непосредственно на шоссе, что обеспечивает превосходную доступность для автомобилей. Это является преимуществом не только для складского, но также и для торгового и офисного проектов. У участка хорошие подъезды, вблизи находится разворот.
- Близость к аэропорту является хорошим преимуществом для складских помещений. Также это предоставляет определенные преимущество для офисных центров, если учесть тот факт, что представителям многих компаний приходится совершать частые перелеты. В то же время на участке достаточно шумно.
- Сейчас на рынке очень мало проектов, находящихся за пределами МКАДа. Учитывая тот факт, что общая площадь офисных помещений достаточно большая, могут возникнуть определенные трудности с заполнением площадей арендаторами.

- Авто магазин будет хорошо виден со стороны шоссе. Также среди преимуществ магазина можно назвать близость хранения автомобилей от места продажи. В то же время для продвижения этого проекта, необходимо проведение серьезной рекламной политики.
- Доступность офисного проекта для людей, пользующихся общественным транспортом, может быть охарактеризована положительно. До участка можно добраться за 40 минут от Москвы.
- Особенности ландшафта участка затрудняют его эффективное использование.
- Строительство высотных складов не развито на российском рынке.

3.2. Комментарии к оценке

В настоящее время рынок складской недвижимости активно развивается. Спрос на складские помещения в Подмосковье находится на достаточно высоком уровне, в то же время он превышает предложение. (Анализ рынка складской недвижимости представлен в пункте 2.1.2 данной работы)

На этом направлении в настоящее время достаточно небольшое количество качественных складских помещений. Направление обладает большим потенциалом, особенно если учитывать его разгруженность. Особой интерес представляют участки, находящиеся вблизи аэропорта

Что касается офисных центров, в настоящее время появилась тенденция строить здания высокого класса за пределами Садового кольца. Также бизнес центры появляются на или в нескольких километрах от МКАДа. К примеру, Рига Лэнд на Новорижском шоссе, бизнес парк «Химки» на Ленинградском шоссе, Кантри Парк на МКАДе. Наиболее популярные направления для строительства офисных центров: Ленинградское и Рублевское шоссе. Также начали появляться офисные центры на достаточно большом расстоянии от МКАДа вблизи аэропортов. К примеру, бизнес парк

«Шереметьево» на Ленинградском шоссе. (Более подробное описание рынка офисной недвижимости представлено в пункте 2.1.3 данной работы).

Офисные центры за МКАДом представляют определенный интерес для девелоперов из-за недостатка свободных земель в центре столицы, высоких цен на землю в Москве, трудностей в получении разрешений на строительство. Однако при строительстве проектов за МКАДом также могут возникнуть определенные трудности, такие как обеспечение сотрудников общественным транспортом, проведение коммуникаций.

Офисные центры на и за пределами МКАДа могут быть интересны для иностранных компаний, чей бизнес связан с частыми перелетами (особенно это относится к участкам вблизи аэропортов), для промышленных компаний, желающих иметь офисы непосредственно вблизи производства, а также для бэк- офисов больших компаний. Это также может быть интересно для руководителей некоторых компаний, которые предпочитают иметь офис недалеко от загородного дома. Другое преимущество офисных зданий за пределами МКАДа – это низкие ставки в сравнении с бизнес центрами такого же качества, находящимися в центре города. Также офисные здания за МКАДом имеют возможность предоставлять большее количество парковок.

Что касается центров продажи автомобилей, в Москве сложилась практика, при которой дилеры предпочитают занимать отдельные здания под продажу представляемых марок. Единственный крупный центр - ТЦ «Москва» на Каширском шоссе, расположенный около МКАДа.

3.2.1. Определение арендной ставки

Исследование уровня арендных ставок по сопоставимым объектам представлено в Приложения 3.3. Уровень арендных ставок снижается в зависимости от отдаленности от центра Москвы. Информация о сопоставимых объектах представлена Таблице 2 Приложения 3.3.

Средняя ставка по сопоставимым объектам составляет $125/кв м/год. Офисные помещения в составе современных складских комплексов сдаются от $200 до $250/кв м/год.

Предполагается, что ставка для складских помещений составит $120/кв м/год. Для офисных площадей ставка аренды составит $250/кв м/год. Зона мезонина - $80/кв м/год. Предположения были сделаны на основе следующего:

- Рынок складских помещений в 2007-2008 гг будет более насыщенным. В 2008-2009 года в связи с выходом большого количества проектов на рынок арендные ставки стабилизируются, также возможно постепенное снижение;
- Обеспечение высокой загрузки арендуемых площадей.

Средняя ставка по сопоставимым офисным объектам $431 за кв м (характеристика сопоставимых объектов представлена в Приложении 3.4).

В то же время на дату проведения оценки, на рынке нет близких аналогов (с точки зрения удаленности от Москвы). Предполагается, что арендные ставки на офисные помещения составят $350/кв м/год, а аренда парковки - $100/кв м/год. Предположения основаны на следующем::

- Обеспечение высокой загрузки арендуемых площадей;
- Удаленность от МКАДа;
- Масштаб проекта;
- Близость к складским терминалам и аэропорту;

Предполагается, что средняя арендная ставка в данном автоцентре может составить $200/кв м/год (без учета НДС и операционных расходов) учитывая различное функциональное назначение площадей (складские, офисные, выставочные). Данная ставка была определена на основании мнения брокеров, работающих в Jones Lang LaSalle.

На дату оценки в открытых источниках информации нет данных об уровне ставок аренды в высотных складах в России. Тем не менее, по мнению консультантов из индустриального отдела Jones Lang LaSalle при

сдаче в аренду данного склада, премия, по сравнению с современными складскими комплексами, была бы минимальной. В мировой практике, например в Великобритании, арендная ставка за высотные склады эквивалентна ставке за стандартные складские комплексы. Обычно такой складской комплекс арендуется одним арендатором на длительный срок (от 10 лет), при этом оборудование для данного склада обеспечивает арендатор.

Для целей оценки не учитывались затраты на оборудование, так как было сделано предположение, что склад после завершения строительства будет сдан в аренду, а арендатор сам будет нести затраты на покупку и установку необходимого для его деятельности оборудования.[142].

В соответствии с мнением брокеров, работающих в Jones Lang LaSalle, приведенный уровень ставок соответствует рынку, с учетом особенностей данного проекта.

3.2.2. Определение ставок дисконтирования

Учитывая то, что на развитых рынках ставки дохода снижаются, а в России ставки продолжают оставаться на достаточно высоком уровне, приток капитала увеличивается, возрастает количество инвестиционных сделок на российском рынке недвижимости.

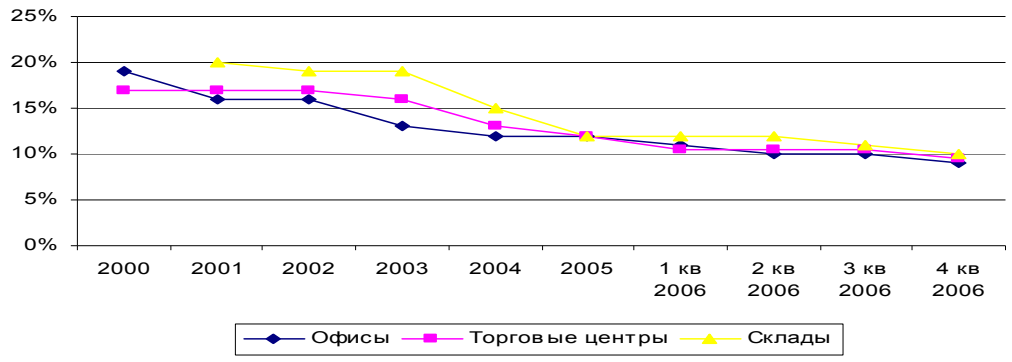
В последние 2-3 года ставки доходности не рынке московской недвижимости значительно снизились. Ставка доходности на высококлассную офисную недвижимость снизилась с 19% в 2000 до 9% в 4 квартале 2006, в течение ближайших двух лет прогнозируется дальнейшее снижение ставок.

[142]В данной работе не оценивается предприятие, не учитываются потоки от ведения бизнеса (ответственное хранение, погрузка-выгрузка, формирование грузов и т.п), при расчетах рыночной стоимости и эффективности проекта данного объекта недвижимости рассматриваются следующие виды дохода: -доход от сдачи в аренду; доход от продажи объекта недвижимости.

Таблица 3.1. Ставки доходности в Москве и Санкт-Петербурге[143]

Ставки доходности по Москве, 4 кв 2006:		Ставки доходности по Санкт Петербургу, 4 кв 2006:	
Офисы	9-9.5%	Офисы	9.5-10%
Торговые центры	9.5-10%	Торговые центры	10-10.5%
Склады	10-11%	Склады	10.5-11.5%

Рисунок 3.1. Снижение ставок доходности на рынке недвижимости Москвы[144]



Основываясь на данных, перечисленных выше, можно сделать заключение, что текущие ставки доходности для оцениваемого объекта, с учетом его особенностей следующие: для офисных комплексов - 9.5%; для складских комплексов – 10.5%; для автомагазина, принимая во внимание большие площади объекта и удаленность от города, мы предполагаем ставку на уровне 11%. Для высотного склада ставка доходности принимается на уровне 11.5%: несмотря на то, что проект высокого качества, в России рынок данного вида недвижимости не развит, и подобный проект – достаточно рискованный для инвестора.

Волатильность и неразвитость рынка создают сложности в прогнозировании динамики ставки капитализации. Однако, пока высокий уровень доходности и возрастающая экономическая и политическая

[143]Источник: исследования Jones Lang LaSalle
[144]Источник: исследования Jones Lang LaSalle

стабильность в России продолжают привлекать национальных и иностранных инвесторов, достаточно сильная конкуренция между инвесторами будет сохраняться. В течение последних нескольких лет, доходность на высококлассную недвижимость ежегодно снижалась. Можно предположить, что благодаря благоприятному развитию рынка ставка доходности будет снижаться примерно на 0.5-1% ежегодно для наиболее качественных объектов.

Ниже приводятся ожидания по ставкам доходности для рассматриваемого проекта.

Таблица 3.2 Ставки доходности для расчета рыночной стоимости и эффективности проекта[145].

Ставка доходности на дату продажи	**Высотный склад**	**Офисный комплекс II фаза**	**Офисный комплекс I фаза**	**Склад I фаза**	**Склад II фаза**	**Авто магазин**
Дата продажи	1 кв 2009	1 кв 2009	1 кв 2009	1 кв 2009	1 кв 2009	1 кв 2009
Ставка доходности	11.00%	9.00%	9.00%	10.00%	10.00%	10.50%
Дата продажи	3 кв. 2011	3 кв. 2011	1 кв. 2011	1 кв. 2011	1 кв. 2011	1 кв 2012
Ставка доходности	10.50%	8.50%	8.50%	9.50%	9.50%	9.50%

3.2.3. Комментарии к определению рыночной стоимости объекта

Для оценки рыночной стоимости при допущении о полном завершении строительства был использован доходный подход.

В расчетах было сделано предположение, что в течение двух лет объект будет находиться в собственности инвестора до стабилизации дохода. Шаг планирования – полгода.

[145]Источник: исследования Jones Lang LaSalle

Потенциальный валовой доход основан на ставках, обоснование которых приводится п 3.3.1 данной главы. Расчет представлен в Таблице 1 Приложения 3.6

В соответствии с рыночной практикой высококлассные помещения начинают сдаваться в аренду на этапе строительных работ и к завершению строительных работ большая часть площадей уже сдана.

На момент окончания строительства предполагается следующий уровень занятости площадей:

- для офисных комплексов 80%
- для складских комплексов 90%
- для высотного склада 80%
- для авто центра 60%

Начиная со второго года эксплуатации средний уровень занятости площадей составит:

- для офисных комплексов 90%
- -для складских комплексов 95%
- для высотного склада 95%
- для авто центра 80%

Расчет действительного валового дохода представлен в Таблице 2 Приложения 3.6.

В расчетах учтен следующий уровень операционных расходов:

- Расходы на ремонтные работы и содержание помещений приняты на уровне 1% от действительного валового дохода.
- В подобных ситуациях сделки страхования обычно не заключаются, соответственно страховые платежи не рассматривались в расчетах.
- Дополнительные расходы оцениваются на уровне от 12,000 до 48,000 долл. США в год в зависимости от масштаба проекта.
- Годовая ставка налога на имущество составляет 2,2% от балансовой стоимости здания. Но как уже было сказано (см пункт 2.3.2. второй

главы), что механизм уплаты налога на имущество не прописан, и этот налог на практике не платиться.

- Земельный налог составляет 1.5% от кадастровой стоимости земельного участка. Учитывая то, что налогоплательщиками по земельному налогу в соответствии с НК[146] признаются только физические лица и организации, а также учитывая практику неуплаты налога на имущество, можно предположить, что земельный налог также не платится фондами недвижимости.

Расчет брокерской комиссии за аренду и расходов на юридическое сопровождение представлен в Таблице 3 Приложения 3.5

- Брокерская комиссия за аренду принимается равной 8% от действительного валового дохода.
- Расходы на юридическое сопровождение принимаются равными 2% от действительного валового дохода.

Расчет операционных расходов представлен в Таблице 4 Приложения 3.5.

Ставки дисконтирования для различных типов недвижимости представлены в Главе 1. Ставка по проекту после завершения строительства может составить 12%.

Подобное ранжирование выполнено не на основе каких-либо формул или расчетов, а на основании исследований Jones Lang LaSalle, тенденций поведения сегментированного рынка коммерческой недвижимости в Москве.

Все расчеты по определению рыночной стоимости объекта, а также реверсии объекта представлены в Таблицах 5, 6 Приложения 3.6.

Таким образом, рыночная стоимость объекта, основанная на допущении о завершении строительных работ, определяемая на 19 Марта 2007 составляет $ 1 138 600 000

[146] Налоговый Кодекс, ст 388/Консультант плюс

3.2.4. Комментарии к определению эффективности проекта

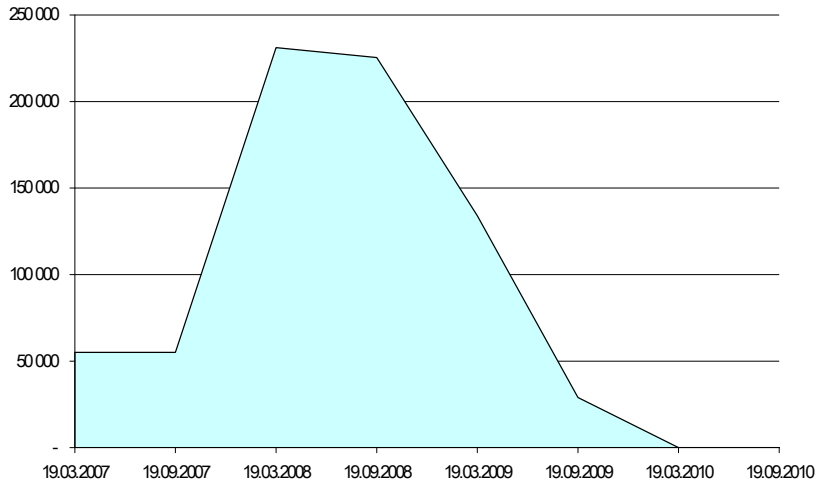
На начальном этапе инвестиционные проекты характеризуются высокой степенью неопределенности при прогнозировании основных доходных и расходных показателей. Далее приведены основные допущения, на основе которых были проведены расчеты:

- Длительность интервала планирования зависит, прежде всего, от объемов конкретного сценария. Финансовая модель, использованная для расчетов, построена на полугодовой основе;
- Предполагается, что экономическая ситуация в России не будет ухудшаться. В обозримом будущем не произойдет никаких резких изменений в политической и экономической сферах;
- Продажа объектов происходит после стабилизации денежного потока, т. е. через 2 года после завершения строительства;
- При расчетах используется постоянный уровень цен.

Данные о затратах на строительство высотного склада были предоставлены Заказчиком (см Таблицу 4 Приложения 3.7).

Для целей инвестиционного анализа существенными являются как объем инвестиций, так и график их осуществления. Прогнозируемые статьи расходов, инвестиционные затраты по периодам представлены в Таблице 5 Приложения 3.7, график освоения инвестиций представлен ниже.

Рисунок 3.2. Освоение инвестиций[147], тыс $



[147] На основе Таблицы 5 Приложения 3.7

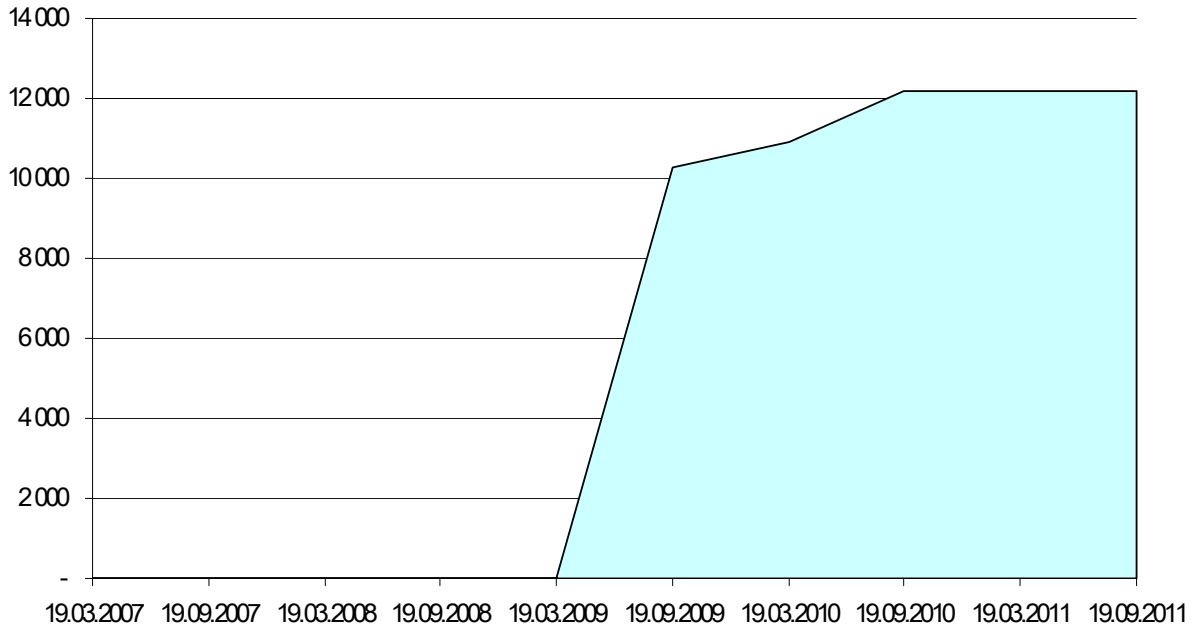
Состав и размер операционных расходов, осуществляемых собственником приведен в пункте 3.3.3 данной главы (см Таблица 3 Приложения 3.7)

Учет налогов описан в Главе 1 данной работы; расчет НДС представлен в Таблице 6 Приложения 3.7, налог на прибыль инвестиционный фонд не платит (см пункт 2.3.2 данной работы).

Расчет доходов для определения эффективности проекта проводится аналогично расчету доходов для определения рыночной стоимости (см Таблиц 1 Приложения 3.7).

Ниже приведен график поступления доходов.

Рисунок 3.3. Действительный валовой доход[148], тыс $



Так как освоение территории обычно занимает некоторое время, и доходы поступают не единовременно, текущая стоимость оцениваемого проекта определяется методом дисконтирования денежных потоков.

При дисконтировании денежных потоков по проекту применяются плавающие ставки дисконтирования, которые изменяется в зависимости от фазы проекта. На каждой фазы ставка дисконтирования показывает

[148] На основе Таблицы 1 Приложения 3.7

требуемый уровень дохода инвестора, учитывающий риски связанные с конкретной фазой. Риски и доходность зависит от фазы и от типа объекта вложений. Базовая ставка дисконтирования для каждого инвестиционного проекта определяется исходя из анализа рынка недвижимости в определенном регионе.

Таблица 3.3 Ставка дисконтирования для различных фаз проекта[149]

Фаза	**Ставка дисконтирования на собственный капитал**
Получение разрешений, согласований, проектирование, разработка проектной документации	30%
Строительство	25 – 15%
Ввод в эксплуатацию, сдача в аренду площадей	12%

Анализ эффективности характеризует привлекательность проекта по сравнению с другими альтернативными инвестициями. Оценка эффективности базируется на расчете таких показателей, как период окупаемости инвестиционных затрат, NPV, IRR.

Основные показатели эффективности проекта:

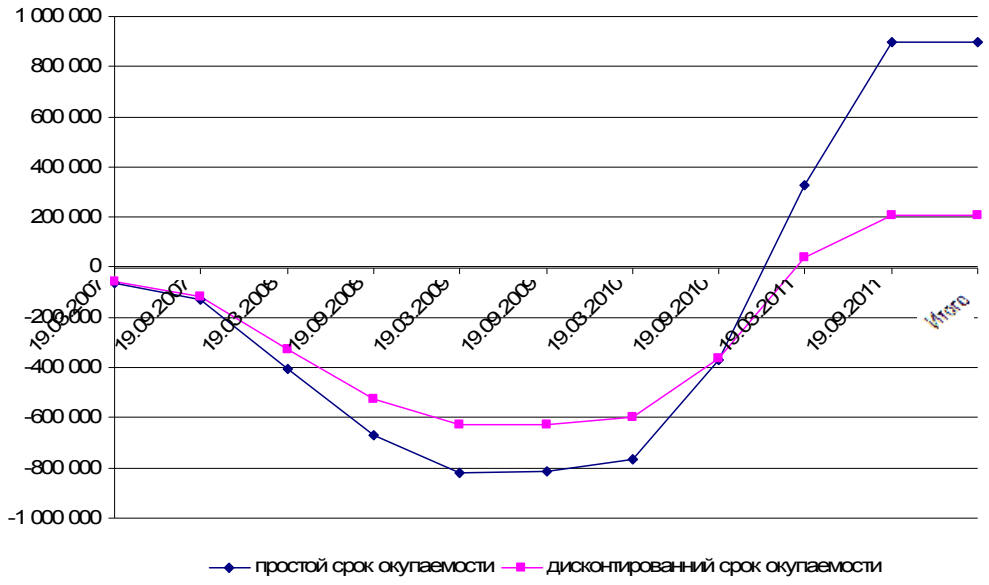
- NPV –280 млн $
- IRR -26%

Показатели эффективности рассчитываются в соответствии с методикой описанной в Главе 1, все расчеты представлены в Таблице 8 Приложении 3.7

График периода окупаемости приведен ниже

[149]Источник: исследования Jones Lang LaSalle

График 3.4 Период окупаемости проекта[150]



Таким образом, основные показатели эффективности проекта:

- NPV –280 млн $
- IRR -26%

Положительный показатель NPV указывает на безубыточность проекта. Доходность в 26% - также достаточно хороший показатель. Следует, учитывать, что показатель IRR является слабым ориентиром при прогнозировании будущей доходности фонда, так как не учитывает издержки на управление, а также проценты по депозиту.

Рыночная стоимость объекта, основанная на допущении о завершении строительных работ, составляет $ 1,138,600,000. СЧА фонда необходимая для осуществления проекта должна составить не менее $608,000,000 (Расчет представлен в Таблице 9 Приложения, предполагается, что денежные средства будут храниться в разных банках на депозитах разной срочности; средняя ставка составит 9%[151]) Таким образом, проект является прибыльным и привлекательным для инвестирования.

[150]Рассчитан на основе данных Таблицы 8 Приложения 3.7
[151]По данным www.investfunds.tu

Заключение

На основе проведенных исследований, можно сделать вывод, что на сегодняшний день российский рынок недвижимости активно развивается, предлагая инвесторам получать высокую доходность на вложенный капитал.

В то же время, российская отрасль фондов недвижимости, образованная в 2003 году только начинает свое развитие. СЧА всех фондов достаточно мала, в сравнении, как с западными рынками, так и с текущим уровнем цен на российском рынке недвижимости. Большинство фондов вынуждены отказаться от диверсификации вложений именно из-за недостатка СЧА.

Паи фондов недвижимости не являются в полной мере розничным продуктом. Несмотря на то, что минимальная сумма инвестирования снижается, фонды начинают выходить на биржи, по мнению многих участников рынка, многие фонды создаются под конкретного инвестора и под конкретные проекты исключительно для оптимизации налогообложения.

Учитывая благоприятную ситуацию на рынке недвижимости, темпы роста отрасли фондов недвижимости, особенности налогообложения фондов недвижимости, повышающийся уровень доверия к фондовому рынку, рост благосостояния населения, можно предположить, что отрасль фондов недвижимости будет развиваться высокими темпами и в дальнейшем.

В третьей главе данной работы был проведен анализ инвестиционного проекта. Основные риски и преимущества проекта следующие:

Риски:

- На данный момент не получено разрешение на строительство, также еще нет разработанного и одобренного проекта - потенциальная задержка в строительстве;
- Рельеф участка достаточно сложный, что затрудняет его эффективное использование;

- Строительство высотных складов не типично для российского рынка, достаточно сложно оценить спрос как со стороны потенциальных арендаторов, так и со стороны потенциальных инвесторов;
- Рынок строительства крупномасштабных высококлассных офисных комплексов, а также крупных авто центров в удаленности от МКАДа не развит, риск незаполнения коммерческих площадей арендаторами.

Преимущества:

- Земельный участок принадлежит на праве собственности, назначение земельного участка позволяет строительство планируемых объектов;
- С точки зрения складских и офисных комплексов объект имеет удачное месторасположение вблизи от аэропорта;
- Хорошая транспортная доступность как личным, так и общественным транспортом;
- Разгруженность шоссе позволяет избежать транспортных пробок.

Основные показатели эффективности проекта:

- NPV –280 млн $
- IRR -26%

Положительный показатель NPV указывает на безубыточность проекта. Доходность в 26% - также достаточно хороший показатель. Следует, учитывать, что показатель IRR является слабым ориентиром при прогнозировании будущей доходности фонда, так как не учитывает издержки на управление, а также проценты по депозиту.

Рыночная стоимость объекта, основанная на допущении о завершении строительных работ, определяемая на март 2007 составляет $1,138,600,000. СЧА фонда необходимая для осуществления проекта должна составить не менее $608,000,000. Таким образом, проект является прибыльным, хотя остается вопросом, удастся ли привлечь такую сумму денег. Наиболее крупный проект на сегодняшний день – фонд «Наш город» УК «Старый город» - около $410 млн, при этом фонд существует с 2005 года, и эта сумма уже включает в себя несколько переоценок. Таким образом, проект подходит

скорее для крупной управляющей компании, имеющей возможность привлекать большие ресурсы, также, скорее всего, придется входить в проект лишь в определенной доле.

Если рассматривать ситуацию, при которой инвестор оптимизирует налогообложение с помощью фонда недвижимости, то это безусловно несет для него массу выгод, но лишь в том случае, если инвестор обладает достаточной суммой средств или имеет возможность привлекать ресурсы под залог своего имущества.

Таким образом, исходя из рассчитанных показателей, проект является прибыльным, и может быть интересен для фонда недвижимости с учетом перечисленных выше условий.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ:

Законодательные и нормативные акты:

1. Гражданский Кодекс Российской Федерации//Консультант плюс
2. Земельный Кодекс РФ//Консультант плюс
3. Налоговый Кодекс РФ //Консультант плюс
4. ФЗ от 21.07.1997 №122-ФЗ «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним»//Консультант плюс
5. ФЗ от 21.12.2004 №172-ФЗ «О переводе земель или земельных участков из одной категории в другую»//Консультант плюс
6. ФЗ от 29.11.2001 №156- ФЗ «Об инвестиционных фондах»//Консультант плюс
7. Постановление Правительства РФ от 07.06.2002 г. № 395 «О лицензировании оценочной деятельности»//Консультант плюс
8. Постановление Правительства РФ от 25.07.2002 г. № 564 «О типовых правилах доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом»//Консультант плюс
9. Постановлениями Правительства РФ от 06.07.2001 г. №519 «Об утверждении стандартов оценки»//Консультант плюс
10. Приказ Минэкономразвития РФ от 21.06.2003 №197 «Об утверждении системы классификации гостиниц и других средств размещения»//Консультант плюс
11. Постановление ФКЦБ от 18 февраля 2004 г. N 04-5/пс «О регулировании деятельности управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов»//Консультант плюс
12. Приказ ФСФР от 15.12.2005 г. N 05-83/пз-н «О внесении изменений в приказ ФСФР от 30.03.2005 N 05-8/ПЗ-Н «Об утверждении положения о составе и структуре активов АИФов и активов ПИФов», а также в

положение о порядке и сроках определения стоимости чистых активов АИФов, стоимости чистых активов ПИФов, расчетной стоимости инвестиционных паев ПИФов, а также стоимости чистых активов АИФов в расчете на одну акцию, утвержденное приказом ФСФР от 15.06.2005 N 05-21/ПЗ-Н»//Консультант плюс

13. Приказ ФСФР от 8.02.2007 г. N 07-13/пз-н «Об утверждении положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»//Консультант плюс
14. Приказ ФСФР от 22.06.2005 г. N 05-23/пз-н «Об утверждении положения о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а также к содержанию раскрываемой информации»

Словари и монографии:

15. Словарь современных экономических и правовых терминов/ Под ред В.Н. Шимова. – Мн.: Амалфея, 2002.
16. Современный биржевой словарь/В.Ф. Корельский.- Москва: Крафт+, 2006.
17. Асаул А. Н. Экономика недвижимости. – СПб.: Питер, 2007
18. Вечер Н.Ф. Ольховский А.А. Инвестиции в коммерческую недвижимость. Жизненный цикл объекта. СПб.: Издательский дом «Бизнес-пресса», 2005
19. Мазур И.И. Девелопмент. М.: «Экономика», 2004.
20. Тепман Л.Н. Оценка недвижимости. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007.

Журнальные и газетные публикации:

21. Вознесенская Е. Паевые фонды недвижимости: на гребне новой волны//Квадратный метр, №30 (290), 2006
22. Гайдаев В. Закрытые ПИФы становятся полноценным биржевым инструментом//Коммерсантъ, №42, 2007
23. Губанов А. ПИФы недвижимости теперь доступны не только избранным// «Стань Богаче», №13, 2006
24. Дегтярева Е. Весенняя гигантомания// Коммерсантъ, №66, 2007
25. Дмитриева Е. Коттедж в первом приближении//Деньги, №15, 2007
26. Жук Е. Практическое применение ЗПИФ //РЦБ, №17 2006
27. Ладыгин Д Новые правила работы ПИФов недвижимости//Коммерсантъ, №29, 2006
28. Лампси А. Фонды недвижимости вышли на публику// Коммерсантъ, №235, 2006
29. Сахаров Ю. Оно того стоит//Эксперт Волга, №32(36), 2006
30. Федянин Н. Недвижимость для пайщика – 3//Ведомости, №203, 2006
31. Филатов А. План на $10 млрд Что построит Лев Леваев в России// Ведомости, №74, 2007
32. Чичерова Л Ориентиры: Опять в переломное время// Ведомости, №29, 2007
33. Шехова А. Коллективные кирпичи//Эксперт, №12 (15), 2006

Публикации в сети Интернет:

34. Рынок загородного жилья в 2007 году сможет развиваться только за счет развития рынка земли// ИА «Интерфакс»- новостная лента, 2007
35. Исследования Jones Lang LaSalle

36.http://aifm.ru/area_gp/
37.http://akbars-capital.ru/funds/land
38.http://asset.accordcard.ru/data/n_a_deal_12_11_2006.doc
39.http://asset.accordcard.ru/realty_invest.asp
40.http://irn.ru/news/16860.html
41.http://msk.becar.ru/class2.php?mes=3325
42.http://sob.ru/issue1247.html
43.http://sob.ru/issue1366.html
44.http://www.agamit.ru/
45.http://www.allianzrosno.ru/services/private/funds/rent/
46.http://www.am.icbank.ru/?p=pif_estate
47.http://www.am.troika.ru/rus/Mutual_Funds/Mutual_Funds/ZPIF_KN/index.wbp
48.http://www.arsagera.ru/pages/id/13
49.http://www.arsagera.ru/pages/id/31
50.http://www.asros.ru/_html/documents/sochi06/sobolev-sochi06.ppt#295,1
51.http://www.astercom.ru/fund.asp?lng=0&rbr=45&fnd=6
52.http://www.astercom.ru/fund.asp?lng=0&rbr=58&fnd=8
53.http://www.astercom.ru/fund.asp?lng=0&rbr=60&fnd=9
54.http://www.atlas-capital.ru
55.http://www.atlas-capital.ru/uslugi/28.html
56.http://www.azkapital.ru/zpif/?page=objecti
57.http://www.bcs.ru/am/pif/zps.asp
58.http://www.bcs.ru/am/pif/ztaganay.asp
59.http://www.cit-funds.ru/p/95/
60.http://www.concordya.ru/index.php?prevID=210&partID=210&pageID=124
61.http://www.concordya.ru/index.php?prevID=5&partID=213
62.http://www.concordya.ru/index.php?prevID=5&partID=281

63. http://www.concordya.ru/index.php?prevID=5&partID=293
64. http://www.etrustfunds.ru/perspecsroy
65. http://www.fdu.ru/investment/reference_funds00004/default.asp
66. http://www.fund.avk.ru/fund.nsf/0/2F05BEBDCDACBB5BC32571E1003177EE/$File/rules _amendments_0 01.pdf
67. http://www.fund.avk.ru/fund.nsf/v1/restate
68. http://www.funds-management.ru/index.php?cf=page&p=2.9
69. http://www.g2p.ru/publications/index.php?opn=25294&part=2
70. http://www.g2p.ru/publications/index.php?opn=25296&part=2
71. http://www.invcapital.ru/pifrealty/about.htm
72. http://www.invetfunds.ru
73. http://www.irn.ru/news/16788.html
74. http://www.itbfin.ru/products/saratov/
75. http://www.libracapital.ru/RealtyFund.htm
76. http://www.maxwell.ru/unit-investment-trust/closed-unit-funds/maxwell-estate/capital-structure.aspx
77. http://www.mayak-asset.ru/info_fond.php?n=f2din&fd=2
78. http://www.micex.ru
79. http://www.mirozdanie.com/ru/press/massmedia/article.wbp?news-articleid=BA9DEC53-4976-4486-963D-E7FB85AF8860&from-date=01/03/2006&to-date=31/03/2006
80. http://www.monomah.ru/scdp/page?als=1806786
81. http://www.nlu.ru
82. http://www.pantrust.ru/news/2/2005/3/
83. http://www.paulsyard.ru/mass-media/standards/
84. http://www.perspektiva.ru/investment/liverealty/
85. http://www.perspektiva.ru/investment/rentrealty/
86. http://www.pmoney.ru/txt.asp?rbr=201&id=570837

87. http://www.region.ru/AssetsManagement/Services/PIF/Immovable_mortage/Renta/
88. http://www.region.ru/AssetsManagement/Services/PIF/Immovable_mortage/_UgraImm_/
89. http://www.rigroup.com/FILES/sved_imush_nedvig_biz.doc
90. http://www.ridom.ru/?ID=463061
91. http://www.sberinvest.ru/founds/belovodye.html?id=34
92. http://www.sberinvest.ru/founds/Gorky.html?id=43
93. http://www.sberinvest.ru/founds/aristeyI.html?id=45
94. http://www.solid-mn.ru/razdel/372.stm
95. http://www.solid-mn.ru/razdel/378.stm
96. http://www.solid-mn.ru/razdel/470.stm
97. http://www.stgorod.ru/p_concept.htm
98. http://www.stgorod.ru/p_concept_SP.htm
99. http://www.stgorod.ru/Predmestye/p_concept_P.htm
100. http://www.svinin.com/funds/fond1/rules/
101. http://www.svinin.com/funds/gilaja/character
102. http://www.swissrealty.ru/files/Office_CLassification.pdf
103. http://www.trinfico.ru/zpifn-atrium/
104. http://www.trinfico.ru/zpifn-monolit/
105. http://www.ukintegral.ru/Developers2.htm
106. http://uk-nika.ru/modules.php?name=News&file=article&sid=13
107. http://www.uknpf.ru/PIFSHV/develop/
108. http://www.uknpf.ru/ZPIF/develop/
109. http://www.uver.ru/?cn=409
110. http://www.uver.ru/?cn=410
111. http://www.vitus.ru/control_company/zpif_kamdolina/geninfokd/
112. http://www.vitus.ru/control_company/zpif_persp/geninfopi/

113. http://www.vitus.ru/control_company/zpif_zf/geninfozem/
114. http://zpif.uralsib.ru/realestate/projects/current.wbp
115. http://zpif.uralsib.ru/realestate/risk.wbp,
116. http://zpif.uralsib.ru/share/risk.wbp

ПРИЛОЖЕНИЕ

Приложение 1.1

Стандартные критерии качества офисных зданий в соответствии с Московским Исследовательским Форумом (Moscow Research Forum) в апреле 2003 года[152]

1. Высококачественная стандартная отделка, современные системы инженерного оборудования здания, включая BMS (Система Управления Зданием);
2. Профессиональное управление зданием;
3. Хорошее расположение здания в границах офисного района[153], удобный подъезд и транспортное сообщение;
4. Система кондиционирования: не ниже 2-х трубной, либо соответствующий ей аналог;
5. Подвесные потолки;
6. Высота от пола до подвесного потолка в среднем 2.7 м;
7. Эффективная открытая планировка этажа (конструкция с несущими колоннами);
8. Трехсекционный короб для электрического, телефонного и компьютерного кабелей, либо фальшпол (или возможность его установки);
9. Современные, высококачественные окна, их рациональное расположение;
10. Современные высокоскоростные лифты с периодом ожидания не более 30 секунд;
11. Подземная парковка;

[152]http://www.swissrealty.ru/files/Office_CLassification.pdf

[153]Под «офисным районом» подразумевается территория внутри садового кольца внутри Москвы и непосредственно прилегающая к нему территория

12. Качественные материалы, использованные в отделке помещений общего пользования;
13. Соотношение парковочных мест (наземных и подземных) не менее 1 места на 100 кв.м. арендуемой площади здания;
14. Фактор потерь (соотношение используемой и арендуемой площадей) не более 12%;
15. Качественный провайдер телекоммуникационных услуг в здании;
16. Два независимых источника электроснабжения или наличие источника бесперебойного питания; (мощность электроснабжения для низковольтных сетей арендатора должна быть не менее 50 Вт на 1 кв.м. полезной площади + 20 Вт, дополнительно выделенных для освещения);
17. Допустимая нагрузка на межэтажные перекрытия: 400—450 кг на 1 кв.м.;
18. Современные системы безопасности и контроля доступа в здание;
19. Кафетерий/столовая для сотрудников и другие удобства;
20. Глубина этажа от окна до окна не более 18—20 метров.

Приложение 1.2

Критерии отнесения офисного центра к различным классам по классификации, разработанной НП «Гильдия Управляющих и Девелоперов коммерческой и промышленной недвижимости» (ГУД)[154].

Таблица 1 Категория – «Местоположение и доступность»

A	B	C
Престижность района/территории		
Высокая престижность	Менее престижный	Непрестижный
Близость здания к другим коммерческим учреждениям, возможное расположение в непосредственной близости правительственных посольских и деловых зон, архитектурная ценность близлежащих застроек, отличные видовые характеристики, расположение на первой линии домов / фешенебельный вход при расположении.	Удаленность от других коммерческих учреждений города, невпечатляющие видовые характеристики, расположение на второй линии домов или во дворах /обычный вход.	Большая удаленность от других коммерческих учреждений/ расположение в спальных районах или на окраинах, невзрачные или неприятные видовые характеристики, расположение во дворах/ неудобный вход.
Инфраструктура района		
Развитая	Менее развитая	Неразвитая
Район/территория с развитым уровнем услуг, высокий уровень комфортабельности и качества застроек, ухоженный внешний вид.	Район/ территория с менее развитым уровнем услуг, хорошая репутация арендаторов, менее известные компании, средний уровень качества застроек и, внешний вид соседних застроек, оставляющий желать лучшего.	Район/ территория с неразвитым уровнем услуг, арендаторы–малоизвестные компании.
Социальная обстановка в районе		
Благоприятная	Стабильная	Неблагоприятная

[154]http://msk.becar.ru/class2.php?mes=3325

Однородный социальный состав проживающего в районе бизнес-центра населения. Место расположения офисного центра может рассматриваться как престижный (дорогой) район, в котором в большинстве своем проживают люди с уровнем дохода выше среднего.	Благоприятный с точки зрения социального состава, уровня уличной преступности район. Может рассматриваться как место обитания среднего класса, это не спальный и не промышленный район, но и не центр города.	Характеризуется некоторой возможной криминогенностью социальной обстановки. Основная характеристика месторасположения – спальный, примышленный район, с уровнем преступности выше среднего по городу.
Экологическая обстановка в районе		
Благоприятная	Стабильная	Неблагоприятная
Отсутствие промышленных предприятий. Относительно невысокий уровень загазованности, относительно невысокий уровень шумов.	Средний, стремящейся к снижению, уровень загрязняющих веществ и шумов.	Повышенный уровень загрязняющих веществ и шумов, непосредственная близость промышленных зон.
Транспортное сообщение/доступность		
Удобное	Менее удобное	Неудобное
Близость к основным транспортным магистралям, удобные подъездные пути, транспортные развязки, невысокий уровень пробок, близость к остановкам общественного транспорта, наличие парковки, минимум 1 парковочное место на 100 кв.м. арендуемой площади.	Удаленность от основных транспортных магистралей, неудобство подъездных путей, удаленность транспортных развязок, удаленность от остановок общественного транспорта, наличие парковки, минимум 1 парковочное место на 100 кв.м. арендуемой площади.	Высокая удаленность от транспортных магистралей, высокая удаленность от остановок общественного транспорта, наличие либо отсутствие парковки, число парковочных мест не важно.

Таблица 2 Категория «Компоненты и свойства здания»

A	B	C
Тип здания, возраст и внешний вид		

Высококачественное здание новой постройки или конкурентоспособное с новыми зданиями, современный стиль, отличный дизайн и конструкция. Отличный внешний вид фасада, отсутствие трещин и повреждений, ухоженные внешние компоненты здания.	Новое, относительно устаревшее здание, или здание после реконструкции. Современный стиль или модернизированное здание. Хороший внешний вид фасада, отсутствие трещин и повреждений.	Устаревшее или с высоким уровнем износа здание. Старое здание (бывшее НИИ, корпус завода и др.), различное состояние, возможен косметический ремонт фасада.
Имиджевые компоненты		
Идеальное обустройство и состояние холла – внешний вид, освещение, указатели компаний, удобный подход к лифтам, идеальное обустройство и состояние коридоров – внешний вид, освещение, вывески компаний идеальное состояние общественных мест, соответствие окон единому стилю здания, высокое качество материалов, высокий уровень естественной освещенности.	Хорошее состояние холла – внешний вид, освещение, указатели компаний хорошее состояние коридоров, хорошее состояние общественных мест. Соответствие окон единому стилю здания, хорошее качество материалов, хорошая естественная освещенность.	Усовершенствованы силами арендаторов.
Инженерные системы		
Отличное состояние систем отопления, вентиляции и кондиционирования, отличное состояние систем электроснабжения, выделенная мощность не менее 150 кВт на 1000 кв.м. Оптоволоконные каналы связи. Высокоскоростные лифты ведущих мировых производителей, с хорошим освещением, вентиляцией, удобной системой использоваться, с удобным месторасположением. Достаточный уровень осветительной арматуры на 100 кв.м.	Хорошее состояние систем отопления, вентиляции и кондиционирования, отличное состояние систем электроснабжения, выделенная мощность не менее 100 кВт на 1000 кв.м. Оптоволоконные каналы связи. Лифты известных производителей, поддерживаемые в хорошем состоянии. Хорошая скорость лифтов. Достаточный уровень осветительной арматуры на 100 кв.м.	Устаревшие системы отопления и вентиляции, выделенная мощность систем электроснабжения не менее 50 кВт на 1000 кв.м. Устаревшие каналы связи. Устаревшие лифты. Недостаточный уровень осветительной арматуры на 100 кв.м.
Планировка помещений		

Свободная планировка в виде офисных блоков.	Свободная планировка в виде офисных блоков или другая планировка.	Планировка помещений согласно первоначальному предназначению здания или изменена силами арендаторов.
Отделочные материалы		
Высокое качество материалов, используемых в отделке помещений.	Хорошее качество материалов, используемых в отделке помещений.	Возможен косметический ремонт, качество материалов различное.
Инфраструктура здания		
Центральная рецепция в холле здания, конференц-залы, кафе, ресторан, хорошая репутация арендаторов, известные компании.	Центральная рецепция в холле здания, конференц-залы, кафе, ресторан.	Минимальный набор услуг или организация силами арендаторов

Таблица 3 Категория «Управление зданием и уровень предоставляемого сервиса»

A	B	C
Управляющая компания		
Профессиональная компания с известным брэндом (иностранная, российская, локальный брэнд).	Профессиональная компания.	Внешняя управляющая компании или управляется силами собственника здания.
Опыт работы управляющей компании		
Опыт работы компании или ее высшего менеджмента более 3 лет.	Опыт работы более 3 лет .	
Наличие дополнительных услуг		
Развернутая система дополнительных услуг.	Наличие дополнительных услуг	
Управление зданием		
Высокопрофессиональ-ные службы безопасности, управления, обслуживания (служба эксплуатации и уборки).	Службы безопасности, управления, обслуживания (служба эксплуатации и уборки).	Служба эксплуатации и уборки.
Охрана		
Круглосуточная охрана и видеонаблюдение.	Круглосуточная охрана и видеонаблюдение.	Охрана.

Приложение 1.3

Классификационные критерии складской недвижимости[155]

Класс А

- Современное складское здание
- Одноэтажное здание, построенное по современным технологиям с использованием высококачественных материалов.
- Высокие потолки от 10 метров, позволяющие установку многоуровневого стеллажного оборудования.
- Ровный пол с антипылевым покрытием.
- Система пожарной сигнализации и автоматической системы пожаротушения (спринклерная или порошковая).
- Регулируемый температурный режим.
- Тепловые завесы на воротах.
- Автоматические ворота докового типа с гидравлическим пандусом, регулируемым по высоте.
- Центральное кондиционирование или принудительная вентиляция.
- Система охранной сигнализации и видеонаблюдение.
- Офисные площади при складе.
- Оптико-волоконные телефонные линии.
- Достаточная территория для отстоя и маневрирования большегрузных автопоездов.
- Расположение на основных магистралях или МКАД обеспечивающее хороший подъезд.

Класс В

- Капитальное здание одно- или многоэтажное.
- Высота потолков от 4,5 до 8 метров.

[155]Исследования Jones Lang LaSalle

- Пол асфальт или бетон без покрытия.
- Пожарная сигнализации и гидрантная система пожаротушения.
- Пандус для разгрузки автотранспорта.
- Офисные помещения при складе.
- Телефонные линии МГТС.
- Охрана по периметру территории.

Класс С

- Капитальное производственное помещение или утепленные ангары.
- Высота потолков разная от 3,5 до 18 метров.
- Пол асфальт или бетонная плитка.
- Ворота на нулевой отметке, автомашина заходит в внутрь помещения.

Класс D

- Подвальные помещения или объекты ГО, неотапливаемые производственные помещения или ангары.

Приложение 1.4

Классификация торговых центров, разработанная Urban Land Institute[156]

Convenience center (микрорайонный торговый центр) - осуществляет торговлю товарами первой необходимости и предлагает услуги повседневного спроса (ремонт обуви, прачечная). Состоит как минимум из трех магазинов, общая арендная площадь которых составляет обычно 2800 кв. м и может варьироваться от 1500 до 3000 кв. м. Якорем[157] в большинстве случаев является минимаркет. Торговой зоной является территория 5-10-минутной пешеходной доступности, количество покупателей - до 10 тыс. человек в день.

Neighborhood center (районный торговый центр) - предлагает товары повседневного спроса (продукты, лекарства, хозтовары и т.д.) и услуги (прачечная, химчистка, парикмахерская, ремонт обуви, металлоремонт) для удовлетворения ежедневных потребностей жителей района. Якорным арендатором, как правило, является супермаркет, мини-якорями могут быть аптека, хозяйственный магазин. Сопутствующими арендаторами являются магазины одежды, обуви и аксессуаров, парфюмерии, спорттоваров и пр. Общая арендная площадь данных ТЦ в основном составляет 5600 кв. м, на практике площадь может варьироваться от 3000 до 10 000 кв. м. Первичная торговая зона районного торгового центра включает в себя от 3 000 до 40 000 человек, проживающих в 5-10 минутах езды на личном или общественном транспорте.

Community center (окружной торговый центр) - предлагает широкий спектр товаров и услуг, с большим выбором "мягких" (мужская, женская, детская и спортивная одежда) и "жестких" (металлические изделия, электроинструменты, бытовая техника) товаров. Для данной категории ТЦ

---

[156]http://www.paulsyard.ru/mass-media/standards/

[157]Якорь (Anchor) - крупный, как правило сетевой, оператор розничной торговли с известным брэндом, расположенный на территории торгового центра на правах арендатора или собственника занимаемой площади и привлекающий в торговый центр основные потоки покупателей. В качестве якоря могут выступать и предприятия другого профиля или их совокупность (предприятия общественного питания - фуд-корт, предприятия услуг - кинотеатр и т.д.).

характерен более глубокий ассортимент и более широкий диапазон цен, нежели в районном ТЦ. Многие центры строятся вокруг детских универмагов (junior department store), дискаунт-универмагов, крупных аптек (drug-store), универсальных магазинов, торгующих разнообразными товарами, часто по сниженным ценам (variety store), как основных арендаторов в добавлении к супермаркетам. Хотя окружной ТЦ не имеет универмага полной линии, у него могут быть сильные специализированные магазины. Типичный размер арендной площади - 14 000 кв. м, может занимать от 9500 до 47 000 кв. м. Первичная торговая зона для окружного торгового центра находится в пределах 10-20 минут транспортной доступности, и покупатели центра насчитывают от 40 000 до 150 000 человек в день.

Super community center (суперокружной торговый центр) - соответствуют общему профилю окружного центра, но имеют площадь более 23 000 кв. м. В исключительных случаях площадь достигает 90 000 кв. м. В результате окружной ТЦ - самая сложная категория торговых центров для оценки их размеров и зоны обслуживания.

Power Center (пауэр-центр) - разновидность суперокружного торгового центра Он содержит по крайней мере четыре якоря, специфичных для данной категории, площадью более 1900 кв. м. Такими якорями являются "жесткие" товары: бытовая техника и электроника, спорттовары, офисные принадлежности, товары для дома, лекарства, средства для здоровья и красоты, игрушки, персональные компьютеры и их элементы. Якоря в таких power center занимают 85% общей арендуемой площади. Располагаются, в большинстве случаев, в спальных районах и на окраинах города рядом с автомагистралями.

Regional center (региональный торговый центр) - обеспечивают покупателей широким выбором товаров, одежды, мебели, товарами для дома (глубокий и широкий ассортимент), различными видами услуг, а также местами отдыха и развлечения. Они строятся вокруг 1-2 универмагов полной линии,

площадью обычно не менее 5000 кв. м каждый. Типичная для данной категории общая арендная площадь 45 000 кв. м, на практике она варьируется: 23 000 - 85 000 кв. м. Региональные центры предлагают услуги, характерные для деловых районов, но не такие разнообразные, как в суперрегиональном торговом центре. Торговая зона для регионального торгового центра находится в пределах 30-40 минут транспортной доступности, количество посетителей центра - 150 000 и более человек в день.

Super regional center (суперрегиональный центр) - широкий выбор товаров, одежды, мебели, товаров для дома, также услуги отдыха и развлечения. Строятся вокруг 3 и более универмагов площадью не менее 7000 кв. м каждый. Такой центр часто имеет общую арендную площадь 93 000 кв. м. На практике площадь варьируется от 50 000 и может превышать 150 000 кв. м. Торговая зона для суперрегионального торгового центра может достигать 1,5 часа транспортной доступности, количество посетителей центра - 300 000 и более человек в день.

Specialty centers (специализированный торговый центр) - торговые центры, которые сильно отличаются или не отвечают требованиям, указанным в предыдущих категориях.

Торгово-общественный центр - якорем могут выступать детские и фитнес-клубы, спортивные и развлекательные комплексы, гостиница и универмаг. В своем составе они могут иметь объекты социальной направленности.

Торговый центр моды (Fashion Center) - якорем является совокупность магазинов одежды и обуви. Сопутствующими арендаторами выступают магазины аксессуаров, парфюмерии и косметики, подарков.

Приложение 1.5

Классификация элитного жилья[158]

Категория 1 «Элитное жильё»

1. *Класс «А»* (включает «Люкс», «А» и «А-»)

Основные характеристики класса *«Люкс»:* место расположения: центр, запад, юго-запад города Москвы; равноценное окружение; избранность живущих; новое строительство; высокое качество строительства; количество квартир в доме не превышает 30; безупречный вид из окна; в эту категорию так же входят клубные особняки (количество квартир не более 10); благоустроенный внутренний двор, огороженная территория; подземный гараж, обязательно социальная инфраструктура; высота потолков в квартирах 3,2 метра и выше; презентабельный подъезд; 24-часовая профессиональная охрана с видеонаблюдением; сочетание нескольких видов отопления (водное, воздушное и электрическое).

Класс «А»

Количество квартир в доме не превышает 40; может незначительно уступать по некоторым характеристикам классу «Люкс»

Класс «А –«

Различие домов класса «А» и класса «А-» заключается в выборе материалов для строительства и отделки, а также инженерных коммуникаций менее престижных фирм-производителей, большее количество квартир.

Класс «В»

К местоположению класса «А» добавляются все остальные направления в пределах Садового Кольца, в пределах набережных Москва-реки; новое строительство или реконструкция; количество квартир в доме может доходить до 70; внутренний двор может отсутствовать; вместо подземного гаража может использоваться наземная охраняемая парковка (в случае реконструкции);

[158]http://www.g2p.ru/publications/index.php?opn=25296&part=2

высота потолков может быть от 3 метра; высококачественные стеклопакеты; может отсутствовать центральное кондиционирование; бесшумные лифты европейских производителей; круглосуточная охрана, видеодомофон; социальная инфраструктура может отсутствовать; современные коммуникации; телефонные линии МГТС.

Класс «С»

Жилье этой категории - очень качественное, требования, как и к домам категории «В», но расположение уже не в самом центре, а в одном из престижных районов, например - Кунцево.

Категория 2 «Бизнес – класс»

Как правило, это многоквартирные дома (количество квартир более 50, а в новых объектах количество квартир доходит до 500), построенные по индивидуальным проектам. Жилые комплексы «Бизнес класса» имеют эффектный современный архитектурный облик и расположены либо в центре, но на площадке с некоторыми проблемами, либо в традиционно престижном районе, не в центре, например в юго-западном округе, хотя встречаются примеры развития жилья «Бизнес класса» в далеко не престижном районе и в большом отдалении от центра.

Приложение 1.6

Классификация загородной недвижимости[159]:

A. Поселок высшей категории.

Месторасположение: до 15 км. от МКАД по Рублево-Успенскому или Новорижскому шоссе, до 10 км. от МКАД по Калужскому шоссе, на всем протяжении Сколковского шоссе; - территория леса первой категории (сосны). Эксклюзивный природный ландшафт: на берегу водоема, реки. Либо наличие ручья, озера. Количество домовладений - до 30, размер особняков - от 800 кв.м. и более, размер участка (придомовой территории) - от 50 соток.

B. Поселок высокой категории.

Месторасположение: до 25 км. от МКАД по Западному, Юго-Западному или Северо-Западному направлениям. Лесной участок (смешанный лес). Количество домовладений - до 200, размер особняков -от 450 кв.м., размер участка (придомовой территории) - от 20 соток.

C. Поселок бизнес-категории.

Месторасположение: до 40 км. от МКАД по любому направлению, кроме Восточного и Юго-Восточного. Участок - поле. Количество домовладений - до 400, размер особняков - от 250 кв.м., размер участка (придомовой территории) - от 10 соток.

D. Коттеджная застройка.

Стихийная коттеджная застройка в удаленных районах (далее 50 км. от МКАД), коттеджи в деревнях и поселках с отсутствующей инфраструктурой.

Исключение из настоящей классификации составляют элитарные, «исторические» населенные пункты, такие как, Барвиха, Жуковка, «писательские» и пр. поселки. Ценообразование на объекты, расположенные в этих местах, не поддается стандартной типологии.

[159]http://www.g2p.ru/publications/index.php?opn=25294&part=2

Приложение 2.1

Основные показатели фондов недвижимости[160]

Название фонда	УК	Статус	Мин. сумма	СЧА, руб.
Девелоперские фонды				
АЛЛТЕК – Первый фонд недвижимости	Аллтек	сформирован	1 000 000	427 905 060.00
ДЕМИДОFF - Коммерческая недвижимость	Маяк Эссет Менеджмент	сформирован	1 000 000	57 565 590.00
Нево - Инвест	Музей	сформирован	50 000	789 101 940.00
Ордынка – фонд недвижимости	СОЦИНВЕСТГАРАНТ	сформирован	2 000 000	252 544 190.00
Перспектива – Инвест*	Витус	сформирован	100 000	526 470 540.00
Эй Джи Капитал ИНТЕРРА***	Эй Джи Эссет Менеджмент	сформирован	100 000	6 054 852 150.14
Земельный				
АК БАРС - Земельный фонд	АК БАРС КАПИТАЛ	сформирован	3 000	2 109 300 940.00
Большой земельный	Церих	сформирован	1 000 000	26 761 330.00
Брик первый инвестиционный	КапиталЪ ПИФ	сформирован	н.д.	80 538 100.00
ВЕЛЕС Агроактив	Велес Менеджмент	сформирован	30 000	10 535 030.00
ВЕЛЕС Агроинвест	Велес Менеджмент	сформирован	100 000	33 351 490.00
ВЕЛЕС Подмосковье	Велес Менеджмент	сформирован	6 000 000	10 787 190.00
Земельные инвестиции	НИК Развитие	сформирован	1 000 000	26 991 558.23
Земельный фонд "Перспектива"*	Витус	сформирован	100 000	459 232 310.00
Земли Прикамья	Ермак	формирование не начато	н.д.	--

[160] По данным www.investfunds.ru

Название фонда	УК	Статус	Мин. сумма	СЧА, руб.
Коттеджный участок	Успешная управляющая компания Республики Татарстан	сформирован	250 000	9 557 320.00
Пермская земля	Брокеркредитсервис-Фонды недвижимости	формирование не начато	н.д.	--
Подмосковная земля	Астерком	формирование не начато	н.д.	4 936 100.00
РЕГИОН Земельный фонд	РЕГИОН Девелопмент	формирование не начато	н.д.	--
Солид - Земельный	СОЛИД Менеджмент	сформирован	100 000	435 737 850.00
Финам – Земельный*	Финам Менеджмент	сформирован	500 000	20 346 850.00
Рентный				
1-й петербургский фонд прямых инвестиций в недвижимость*	Свиньин и партнеры	сформирован	30 000	226 217 060.00
АльянсРосно - рентный	Альянс РОСНО Управление Активами	сформирован	1 400 000	1 395 377 430.00
Атлас-Первый*	Атлас Капитал	сформирован	500 000	49 021 004.99
Городской фонд недвижимости	СОЛИД Менеджмент	сформирован	1 000 000	277 804 210.00
ДЕМИДОFF– рентная недвижимость**	Маяк Эссет Менеджмент	сформирован	1 000 000	101 181 890.00
Коммерческая недвижимость*	Тройка Диалог	сформирован	5 800 000	2 397 987 870.00
Кронштадт	Русский Инвестиционный Дом	сформирован	1 400 000	882 616 860.00
Мозаик – Управление недвижимостью	Мозаик	сформирован	100 000	33 939 890.00
Недвижимость для бизнеса*	РИГрупп-управление активами	сформирован	1 000 000	348 839 380.00

Название фонда	УК	Статус	Мин. сумма	СЧА, руб.
Перспектива - рентная недвижимость	Перспектива	формирование не начато	н.д.	151 469 260.00
Ренессанс – Бизнес – Недвижимость	Ренессанс Капитал	сформирован	н.д.	1 296 012 390.00
Рентный бизнес	КапиталЪ ПИФ	сформирован	н.д.	389 019 326.81
Рентный Фонд Югра*	Стройинвестпроект	формирование не начато	н.д.	--
Солид Недвижимость	СОЛИД Менеджмент	сформирован	1 000 000	331 996 740.00
Стратегический фонд недвижимости	Астерком	сформирован	1 000 000	45 668 993.84
Фонд коммерческой недвижимости – Гарант-Инвест	Гарант-Инвест	сформирован	3 000 000	303 608 650.00
Югра Рентный Фонд*	РЕГИОН Девелопмент	сформирован	1 000 000	251 839 070.00
Строительный				
АВК - Петербургская недвижимость	АВК Дворцовая площадь	сформирован	100 000	7 134 310.00
АГАНА-Строительные проекты	АГАНА	идет формирование	н.д.	--
АК БАРС - Недвижимость	АК БАРС КАПИТАЛ	сформирован	300 000	184 928 480.00
Амонд-Строй	Аверс-Капитал	сформирован	н.д.	344 266 220.00
Аристей I	Сбережения и инвестиции	сформирован	300 000	141 365 120.00
Арсагера – жилищное строительство***	Арсагера	сформирован	н.д.	230 654 321.03
ВЕЛЕС Строй-Инвест	Велес Менеджмент	сформирован	н.д.	179 760 830.00
ВИТУС - Новостройка	Витус	формирование не начато	н.д.	--
ВИТУС – Фонд недвижимости	Витус	сформирован	1 000 000	208 038 800.00
Динамичный	Нордбрук	сформирован	1 000 000	568 352 950.00
Достойная старость	Мономах	сформирован	600 000	34 157 260.00

Название фонда	УК	Статус	Мин. сумма	СЧА, руб.
Жилая недвижимость*	Свиньин и партнеры	сформирован	н.д.	454 091 530.00
Жилая недвижимость	СибиряК	формирование не начато	н.д.	14 973 090.00
Жилищная программа*	КапиталЪ ПИФ	сформирован	н.д.	1 267 273 566.56
Загородная недвижимость	МЦКМ	сформирован	12 000 000	45 904 690.00
ИнвестКапитал – фонд недвижимости*	Инвестиционный Капитал	сформирован	50 000	32 941 440.00
Интеграл фонд второй	Интеграл	сформирован	10 000	48 788 570.00
Интеграл фонд первый	Интеграл	сформирован	10 000	127 193 530.00
Камская долина*	Витус	сформирован	100 000	138 161 890.00
Камские огни	Витус	сформирован	1 000 000	262 741 111.61
Капитал Инвест – фонд недвижимости первы	Капитал Инвест	сформирован	100 000	248 679 060.00
Квартирный ответ	СМ. Профит	сформирован	1 000 000	93 383 207.55
КИТ - Российская жилая недвижимость*	КИТ Финанс	сформирован	500 000 000	596 779 750.00
Конкордия-АВАНТАЖ*	Конкордия – эссет менеджмент	сформирован	100 000	376 647 740.00
Конти – Инвест	Центр программных инвестиций	сформирован	50 000	167 509 520.00
Краснопресненский	Реальные инвестиции	сформирован	н.д.	348 922 190.00
Либра – Домашний очаг	Либра Капитал	сформирован	1 000 000	57 014 180.00
Максвелл недвижимость	Максвелл Эссет Менеджмент	сформирован	300 000	37 307 779.40
Межрегиональный фонд недвижимости*	КИТ Финанс	сформирован	10 000 000	535 890 480.00
Мета капитал	Надежные Инвестиции Капитала	сформирован	н.д.	110 134 920.00

Название фонда	УК	Статус	Мин. сумма	СЧА, руб.
Монолит	ТРИНФИКО Пропети Менеджмент	сформирован	1 000 000	1 359 110 400.00
Московские квартиры	Астерком	сформирован	200 000	4 945 550.00
Национальный Фонд Недвижимости	Промсвязь	сформирован	9 455 000	40 733 760.00
Наш город	Старый город	сформирован	15 000 000	10 293 775 246.58
Новый Дом	УК Росбанка	сформирован	9 000 000	521 500 010.00
Новый капиталЪ	Объединенные инвестиционные фонды	сформирован	10 000	66 612 650.00
Новый Нижний	Серебряный век	сформирован	22 500 000	425 389 020.00
НФГ Фонд недвижимости Второй	НФГ Эссет Менеджмент	сформирован	10 000 000	198 101 740.00
НФГ Фонд недвижимости Первый	НФГ Эссет Менеджмент	сформирован	1 000 000	9 800 730.00
Окно в Европу	НИК Развитие	сформирован	2 500 000	2 544 390.00
ОСК	Альфа-Капитал	сформирован	10 000 000	301 334 120.00
Паевой фонд недвижимости	УНИВЕР Менеджмент	сформирован	300 000	267 004 520.00
Первый инвест. фонд недвижимости*	Конкордия – эссет менеджмент	сформирован	16 000 000	493 589 440.00
Первый национальный	Национальная управляющая компания	сформирован	н.д.	1 040 956 580.00
Первый семейный фонд	Наше будущее	сформирован	240 000 000	1 748 244 631.00
Первый Сибирский	Брокеркредитсервис	сформирован	1 000 000	84 370 350.00
Перспектива – Фонд жилой недвижимости	Перспектива	формирование не начато	н.д.	47 031 770.00
Попечитель	Трастовый Центр Орграф	сформирован	100 000	84 037 150.00

Название фонда	УК	Статус	Мин. сумма	СЧА, руб.
Предместье	Старый город	сформирован	100 000	110 383 531.20
Приват-Сквер*	Коллективные инвестиции	сформирован	100 000	157 775 470.00
Родэкс Недвижимость Первый	Конкордия – эссет менеджмент	сформирован	1 500 000	1 013 681 620.00
РФЦ - Риал Эстейт	РФЦ-Капитал	сформирован	10 000	122 488 610.00
РФЦ-Шуваловские высоты	РФЦ-Капитал	сформирован	1 000 000	338 089 330.00
Северный парк	Старый город	сформирован	6 000 000	1 636 868 141.54
Северо-западный фонд недвижимости	Северо-западная управляющая компания	сформирован	100 000	257 834 970.00
СКМ Капитал	КапиталЪ ПИФ	сформирован	10 000 000	269 969 098.31
СМ. Профит – Недвижимость	СМ. Профит	сформирован	2 000 000	330 617 940.00
Столичная недвижимость	Прогресс-Финанс	сформирован	200 000	158 334 320.00
Стратег-Недвижимость	Стратег	сформирован	3 000 000	95 555 401.41
Стратегия*	Ермак	сформирован	1 000 000	174 482 150.00
Строительные инвестиции*	Аккорд Эссет Менеджмент	сформирован	10 000 000	1 473 400 550.00
Строительный комплекс*	КапиталЪ ПИФ	сформирован	10 000 000	527 802 939.55
Стройкапитал	Грифон	формирование не начато	н.д.	--
Таганай - инвест	Брокеркредитсервис	сформирован	20 000	32 146 080.00
Терра	Ямал	сформирован	5 000 000	209 690 980.00
Тольятти-Инвест Недвижимость	Инвест-менеджмент	сформирован	3 000 000	62 240 540.00
Уральский	Созвездие	сформирован	1 000 000	216 302 270.00
Фаворит	Арсагера	сформирован	100 000	529 172 959.53
Финансовый партнер	КапиталЪ ПИФ	сформирован	10 000 000	1 099 769 860.00

Название фонда	УК	Статус	Мин. сумма	СЧА, руб.
Фонд Миракс Недвижимость Первый	Конкордия – эссет менеджмент	сформирован	50 000	1 019 633 300.00
Фонд недвижимости БКС	Брокеркредитсервис	сформирован	2 000 000	367 308 840.00
Фонд Федерация	Конкордия – эссет менеджмент	сформирован	50 000	2 092 674 450.00
Фундаментальный	Нордбрук	сформирован	н.д.	408 088 850.00
Центр Нового Строительства	Центральная Управляющая Компания	сформирован	300 000	9 655 800.00
Югра Недвижимость*	РЕГИОН Девелопмент	сформирован	1 000 000	2 596 971 580.00
Фонды, не вошедшие в предыдущие группы				
АК БАРС - Перспектива	АК БАРС КАПИТАЛ	формирование не начато	н.д.	--
АК БАРС – Столица	АК БАРС КАПИТАЛ	сформирован	н.д.	2 168 438 390.00
Альфа	Матрица	формирование не начато	н.д.	--
Атлант	ОЛМА-ФИНАНС	формирование не начато	н.д.	1 005 862 440.00
Атриум	ТРИНФИКО Пропети Менеджмент	сформирован	н.д.	118 290 920.00
Балтика	Лидер	сформирован	н.д.	306 572 231.64
Беловодье	Сбережения и инвестиции	сформирован	н.д.	30 256 480.00
ВЕКТРА - Актив недвижимость	Вектра	формирование не начато	н.д.	--
ВЕЛЕС Недвижимость 2	Велес Менеджмент	сформирован	н.д.	299 605 430.00
ВЕЛЕС Недвижимость	Велес Менеджмент	сформирован	3 000 000	591 333 740.00
Виктория	УНИВЕР Менеджмент	сформирован	100 000	319 282 070.00

Название фонда	УК	Статус	Мин. сумма	СЧА, руб.
Газпромбанк – Инвестиции в недвижимость	Газпромбанк — Управление активами	идет формирование	5 000 000	1 000 000 000.00
ГОРКИ-10	Сбережения и инвестиции	формирование не начато	н.д.	139 311 920.00
Дарьино	АР СИ ЭФ Кэпитал Траст	сформирован	2 020 000	331 572 280.00
Деловая недвижимость	Успешная управляющая компания Республики Татарстан	сформирован	300 000	476 214 390.00
Доступное жилье	Ричвуд Капитал	формирование не начато	н.д.	--
Европейский	Управляющая компания	сформирован	100 000	26 330 570.00
Ермолаевский	СОЦИНВЕСТГАРАНТ	сформирован	2 000 000	254 971 750.00
Жилая недвижимость	Свиньин и партнеры	сформирован	н.д.	454 091 530.00
Золотая миля	Инвестстрой	формирование не начато	н.д.	--
Ивановский	ИТБ Финанс	формирование не начато	н.д.	--
Инвестиции в недвижимость	Инвестстрой	формирование не начато	н.д.	--
Иткол - Недвижимость	ИТКОЛ - Управляющая компания	формирование не начато	н.д.	--
Капитал - Инвест	Музей	сформирован	100 000	29 817 280.00
Капитал Инвест - Проектный	Капитал Инвест	формирование не начато	н.д.	--

Название фонда	УК	Статус	Мин. сумма	СЧА, руб.
Квартиры Прикамья	Ермак	формирование не начато	н.д.	--
Клевер недвижимость	Клевер-Профит	формирование не начато	н.д.	--
Континенталь апартамент	Инвестиция	формирование не начато	н.д.	--
Космотерос	Новые инвестиционные технологии	идет формирование	100 000	25 000 000.00
Кубанский	Эй Джи Эссет Менеджмент	формирование не начато	26 000 000	--
Лазурные небеса	Элемтэ-Гарант	идет формирование	35 000	1 953 030.00
Лидер	СибиряК	формирование не начато	н.д.	9 948 260.00
Маяк - Недвижимость	Маяк Эстейт-Менеджмент	идет формирование	н.д.	--
Мегаполис Инновэйтив Проперти Девелопмент	Мегаполис Эссет Менеджмент	формирование не начато	н.д.	--
Мегаполис Рашшиан Риал Истейт	Мегаполис Эссет Менеджмент	формирование не начато	н.д.	--
Меридиан	Мэриден Кэпитал	идет формирование	10 000	49 999 610.00
Метрополь Олимп	Метрополь	сформирован	1 000 000 000	7 136 037 460.00
Недвижимость Сибир	СибиряК	формирование не начато	н.д.	9 929 480.00
Океан	Панорама	формирование не начато	н.д.	631 531 720.00
Орловский	Трансфингруп	формирование не начато	1 000 000	--

Название фонда	УК	Статус	Мин. сумма	СЧА, руб.
Открытое пространство	Конкордия – эссет менеджмент	формирование не начато	н.д.	--
Паевой фонд недвижимости	УНИВЕР Менеджмент	сформирован	300 000	267 004 520.00
Парк Победы	Успешная управляющая компания Республики Татарстан	формирование не начато	н.д.	60 930.00
Парк Сити	Стратегия инвестиций	формирование не начато	н.д.	--
Патриот	Матрица	формирование не начато	н.д.	--
Перспектива	Инвестстрой	формирование не начато	н.д.	--
Петербургская промышленная недвижимость	Объединенные инвестиционные фонды	сформирован	10 000	57 486 570.00
Прагматик	Прагма Капитал	идет формирование	10 000	59 936 670.00
РЕГИОНГАЗФИНАНС – Восьмой фонд недвижимости	РЕГИОНГАЗФИНАНС	сформирован	50 000	272 944 240.00
РЕГИОНГАЗФИНАНС – Второй фонд недвижимости	РЕГИОНГАЗФИНАНС	сформирован	50 000	396 018 676.55
РЕГИОНГАЗФИНАНС – Десятый фонд недвижимости	РЕГИОНГАЗФИНАНС	сформирован	н.д.	449 530 378.70
РЕГИОНГАЗФИНАНС – Пятый фонд недвижимости	РЕГИОНГАЗФИНАНС	сформирован	50 000	41 698 590.00
РЕГИОНГАЗФИНАНС – Седьмой фонд недвижимости	РЕГИОНГАЗФИНАНС	сформирован	50 000	58 296 010.00
РЕГИОНГАЗФИНАНС – Третий фонд недвижимости	РЕГИОНГАЗФИНАНС	сформирован	50 000	53 182 230.00

Название фонда	УК	Статус	Мин. сумма	СЧА, руб.
РЕГИОНГАЗФИНАНС – фонд недвижимости	РЕГИОНГАЗФИНАНС	сформирован	1 000 000	454 601 020.00
РЕГИОНГАЗФИНАНС – Четвертый фонд недвижимости	РЕГИОНГАЗФИНАНС	сформирован	50 000	24 724 030.00
РЕГИОНГАЗФИНАНС – Шестой фонд недвижимости	РЕГИОНГАЗФИНАНС	сформирован	50 000	39 792 890.00
Реконструкция и Развитие	Каравелла	сформирован	1 000 000	1 174 170 620.82
Ренессанс - Недвижимость	Ренессанс Капитал	сформирован	6 000 000	1 506 107 820.00
РИКо Фонд	Русская Инвестиционная Компания	формирование не начато	н.д.	992 076 400.00
РОСТ-Фонд	Панорама	формирование не начато	н.д.	41 610 430.00
Саввинские палаты	НРК-Капитал (Эссет Менеджмент)	формирование не начато	н.д.	--
Саратовский	ИТБ Финанс	сформирован	н.д.	328 649 190.00
Северная столица	Пан-Траст	сформирован	10 000 000	2 680 885 680.00
СибиряК – Академический капитал	СибиряК	формирование не начато	н.д.	28 569 855.78
СибТерра	Надежные Инвестиции Капитала	формирование не начато	н.д.	2 457 540.00
Согласие и Развитие	Премьер Эссет Менеджмент	формирование не начато	н.д.	--
Созидатель	СибиряК	сформирован	50 000	70 207 990.00
Солнечный круг	Золотое сечение	формирование не начато	н.д.	--

Название фонда	УК	Статус	Мин. сумма	СЧА, руб.
Стабильный капиталЪ	Объединенные инвестиционные фонды	формирование не начато	н.д.	--
Столица	Капитальные вложения	сформирован	20 000 000	1 587 845 178.69
Сувар - фонд недвижимости	Файнейшнл Партнерс	формирование не начато	н.д.	--
Территория Югра*	Стройинвестпроект	формирование не начато	н.д.	--
Трест Первый	Ермак	формирование не начато	н.д.	100 217 890.00
Уральский край	Инвестстрой	сформирован	5 000 000	105 506 600.00
Фонд недвижимости СибиряК	СибиряК	сформирован	500 000	29 666 450.00
ФРЕШ СТАЙЛ	Иван Калита	формирование не начато	н.д.	605 208 593.54
Черноземье	РОЭЛ Капитал	формирование не начато	н.д.	--
Южный	Церих	формирование не начато	н.д.	49 949 710.00

* паи фондов торгуются на ММВБ
** паи фондов торгуются на РТС
*** паи фондов торгуются на ММВБ и РТС

Приложение 2.2

Направления инвестирования ЗПФН

Инвестиционный фонд УК	Местонахождение УК	Направление инвестирования	Регион инвестирования	Вид фонда (вкладчики- ф/л)	Описание проекта
«КИТ — Российская жилая недвижимость[161]» УК «КИТ-Финанс»	Санкт-Петербург	Жилая недвижимость	Санкт- Петербург	Строительный (н/д)	Восемь жилых домов в разных районах города, общая площадь более 10 500 кв м
«Перспектива – Фонд жилой недвижимости[162]» УК «Перспектива»	Пермь	Жилая недвижимость	Пермь	Спекулятивный (14%)	2 дома
«Строительные инвестиции[163]» УК «Аккорд Эссет Менеджмент» (ФК «УралСиб»)	Москва	Жилая недвижимость	Краснодар, Москва, Уфа	Строительный (н/д)	1 дом в Краснодаре, 58 624 кв м; три жилых комплекс в Москве – 154 284 кв м и 500 тыс кв м и 106 тыс кв м; Уфа- 22 тыс кв м.
«Максвелл Недвижимость[164]» УК «Максвелл Эссет Менеджмент»	Москва	Жилая и коммерческая недвижимость	Москва и Московская область	Строительный (в том числе доходы от аренды и перепродаж) (н/д)	н/д
«Югра Недвижимость[165]» УК «Регион»	Москва	Жилая недвижимость	Ханты-Мансийский АО (Сургут, Нижневартовск, Пыть-ях)	Строительный (н/д)	129 000 кв м жилья, а также 1 500 офисных площадей в жилом доме

[161] http://www.cit-funds.ru/p/95/
[162] http://www.perspektiva.ru/investment/liverealty/
[163] http://asset.accordcard.ru/data/n_a_deal_12_11_2006.doc, http://zpif.uralsib.ru/realestate/projects/current.wbp
[164] http://www.maxwell.ru/unit-investment-trust/closed-unit-funds/maxwell-estate/capital-structure.aspx
[165] http://www.region.ru/AssetsManagement/Services/PIF/Immovable_mortage/_UgraImm_/

Инвестиционный фонд УК	Местонахождение УК	Направление инвестирования	Регион инвестирования	Вид фонда (вкладчики- ф/л)	Описание проекта
«ЮГРА Рентный Фонд[166]» УК «РЕГИОН Девелопмент»	Москва	Торговая недвижимость	Сургут	Рентный (н/д)	Торговый центра «Ярославна», 5 745 кв м
«Солид недвижимость[167]» УК «Солид Менеджмент»	Москва	Офисная недвижимость	Москва	Рентный (н/д)	Одно здание класса В 5 700 кв м
«Городской фонд недвижости[168]» УК «Солид Менеджмент»	Москва	Офисная недвижимость	Москва	Рентный (н/д)	Бизнес центр класса В
«Солид Земельный[169]» УК «Солид Менеджмент»	Москва	Земельный участок	Московская область, Раменский район	Строительный (н/д)	Раменский район
«Монолит[170]» УК «ТРИНФИКО Пропети Менеджмент»	Москва	Офисная недвижимость	Москва	Рентный (н/д)	Одно здание в центре города, около 5 700 кв м
«Атриум[171]» УК «ТРИНФИКО Пропети Менеджмент»	Москва	Офисная недвижимость	Москва	Рентный (н/д)	Здание примерно 15 000 кв м
«Арсагера[172]»	Санкт-	Жилая	Санкт- Петербург	Строительный	Квартиры в 12 жилых

[166] http://www.region.ru/AssetsManagement/Services/PIF/Immovable_mortage/Renta/
[167] http://www.solid-mn.ru/razdel/378.stm
[168] http://www.solid-mn.ru/razdel/372.stm
[169] http://www.solid-mn.ru/razdel/470.stm
[170] http://www.trinfico.ru/zpifn-monolit/
[171] http://www.trinfico.ru/zpifn-atrium/
[172] http://www.arsagera.ru/pages/id/13

Инвестиционный фонд УК	Местонахождение УК	Направление инвестирования	Регион инвестирования	Вид фонда (вкладчики- ф/л)	Описание проекта
УК «Арсагера»	Петербург	недвижимость		(н/д)	комплексах, общая площадь 2 530 кв м
«Фаворит[173]» «УК Арсагера»	Санкт-Петербург	Жилая недвижимость	Санкт- Петербург	Строительный (н/д)	Недвижимость в семи жилых комплексах, (не розничный фонд)
«Коммерческая недвижимость[174]» УК «Тройка Диалог»	Москва	Торговая недвижимость, общественное питание, земельные участки	Москва, Екатеринбург, Самара, Уфа, Казань	Рентный (н/д)	Четыре ресторана "Тинькофф" (в Москве, Екатеринбурге, Самаре и Уфе), аптека "36,6" (в Москве), торговый центр "Модная семья" и "Караван" (в Казани), а также три земельных участка
«Эй Джи Капитал Интерра[175]» УК «Эй Джи Эссет Менеджмент»	Москва	Земельные участки под проектом	Московская область (Рублево-Успенсоке, Киевское шоссе)	Строительный; прямые инвестиции (н/д)	Рублево-Успенское – 24 км – 58 га Киевское шоссе 20 км – два участка площадью 40 га, 73.5% - ООО «Биострой»; Киевское шоссе, 2.5 км – 3 участка 55.7 га
«Наш город[176]» УК «Старый город»	Москва	Жилая и коммерческая недвижимость	Москва и Московская область	Строительный (в т ч сдача в аренду) (н/д)	Восемь жилых домов в Москве, общая площадь квартир около 192 000 кв м; небольшие нежилые помещения в домах
«Северный парк[177]» УК «Старый город»	Москва	Жилая	Москва	Строительный (н/д)	Многофункциональный жилой комплекс «Северный парк», общая площадь квартир 72 100 кв м

[173] http://www.arsagera.ru/pages/id/31
[174] http://www.am.troika.ru/rus/Mutual_Funds/Mutual_Funds/ZPIF_KN/index.wbp
[175] http://www.agamit.ru/
[176] http://www.stgorod.ru/p_concept.htm
[177] http://www.stgorod.ru/p_concept_SP.htm

Инвестиционный фонд УК	Местонахождение УК	Направление инвестирования	Регион инвестирования	Вид фонда (вкладчики- ф/л)	Описание проекта
«Предместье[178]» УК «Старый город»	Москва	Жилая	Москва	Строительный (н/д)	Жилой дом «Коперник», общая площадь квартир 21 800 кв м
«Беловодье[179]» УК «Сбережения и инвестиции»	Москва	Загородная недвижимость	Ростовская область	Строительный (н/д)	13 домов, суммарная площадь 2 500 кв м
«Кронштадт[180]» УК «Русский инвестиционный дом»	Москва	Офисная, жилая, складская недвижимость	Москва и Московская область	н/д (н/д)	Готовое офисное здание класса А (32%); 3, 4 проекта в Москве и Московской области (58%)
«РФЦ Фонд Недвижимости[181]» УК «РФЦ Капитал»	Магнито-горск	Жилая недвижимость	Челябинск	Строительный (0%)	Два дома в разных районах города, 1 900 кв м и 1 750 кв м
«РФЦ Шуваловские высоты[182]» УК «РФЦ Капитал»	Магнито-горск	Офисная, жилая недвижимость	Екатеринбург	Строительный (0%)	10 360 кв м (офисы) 143 500 кв м (жилье)
«ИнвестКапитал – фонд недвижимости[183]» УК «Инвест Капитал»	Москва	Коммерческая и жилая недвижимость	Уфа	Рентный (25%)	н/д
«Таганай-инвест[184]» УК «БКС»	Новоси-бирск	Офисная и жилая недвижимость	Челябинск, Новосибирск	Строительный (н/д)	Офисный центр (Челябинск) – 3 100 кв м; Жилой комплекс (Новосибиорск) – 10 300 кв м
«Первый	Новоси-	Жилая	Краснообск под	Строительный	12 домов, общая площадь

[178] http://www.stgorod.ru/Predmestye/p_concept_P.htm
[179] http://www.sberinvest.ru/founds/belovodye.html?id=34
[180] http://www.ridom.ru/?ID=463061
[181] http://www.uknpf.ru/ZPIF/develop/
[182] http://www.uknpf.ru/PIFSHV/develop/
[183] http://www.invcapital.ru/pifrealty/about.htm
[184] http://www.bcs.ru/am/pif/ztaganay.asp

Инвестиционный фонд УК	Местонахождение УК	Направление инвестирования	Регион инвестирования	Вид фонда (вкладчики- ф/л)	Описание проекта
сибирский[185]» УК «БКС»	бирск	недвижимость	Новосибирском	(н/д)	200 000 кв м
«Достойная старость[186]» УК «Мономах»	Москва	Коммерческая недвижимость (медицинские центры итп)	н/д	Прямые инвестиции (26%)	Негосударственный сектор социально обслуживания
«Аллтек- первый фонд недвижимости[187]» УК «Аллтек»	Москва	Загородная недвижимость	Московская область (Киевское шоссе)	Строительный (н/д)	Элитный коттеджный поселок «Графские пруды». Киевское шоссе - 20 км Общая площадь 52 гектара.
«Альянс РОСНО— Рентный[188]» УК «Альянс РОСНО Управление Активами»	Москва	Офисная недвижимость	Москва, Московская область	Рентный (1,3%)	н/д
«Саратовский[189]» УК «ИТБ Финанс».	Москва	Торговая недвижимость	Саратов	Рентный (н/д)	Торговый комплекс «ВАШ ДОМ» (офисные -1 900 кв м, складские, торговые помещения – 10 200 кв м)
«Приват-сквер[190]» УК «Коллективные инвестиции»	Москва	Жилая недвижимость	Москва	Строительный (н/д)	Жилой комплекс «Приват Сквер»
«Окно в Европу[191]» УК «НИК Развитие»	Москва	Торгово-офисный комплекс	Санкт-Петербург	Строительный (н/д)	н/д

[185] http://www.bcs.ru/am/pif/zps.asp
[186] http://www.monomah.ru/scdp/page?als=1806786
[187] http://aifm.ru/area_gp/
[188] http://www.allianzrosno.ru/services/private/funds/rent/
[189] http://www.itbfin.ru/products/saratov/
[190] http://www.etrustfunds.ru/perspecsroy
[191] http://www.funds-management.ru/index.php?cf=page&p=2.9

Инвестиционный фонд УК	Местонахождение УК	Направление инвестирования	Регион инвестирования	Вид фонда (вкладчики- ф/л)	Описание проекта
«ДЕМИДОFF-КОММЕРЧЕСКАЯ НЕДВИЖИМОСТЬ[192]» УК «Маяк эссет менеджмент»	Екатерин-бург	Торгово-развлекатель-ный центр	Нижняя Тура (Свердловская область	Строительный (н/д)	н/д
«Северная столица[193]» УК «Пан Траст»	Санкт-Петербург	Офисный центр	Санкт- Петербург	Рентный (н/д)	Бизнес-центр «Северная столица», 10 000 кв м
«Перспектива Инвест[194]» УК «Витус»	Пермь	Офисная недвижимость, развлекательно-досуговый центр	Пермь	Строительный (н/д)	Бизнес-центр «Славяновский»; Развлекательно-досуговый центр «Болид»
«Камская долина[195]» УК «Витус»	Пермь	Жилая недвижимость	Пермь	Строительный (н/д)	н/д
«Земельный фонд Перспектива[196]» УК «Витус»	Пермь	Земельные участки	Пермский край	Спекулятивный (н/д)	Земельные участки, расположенные в п. Полазна, п. Усть-Качка, п. Протасы, г. Добрянка.
«Московские квартиры[197]» УК «Астерком»	Москва	Жилая недвижимость	Москва	Рентный, спекулятивный (н/д)	Восемь проектов как на этапе строительства, также вторичный рынок.
«Подмосковная земля[198]» УК «Астерком»	Москва	Земельные участки	Московская область	Спекулятивный (н/д)	Восемь участков (Дмитровское, Ленинградское, Пятницкое, Новорижское шоссе)

[192] http://www.mayak-asset.ru/info_fond.php?n=f2din&fd=2
[193] http://www.pantrust.ru/news/2/2005/3/
[194] http://www.vitus.ru/control_company/zpif_persp/geninfopi/
[195] http://www.vitus.ru/control_company/zpif_kamdolina/geninfokd/
[196] http://www.vitus.ru/control_company/zpif_zf/geninfozem/
[197] http://www.astercom.ru/fund.asp?lng=0&rbr=58&fnd=8
[198] http://www.astercom.ru/fund.asp?lng=0&rbr=60&fnd=9

Инвестиционный фонд УК	Местонахождение УК	Направление инвестирования	Регион инвестирования	Вид фонда (вкладчики- ф/л)	Описание проекта
«Стратегический фонд недвижимости[199]» УК «Астерком»	Москва	Офисная недвижимость	Москва	Рентный (н/д)	Офисное помещение 198.7 кв м в ЦАО Москвы
«Земельный фонд[200]» УК «АК Барс Капитал»	Казань	Земельные участки	н/д	Спекулятивный (н/д)	н/д
«Рентная недвижимость[201]» УК «Перспектива»	Пермь	Офисная недвижимость	Пермь	Рентный (н/д)	«Покровский пассаж», 2 290 кв м
«Паевой фонд недвижимости[202]» УК «Универ»	Москва	Жилая недвижимость	Москва, Московская область	Строительный (н/д)	6 квартир в Москве в одном доме, общая площадь 716 кв м; 3 квартиры в таунхаусе, Ленинский район, Московская область, 881 кв м
«Интеграл – фонд второй[203]» УК «Интеграл»	Тверь	Жилая недвижимость	Тверь	Строительный (н/д)	Б-р Радищева – 560 кв м нежилых помещений в жилом доме, ул С Перовской – 10 квартир – 790 кв м, нежилые помещения 40 кв м
«Фонд Миракс Недвижимость Первый[204]» УК «КОНКОРДИЯ-эссет менеджмент»	Москва	Жилая недвижимость	Москва	Строительный (н/д)	Жилой комплекс «Кутузовская Ривьера»

[199] http://www.astercom.ru/fund.asp?lng=0&rbr=45&fnd=6
[200] http://akbars-capital.ru/funds/land
[201] http://www.perspektiva.ru/investment/rentrealty/
[202] http://www.uver.ru/?cn=410
[203] http://www.ukintegral.ru/Developers2.htm
[204] http://www.concordya.ru/index.php?prevID=5&partID=213

Инвестиционный фонд УК	Местонахождение УК	Направление инвестирования	Регион инвестирования	Вид фонда (вкладчики- ф/л)	Описание проекта
«Фонд федерация[205]» УК «КОНКОРДИЯ-эссет менеджмент»	Москва	Офисная недвижимость	Москва	Строительный (н/д)	Башня «Федерация» Москва-Сити
«Мета-капитал[206]» УК «Ника»	Ново-сибирск	Нежилые помещения на первых этажах жилых домов	Новосибирск	Строительный (н/д)	Два проекта
«Родэкс Недвижимость Первый[207]» УК «КОНКОРДИЯ-эссет менеджмент»	Москва	Земельные участки	Московская область	Строительный (н/д)	Коттеджный поселок «Маяк»
«Виктория[208]» УК «Универ»	Москва	Торговая недвижимость, офисная недвижимость	Якутск, Москва	Рентный (н/д)	Магазин 620 кв м (Якутск); офисное здание 1 700 кв м (Москва)
«Либра - домашний очаг[209]» УК «Либра Капитал»	Москва	Жилая недвижимость	Липецк	Строительный (0%)	Четыре жилых комплекса, общая площадь 19 800 кв м
«Жилая недвижимость[210]» УК «Свиньин и партнеры»	Санкт-Петербург	Жилая недвижимость	Санкт- Петербург	Строительный (н/д)	100 квартир в семи жилых комплексах

[205] http://www.concordya.ru/index.php?prevID=5&partID=281
[206] http://uk-nika.ru/modules.php?name=News&file=article&sid=13
[207] http://www.concordya.ru/index.php?prevID=5&partID=293
[208] http://www.uver.ru/?cn=409
[209] http://www.libracapital.ru/RealtyFund.htm
[210] http://www.svinin.com/funds/gilaja/character

Инвестиционный фонд УК	Местонахождение УК	Направление инвестирования	Регион инвестирования	Вид фонда (вкладчики- ф/л)	Описание проекта
«Недвижимость для бизнеса[211]» УК «РИГрупп»	Москва	Офисная недвижимость	Московская область	Строительный (0%)	Два бизес-центра: Серпухов – 9 560 кв м; Клин
«Авантаж[212]» УК «Конкордия эссет менеджмент»	Москва	Офисная, жилая недвижимость	Москва, Московская область	Строительный (н/д)	Комплекс Федерация, жилой комплекс в г Балашиха, дачный поселок «Славенка»- 63 км
«Европейский[213]» УК «Управляющая компания»	Екатерин-бург	Торговая недвижимость	Екатеринбург	н/д (н/д)	Помещения в составе торгового центра
«Атлас-Первый[214]» УК «Атлас Капитал»	Москва	Промышленная недвижимость	Новомосковск, Тульская область	Рентный (н/д)	Предприятие сдается в аренду компании принадлежащей фонду
«АВК – Петербургская недвижимость[215]» УК «Дворцовая площадь»	Санкт-Петербург	Жилая недвижимость	Санкт – Петербург и Ленинградская область	Спекулятивный (н/д)	На данный момент все средства находятся на депозитах
«Аристей I[216]» УК «Сбережения и инвестиции»	Москва	Жилая недвижимость	Московская область, Волгоград	Строительный (н/д)	Московская область - 43 980 кв м; Волгоград – 204 квартиры (39-116кв м)
«Первый петербургский фонд прямых инвестиций в недвижимость[217]»	Санкт - Петербург	Коммерческая недвижимость	Санкт- Петербург	Прямые инвестиции (н/д)	ЗАО «ППФ Недвижимость»

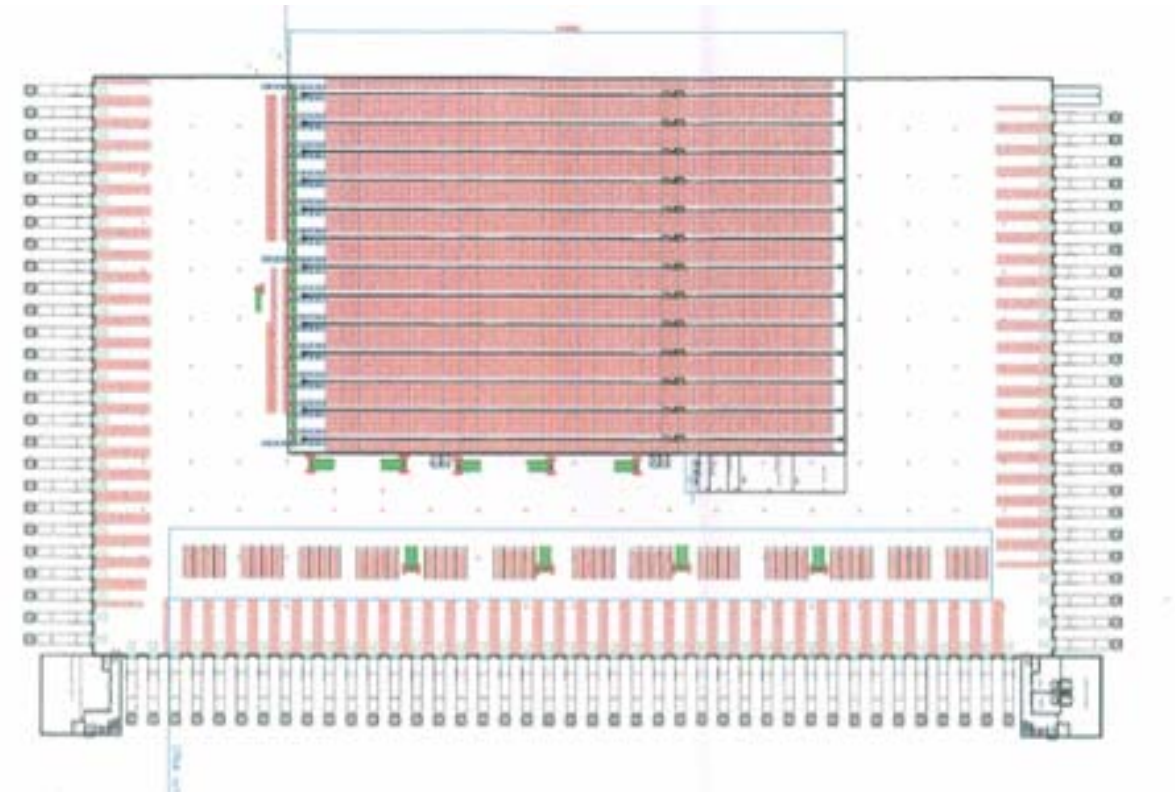
[211] http://www.rigroup.com/FILES/sved_imush_nedvig_biz.doc
[212] http://www.concordya.ru/index.php?prevID=210&partID=210&pageID=124
[213] http://www.azkapital.ru/zpif/?page=objecti
[214] http://www.atlas-capital.ru/uslugi/28.html
[215] http://www.fund.avk.ru/fund.nsf/v1/restate
[216] http://www.sberinvest.ru/founds/aristeyI.html?id=45
[217] http://www.svinin.com/funds/fond1/rules/

Инвестиционный фонд УК	Местонахождение УК	Направление инвестирования	Регион инвестирования	Вид фонда (вкладчики- ф/л)	Описание проекта
«Горки 10[218]» УК «Сбережения и инвестиции»	Москва	Жилая недвижимость	Московская область	Строительный (н/д)	Общая площадь 43 500 кв м

[218] http://www.sberinvest.ru/founds/Gorky.html?id=43

Приложение 3.1

Поэтажный план высотного склада: план первого этажа[219]



[219] Информация, предоставленная Заказчиком

Приложение 3.2

Характеристики проекта[220]

Характеристика проекта	Показатели
Высотный склад	
Общая площадь, кв м	197,169.0
Высота, м	38.0
Паллет, шт	377,105.0
Офисный комплекс, фаза 1	
Общая площадь, кв м	130,000.0
Парковка, кв м	55,000.0
Парковка, мест	1,833.0
Офисный комплекс, фаза 2	
Общая площадь, кв м	75,000.0
Парковка, кв м	43,000.0
Подземная парковка, мест	1,433.0
Склад, фаза 1	
Общая площадь, кв м	36,960.0
Высота, м	12-15
Склад, фаза 2	
Общая площадь, кв м	36,960.0
Высота, м	12-15
Авто магазин	
Общая площадь, кв м	215,000.0
Вкл. Парковочная зона	64,500.0
Коммуникации	Подведены к границам участка

[220] Информация по площадям взята из предварительной концепции проекта.

Приложение 3.3

Арендуемые площади зданий

Здание	**Общая площадь**	**Общая арендуемая площадь**
Офисный комплекс №1	130,000.0	117,000.0
Офисный комплекс №2	75,000.0	67,500.0
Парковочная зона	130,000.0	3,266.0 м/м
Авто магазин	215,000.0	112,875.0
Парковочная зона	64,500.0	-
Склад фаза 1	36,960.0	36,960.0
Складские помещения	31,152.0	31,152.0
Офисные помещения	1,848.0	1,848.0
Мезонин	3,960.0	3,960.0
Склад фаза 2	36,960.0	36,960.0
Складские помещения	31,152.0	31,152.0
Офисные помещения	1,848.0	1,848.0
Мезонин	3,960.0	3,960.0

Приложение 3.4

Сопоставимые объекты (складские комплексы)[221]

Складской комплекс	Расстояние до МКАДа, км	Арендные ставки, $ за м^2 в год без учета НДС и операционных расходов	Направление	Размер м^2		Высота, м	Максимальная нагрузка на пол, тонн на кв м	Дата завершения строительства
				Склады	Офисы			
One&Only, Алтуфьево	0,7	130	Алтуфьевское	64,000	6400+13824	12	5	II-IV 2007
Склад класса А, Домодедово	11	120	М-4	320,000	30,000	12		II 2007
Склад класса А, Варшавское	11	135	Варшавское	8,450		12		I 2006
Траст Терминал Луткарино	12	117	Новорязанское	46,000	5,000	12	7	фаза 2 - I-II 2007
MLP Ленинградский Терминал	13	125	Ленинградское	200,000	12,340	12		III 2006 - II 2007
Спрингс Парк, Новорязанское	15	120	Новорязанское	15,000		12	5	II 2007
MLP Подольск	17	125	Варшавское	165,000	15,000	12	5	I-II 2007
Крекшино	24	110-130	Киевское	119,224	5-6%	12	6	

[221] Исследования Jones Lang LaSalle

Приложение 3.5

Обзор арендных ставок по офисным центрам

Бизнес-центр	Адрес	Класс	Расстояние до МКАДа, км	Дата завершения строи-тельства	Инфраструктура	Арендные ставки, $ за м^2 в год без учета НДС и операционных расходов	Общая площадь, м^2	Арендуемая площадь, м^2	Парковочный коэффициент	Аренда парковочного места, в месяц	Операцион-ные расходы на м^2
Химки Бизнес Парк, Фаза I, Фазае II	Ленин-градское шоссе	B	4	Кв 3 2007	Столовая, спорт клуб, автозаправочная станция с авто мойкой	Минимальная ставка: $400 Максимальная ставка: $450	130,000	19,437	1/40	$75-наземная	$75
Рига Лэнд Фаза I	Ново-рижское шоссе	B	6	Кв 1 2008	Качественная	Минимальная ставка: $300 Максимальная ставка: $400	57,485	46,395	1/40	$70 - наземная $150 - подземная	$90 + коммунальные платежи
Кантри Парк	Панфи-лова, 19	B	<1	Кв 3 2007	Столовая, бар, ресторан, авто сервис, авто мойка, банк, банкомат, туристическое агентство, салон красоты, причал для яхт	Средняя ставка: $525	18,000	15,000	1/50	n/a	$134
Вестерн Гейт Фаза I Здания	Бело-вежская, 21-22	A	<1	Кв 1 2009	Нет данных	Средняя ставка: $480	61,795	17,348	1/60	$150 - наземная $200 - подземная	$90

Бизнес-центр	Адрес	Класс	Расстояние до МКАДа, км	Дата завершения строи-тельства	Инфраструктура	Арендные ставки, $ за м^2 в год без учета НДС и операционных расходов	Общая площадь, м^2	Арендуемая площадь, м^2	Парковочный коэффициент	Аренда парковочного места, в месяц	Операцион-ные расходы на м^2
Building A, B, C, Фаза II											
Гринвуд Бизнес Парк, фаза I, II	МКАД, 71	B	<1	Кв 3 2007	Банк, туристическое агентство, магазин, конференц-зал, столовая	Минимальная ставка: $350 Максимальная ставка: $400	130,000	70,000	1/40	$80 - наземная	$95

Приложение 3.6

Расчет рыночной стоимости

Таблица 1 Определение валового потенциального дохода

Здание	Общая арендуемая площадь, кв м	Средняя арендная ставка, $/кв. м в год (без НДС)	Годовой доход, $
Офисный комплекс, фаза I	117,000	350	40,950,000
Офисный комплекс, фаза II	67,500	350	23,625,000
Складской комплекс, фаза I			
Склад	31,152	120	
Офисы	1,848	250	
Мезонин	3,960	80	
	36,960	122	4,517,040
Складской комплекс, фаза II			
Склад	31,152	120	
Офисы	1,848	250	
Мезонин	3,960	80	
	36,960	122	4,517,040
Авто магазин			
	112,875	200	22,575,000
Парковка для офисного комплекса, фаза I			
Парковочных мест	1,833	1,200	2,199,600
Парковка для офисного комплекса, фаза II			
Парковочных мест	1,433	1,200	1,719,600
Высотный склад			
Склад	42,000	120	5,040,000
Мезонин(склад)	139,782	120	16,773,840
Офисы	15,387	250	3,846,750
Итого, Валовой Потенциальный Доход, $			**125,763,870**

Таблица 2 Расчет действительного валового дохода

Чистый Операционный Доход	**19.03. 2007**	**19.09. 2007**	**19.03. 2008**	**19.09. 2008**	**Итого**
Офисный комплекс, фаза II					
Валовой Потенциальный Доход, тыс $	21,575	21,575	21,575	21,575	86,299
Уровень загрузки, %	80%	85%	90%	90%	
= Действительный Валовой Доход, тыс $	**17,260**	**18,339**	**19,417**	**19,417**	74,433
Офисный комплекс, фаза I					
Валовой Потенциальный Доход, тыс $	12,672	12,672	12,672	12,672	50,689
Уровень загрузки, %	80%	85%	90%	90%	
= Действительный Валовой Доход, тыс $	**10,138**	**10,771**	**11,405**	**11,405**	43,719
Складской комплекс, фаза I					
Валовой Потенциальный Доход, тыс $	2,259	2,259	2,259	2,259	9,034
Уровень загрузки, %	90%	95%	95%	95%	
= Действительный Валовой Доход, тыс $	**2,033**	**2,146**	**2,146**	**2,146**	8,469
Складской комплекс, фаза II					
Валовой Потенциальный Доход, тыс $	2,259	2,259	2,259	2,259	9,034
Уровень загрузки, %	90%	95%	95%	95%	
= Действительный Валовой Доход, тыс $	**2,033**	**2,146**	**2,146**	**2,146**	8,469
Авто магазин					
Валовой Потенциальный Доход, тыс $	11,288	11,288	11,288	11,288	45,150
Уровень загрузки, %	60%	70%	80%	80%	
= Действительный Валовой Доход, тыс $	**6,773**	**7,901**	**9,030**	**9,030**	32,734
Высотный склад					
Валовой Потенциальный Доход, тыс $	12,830	12,830	12,830	12,830	51,321
Уровень загрузки, %	80%	85%	95%	95%	
= Действительный Валовой Доход, тыс $	**10,264**	**10,906**	**12,189**	**12,189**	45,548
= Действительный Валовой Доход, тыс $	**48,500**	**52,208**	**56,332**	**56,332**	213,373

Таблица 3 Расчет брокерской комиссии за аренду и расходов на юридическое сопровождение

Показатель	*%*	**19.03. 2007**	**19.09. 2007**	**19.03. 2008**	**19.09. 2008**	**Итого**
Брокерская комиссия за аренду, тыс $		**7,760**	**593**	**660**	**-**	9,013
Офисы, фазы I&II	*8.0*	4,384	274	274	0	4,932
Склады, фазы I&II	*8.0*	650	36	0	0	687
Авто магазин	*8.0*	1,084	181	181	0	1,445
Высотный склад	*8.0*	1,642	103	205	0	1,950
Расходы на юридическое сопровождение, тыс $		**1,940**	**148**	**165**	**-**	2,253
Офисы, фазы I&II	*2.0*	1,096	68	68	0	1,233
Склады, фазы I&II		163	9	0	0	172
Авто магазин		271	45	45	0	361
Высотный склад		411	26	51	0	488

Таблица 4 Расчет операционных расходов

Показатель		19.03. 2007	19.09. 2007	19.03. 2008	19.09. 2008	Итого
Офисный комплекс, фазы I&II						
Ремонтные работы и содержание помещений, тыс $	*1,0%*	274	291	308	308	1 181,52
Прочие расходы, тыс $	*48*	24	24	24	24	96
=Итого:		**298**	**315**	**332**	**332**	1 278
Складской комплекс, фазы I&II						
Ремонтные работы и содержание помещений, тыс $	*1,0%*	41	43	43	43	169,39
Прочие расходы, тыс $	*24*	12	12	12	12	48
=Итого:		**53**	**55**	**55**	**55**	217
Авто магазин						
Ремонтные работы и содержание помещений, тыс $	*1,0%*	68	79	90	90	327,34
Прочие расходы, тыс $	*48*	24	24	24	24	96
=Итого:		**92**	**103**	**114**	**114**	423
Высотный склад						
Ремонтные работы и содержание помещений, тыс $	*2,0%*	205	218	244	244	910,95
Прочие расходы, тыс $	*24*	12	12	12	12	48
=Итого:		**217**	**230**	**256**	**256**	959

Таблица 5 Расчет реверсии

Показатель	Формула	Офисный комплекс, фаза I&II	Складской комплекс, фаза I&II	Авто магазин	Высотный склад
Потенциальный валовой доход, тыс $/год (PGI)		**68 494**	9 034	22 575	25 661
Потери, тыс $/год (L)		6 849	452	4 515	1 283
Действительный валовой доход, тыс $/год (EGI)	**PGI-L**	**61 645**	8 582	18 060	24 378
Операционные расходы, тыс $/год (OpEx)		664	110	229	512
-текущий ремонт, тыс $/год		616	86	181	488
- прочие расходы, тыс $/год		48	24	48	24
Чистый операционный доход, тыс $/год (NOI)	**EGI-OpEx**	**60 980**	8 473	17 831	23 866
Ставка капитализации (на дату продажи), % (Y)		9,0%	10,0%	10,0%	11,0%
Реверсия, тыс $	**NOI/Y**	**677 559**	84 726	169 823	216 964

Таблица 6 Расчет рыночной стоимости

Показатель	**19.03. 2007**	**19.09. 2007**	**19.03. 2008**	**19.09. 2008**	**Итого**
Действительный Валовой Доход, тыс $	48 500	52 208	56 332	56 332	213 373
Доход от продажи, тыс $				1 149 071	1 149 071
= Итого приток	**48 500**	**52 208**	**56 332**	**1 205 404**	1 362 444
Операционные расходы тыс $	660	703	757	757	2 877
Брокерская комиссия за аренду, тыс $	7 760	593	660	0	9 013
Расходы на юридическое сопровождение, тыс $	1 940	148	165	0	2 253
= Итого отток	**10 360**	**1 445**	**1 582**	**757**	14 144
Итого приток, тыс $	38 140	50 763	54 750	1 204 646	1 348 300
= Итого приток, тыс $	**38 140**	**50 763**	**54 750**	**1 204 646**	1 348 300
= То же, с нарастающим итогом	38 140	88 904	143 654	1 348 300	
Ставка дисконтирования	12,00 %	12,00 %	12,00 %	12,00 %	
Коэффициент дисконтирования	0,9434	0,8900	0,8396	0,8396	
= Текущая стоимость чистых потоков	**35 981**	**45 179**	**45 969**	**1 011 444**	1 138 574
То же, с нарастающим итогом	35 981	81 161	127 130	1 138 574	
Рыночная стоимость, тыс $	**1 138 600**				

Приложение 3.7

Анализ эффективности проекта

Таблица 1 Расчет чистого операционного дохода

Чистый Операционный Доход		**19.03. 2007**	**19.09. 2007**	**19.03. 2008**	**19.09. 2008**	**19.03. 2009**	**19.09. 2009**	**19.03. 2010**	**19.09. 2010**	**19.03. 2011**	**19.09. 2011**	**Итого**
Офисный комплекс, фаза I												
Валовой Потенциальный Доход, тыс $		-	-	-	-	-	21,575	21,575	21,575	21,575	21,575	107,874
Уровень загрузки, %							80%	85%	90%	90%	90%	
= Действительный Валовой Доход, тыс $		**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**17,260**	**18,339**	**19,417**	**19,417**	**19,417**	93,850
Офисный комплекс, фаза II												
Валовой Потенциальный Доход, тыс $		-	-	-	-	12,672	12,672	12,672	12,672	12,672	12,672	76,034
Уровень загрузки, %						80%	85%	90%	90%	90%	90%	
= Действительный Валовой Доход, тыс $		**-**	**-**	**-**	**-**	**10,138**	**10,771**	**11,405**	**11,405**	**11,405**	**11,405**	66,530
Складской комплекс, фаза I												
Валовой Потенциальный Доход, тыс $		-	-	-	-	2,259	2,259	2,259	2,259	2,259	2,259	13,551
Уровень загрузки, %						90%	95%	95%	95%	95%	95%	
= Действительный Валовой Доход, тыс $		**-**	**-**	**-**	**-**	**2,033**	**2,146**	**2,146**	**2,146**	**2,146**	**2,146**	12,761
Складской комплекс, фаза II												
Валовой Потенциальный Доход, тыс $		-	-	-	-	2,259	2,259	2,259	2,259	2,259	2,259	13,551
Уровень загрузки, %						90%	95%	95%	95%	95%	95%	
= Действительный Валовой Доход, тыс $		**-**	**-**	**-**	**-**	**2,033**	**2,146**	**2,146**	**2,146**	**2,146**	**2,146**	12,761
Авто магазин												

Чистый Операционный Доход		**19.03. 2007**	**19.09. 2007**	**19.03. 2008**	**19.09. 2008**	**19.03. 2009**	**19.09. 2009**	**19.03. 2010**	**19.09. 2010**	**19.03. 2011**	**19.09. 2011**	**Итого**
Валовой Потенциальный Доход, тыс $		-	-	-	-	-	-	11,288	11,288	11,288	11,288	45,150
Уровень загрузки, %								60%	70%	80%	80%	
= Действительный Валовой Доход, тыс $		**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**6,773**	**7,901**	**9,030**	**9,030**	32,734
Высотный склад												
Валовой Потенциальный Доход, тыс $		-	-	-	-	-	12,830	12,830	12,830	12,830	12,830	64,151
Уровень загрузки, %							80%	85%	95%	95%	95%	
= Действительный Валовой Доход, тыс $		**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**10,264**	**10,906**	**12,189**	**12,189**	**12,189**	57,736
= Действительный Валовой Доход, тыс $		**-**	**-**	**-**	**-**	**14,203**	**42,587**	**51,713**	**55,204**	**56,332**	**56,332**	276,371
Реверсия, тыс $									**306,657**	**591,010**	**159,370**	1,057,037

Таблица 2 Расчет брокерской комиссии за аренду и расходов на юридическое сопровождение

Брокерская комиссия за аренду, тыс $		**-**	**-**	**-**	**-**	**2,273**	**4,541**	**1,460**	**558**	**181**	**-**	9,013
Офисный комплекс, фаза I	*8.0%*	0	0	0	0	0	2,762	173	173	0	0	3,107
Офисный комплекс, фаза II	*8.0%*	0	0	0	0	1,622	101	101	0	0	0	1,825
Складской комплекс, фаза I	*8.0%*	0	0	0	0	325	18	0	0	0	0	343
Складской комплекс, фаза II	*8.0%*	0	0	0	0	325	18	0	0	0	0	343
Авто магазин	*8.0%*	0	0	0	0	0	0	1,084	181	181	0	1,445
Высотный склад	*8.0%*	0	0	0	0	0	1,642	103	205	0	0	1,950
Расходы на юридическое сопровождение, тыс $		**-**	**-**	**-**	**-**	**568**	**1,135**	**365**	**140**	**45**	**-**	2,253
Офисный комплекс, фаза I	*2.0%*	0	0	0	0	0	690	43	43	0	0	777
Офисный комплекс, фаза II		0	0	0	0	406	25	25	0	0	0	456
Складской комплекс, фаза I		0	0	0	0	81	5	0	0	0	0	86
Складской комплекс, фаза II		0	0	0	0	81	5	0	0	0	0	86
Авто магазин		0	0	0	0	0	0	271	45	45	0	361
Высотный склад		0	0	0	0	0	411	26	51	0	0	488

Таблица 3 Расчет операционных расходов

ОПЕРАЦИОННЫЕ РАСХОДЫ		**19.03. 2007**	**19.09. 2007**	**19.03. 2008**	**19.09. 2008**	**19.03. 2009**	**19.09. 2009**	**19.03. 2010**	**19.09. 2010**	**19.03. 2011**	**19.09. 2011**	**Итого**
Офисный комплекс, фаза I												
Ремонтные работы и содержание помещений, тыс $	*1.0%*	-	-	-	-	-	173	183	194	194	194	939
Прочие расходы, тыс $	*24*	-	-	-	-	-	12	12	12	12	12	60
=Итого:		**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**185**	**195**	**206**	**206**	**206**	999
Офисный комплекс, фаза II												
Ремонтные работы и содержание помещений, тыс $	*1.0%*	-	-	-	-	101	108	114	114	114	114	665
Прочие расходы, тыс $	*24*	-	-	-	-	12	12	12	12	12	12	72
=Итого:		**0**	**0**	**0**	**0**	**113**	**120**	**126**	**126**	**126**	**126**	737
Складской комплекс, фаза I&II												
Ремонтные работы и содержание помещений, тыс $	*1.0%*	-	-	-	-	41	43	43	43	43	43	255
Прочие расходы, тыс $	*24*	-	-	-	-	12	12	12	12	12	12	72
=Итого:		**0**	**0**	**0**	**0**	**53**	**55**	**55**	**55**	**55**	**55**	327
Авто магазин												
Ремонтные работы и содержание помещений, тыс $	*1.0%*	-	-	-	-	-	-	68	79	90	90	327
Прочие расходы, тыс $	*48*	-	-	-	-	-	-	24	24	24	24	96
=Итого:		**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**92**	**103**	**114**	**114**	423
Высотный склад												
Ремонтные работы и содержание помещений, тыс $	*1.0%*	-	-	-	-	-	103	109	122	122	122	577
Прочие расходы, тыс $	*24*	-	-	-	-	-	12	12	12	12	12	60
=Итого:		**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**115**	**121**	**134**	**134**	**134**	637

Таблица 4 Расчет затрат на строительство

Вид работ	Всего, тыс $	Потрачено, тыс $	ИТОГО, тыс $
Высотный склад			
Стоимость высотной зоны	169,578,022	0	169,578,022
Стоимость всех остальных площадей	114,790,831	0	114,790,831
Кап.затраты на стоянки и подъездные пути	11,762,162	0	11,762,162
Итого	296,131,014		
Затраты на оборудование	143,988,979	0	143,988,979
ИТОГО (затрат без учета оборудования)	**152,142,036**	**0**	**152,142,036**
Офисный комплекс, фаза I			
Общая площадь, кв м	**130,000**		
Парковка, кв м	**55,000**		
Согласование	1,850,000	0	1,850,000
Проектирование	7,450,000	0	7,450,000
Строительство	186,250,000	0	186,250,000
Коммуникации	27,937,500	0	27,937,500
Маркетинг	2,141,875	0	2,141,875
Управление проектом	10,709,375	0	10,709,375
Резерв непредвиденных расходов	10,709,375	0	10,709,375
ИТОГО (затрат на строительство)	**247,048,125**	**0**	**247,048,125**
Итого на кв м	***1,335***		***1,335***
Офисный комплекс, фаза II			
Общая площадь, кв м	**75,000**		
Парковка, кв м	**43,000**		
Согласование	1,180,000	0	1,180,000
Проектирование	4,546,000	0	4,546,000
Строительство	113,650,000	0	113,650,000
Коммуникации	17,047,500	0	17,047,500
Маркетинг	1,306,975	0	1,306,975
Управление проектом	6,534,875	0	6,534,875
Резерв непредвиденных расходов	6,534,875	0	6,534,875
ИТОГО (затрат на строительство)	**150,800,225**	**0**	**150,800,225**
Итого на кв м	***1,278***		***1,278***
Складской комплекс, фаза I			
Общая площадь, кв м	**36,960**		
Согласование	369,600	0	369,600

Вид работ	Всего, тыс $	Потрачено, тыс $	ИТОГО, тыс $
Проектирование	598,752	0	598,752
Строительство	19,958,400	0	19,958,400
Коммуникации	2,993,760	0	2,993,760
Маркетинг	229,522	0	229,522
Управление проектом	1,147,608	0	1,147,608
Резерв непредвиденных расходов	1,147,608	0	1,147,608
ИТОГО (затрат на строительство)	**26,445,250**	**0**	**26,445,250**
Итого на кв м	***716***		***716***
Складской комплекс, фаза II			
Общая площадь, кв м	**36,960**		
Согласование	369,600	0	369,600
Проектирование	598,752	0	598,752
Строительство	19,958,400	0	19,958,400
Коммуникации	2,993,760	0	2,993,760
Маркетинг	229,522	0	229,522
Управление проектом	1,147,608	0	1,147,608
Резерв непредвиденных расходов	1,147,608	0	1,147,608
ИТОГО (затрат на строительство)	**26,445,250**	**0**	**26,445,250**
Итого на кв м	***716***		***716***
Авто магазин			
Общая площадь, кв м	**150,500**		
Согласование	1,505,000	0	1,505,000
Проектирование	3,827,000	0	3,827,000
Строительство	95,675,000	0	95,675,000
Коммуникации	14,351,250	0	14,351,250
Маркетинг	1,100,263	0	1,100,263
Управление проектом	5,501,313	0	5,501,313
Резерв непредвиденных расходов	5,501,313	0	5,501,313
ИТОГО (затрат на строительство)	**127,461,138**	**0**	**127,461,138**
Итого на кв м	***847***		***847***

Таблица 5 Расчет итоговых затрат

СТАТЬИ ЗАТРАТ	**19.03. 2007**	**19.09. 2007**	**19.03. 2008**	**19.09. 2008**	**19.03. 2009**	**19.09. 2009**	**19.03. 2010**	**19.09. 2010**	**19.03. 2011**	**19.09. 2011**	**Итого**
Проектирование и согласование	8,311	8,311	5,674	0	0	0	0	0	0	0	22,295
Строительство & Коммуникации	44,167	44,167	206,952	206,952	124,410	26,311	0	0	0	0	652,958
Маркетинг	1,053	1,053	1,053	1,053	612	183	0	0	0	0	5,008
Управление проектом	687	687	8,826	8,826	4,699	1,316	0	0	0	0	25,041
Резерв непредвиденных расходов	687	687	8,826	8,826	4,699	1,316	0	0	0	0	25,041
ИТОГО (затрат на строительство)	**54,904**	**54,904**	**231,331**	**225,658**	**134,420**	**29,125**	**0**	**0**	**0**	**0**	**730,342**
График освоения инвестиций											
График освоения инвестиций	7.52%	7.52%	31.67%	30.90%	18.41%	3.99%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
То же, с нарастающим итогом	8%	15%	47%	78%	96%	100%	100%	100%	100%	100%	
Инвестиционные затраты, тыс. $	**54,904**	**54,904**	**231,331**	**225,658**	**134,420**	**29,125**	**-**	**-**	**-**	**-**	**730,342**
= То же с нарастающим итогом	54,904	109,808	341,140	566,797	701,217	730,342	730,342	730,342	730,342	730,342	

Таблица 6 Расчет НДС

НДС		19.03. 2007	19.09. 2007	19.03. 2008	19.09. 2008	19.03. 2009	19.09. 2009	19.03. 2010	19.09. 2010	19.03. 2011	19.09. 2011	Итого
НДС к операционной деятельности												
- НДС полученный, тыс. $	0	0	0	0	0	2 557	7 666	9 308	73 760	132 836	43 926	270 052
- НДС к уплате, тыс. $	0	0	0	0	0	541	1 107	435	238	155	114	2 590
НДС в бюджет, тыс. $	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**2 015**	**6 559**	**8 874**	**73 522**	**132 681**	**43 811**	267 462
НДС к постоянным активам												
- НДС полученный, тыс. $	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		0
- НДС к уплате, тыс. $	9 883	9 883	41 640	40 618	24 196	5 243	0	0	0	0	131 462	9 883
НДС в бюджет, тыс $	**-9 883**	**-9 883**	**-41 640**	**-40 618**	**-24 196**	**-5 243**	**0**	**0**	**0**	**0**	-131 462	**-9 883**
НДС зачтенный, тыс. $	0	0	0	0	2 015	6 559	8 874	73 522	132 681	43 811	267 462	0
Нормируемые оборотные активы, тыс. $	**9 883**	**19 766**	**61 405**	**102 023**	**124 204**	**122 888**	**114 014**	**40 492**	**-92 189**	**-136 000**	366 486	**9 883**

Таблица 7 Расчет реверсии

Показатель	**Формула**	Офисный комплекс, фаза I	Офисный комплекс, фаза II	Складской комплекс, фазы I&II	Авто магазин	Высотный склад
Потенциальный валовой доход, тыс $/год (PGI)		25 345	9 034	22 575	25 661	25 345
Потери, тыс $/год (L)		2 534	452	4 515	1 283	2 534
Действительный валовой доход, тыс $/год (EGI)	**PGI-L**	22 810	8 582	18 060	24 378	22 810
Операционные расходы, тыс $/год (OpEx)		252	110	229	268	252
Дополнительные расходы:						
-текущий ремонт, тыс $/год		228	86	181	244	228
- прочие расходы, тыс $/год		24	24	48	24	24
Чистый операционный доход, тыс $/год (NOI)	**EGI-OpEx**	22 558	8 473	17 831	24 110	22 558
Ставка капитализации (на дату продажи), % (Y)		8,5%	9,5%	9,5%	10,5%	8,5%
Реверсия, тыс $	**NOI/Y**	265 389	89 185	187 699	229 617	265 389

Таблица 8 Анализ эффективности проекта

АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРОЕКТА	**19.03. 2007**	**19.09. 2007**	**19.03. 2008**	**19.09. 2008**	**19.03. 2009**	**19.09. 2009**	**19.03. 2010**	**19.09. 2010**	**19.03. 2011**	**19.09. 2011**	**Итого**
Доход от продажи, тыс. $	0	0	0	0	0	0	0	354 573	681 644	187 699	1 223 916
Доход от аренды, тыс $	0	0	0	0	14 203	42 587	51 713	55 204	56 332	56 332	276 371
Увеличение нормируемых оборотных активов, тыс $	0	0	0	0	0	1 316	8 874	73 522	132 681	43 811	260 204
= Итого приток	0	0	0	0	14 203	43 903	60 587	483 299	870 657	287 843	1 760 491
Инвестиционные затраты, тыс. $	54 904	54 904	231 331	225 658	134 420	29 125	0	0	0	0	730 342
Операционные затраты, тыс. $	0	0	0	0	166	474	589	624	635	635	3 124
Брокерская комиссия за аренду, тыс $	0	0	0	0	2 273	4 541	1 460	558	181	0	9 013
Расходы на юридическое сопровождение, тыс $	0	0	0	0	568	1 135	365	140	45	0	2 253
Прирост нормируемых об. активов, тыс. $	9 883	9 883	41 640	40 618	22 180	0	0	0	0	0	124 204
= Итого отток	64 787	64 787	272 971	266 276	159 607	35 276	2 414	1 322	861	635	868 936
Поток денежных средств, тыс. $	-64 787	-64 787	-272 971	-266 276	-145 403	8 627	58 172	481 977	869 796	287 207	891 555
Возмещение НДС, тыс. $	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-136 000	-136 000
= Чистый поток денежных средств, тыс. $	**-64 787**	**-64 787**	**-272 971**	**-266 276**	**-145 403**	**8 627**	**58 172**	**481 977**	**869 796**	**151 207**	755 555
То же, с нарастающим итогом	-64 787	-129 574	-402 545	-668 821	-814 224	-805 597	-747 425	-265 448	604 348	755 555	-2 538 516
Ставка дисконтирования	17%	17%	15%	14%	12%	12%	10%	10%	9%	9%	1
= Текущая стоимость чистых потоков	**-59 602**	**-54 831**	**-214 706**	**-196 014**	**-100 787**	**5 655**	**36 332**	**286 821**	**494 846**	**82 242**	279 955
= Чистая текущая стоимость (NPV)	**280 000**										
= Внутренняя норма прибыли	26%										

АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРОЕКТА	19.03. 2007	19.09. 2007	19.03. 2008	19.09. 2008	19.03. 2009	19.09. 2009	19.03. 2010	19.09. 2010	19.03. 2011	19.09. 2011	Итого
(IRR)											

Таблица 9 Расчет необходимого финансирования

Показатель	**19.03. 2007**	**19.09. 2007**	**19.03. 2008**	**19.09. 2008**	**19.03. 2009**	**19.09. 2009**	**19.03. 2010**	**19.09. 2010**	**19.03. 2011**	**19.09. 2011**	**Итого**
Свободные средства, тыс $	608 000	597 933	586 960	366 816	133 553	169	8 812	67 777	555 854	1 475 677	
Проценты по депозиту, тыс $	54 720	53 814	52 826	33 013	12 020	15	793	6 100	50 027	132 811	
Доход от продажи, тыс. $	0	0	0	0	0	0	0	354 573	681 644	187 699	1 223 916
Доход от аренды, тыс $	0	0	0	0	14 203	42 587	51 713	55 204	56 332	56 332	276 371
Увеличение нормируемых оборотных активов, тыс $	0	0	0	0	0	1 316	8 874	73 522	132 681	43 811	260 204
= Итого приток	54 720	53 814	52 826	33 013	26 223	43 918	61 380	489 399	920 684	420 654	2 156 631
Инвестиционные затраты, тыс. $	54 904	54 904	231 331	225 658	134 420	29 125	0	0	0	0	730 342
Операционные затраты, тыс. $	0	0	0	0	166	474	589	624	635	635	3 124
Брокерская комиссия за аренду, тыс $	0	0	0	0	2 273	4 541	1 460	558	181	0	9 013
Расходы на юридическое сопровождение, тыс $	0	0	0	0	568	1 135	365	140	45	0	2 253
Прирост нормируемых об. активов, тыс. $	9 883	9 883	41 640	40 618	22 180	0	0	0	0	0	124 204
= Итого отток	64 787	64 787	272 971	266 276	159 607	35 276	2 414	1 322	861	635	868 936
Поток денежных средств	-10 067	-10 973	-220 144	-233 263	-133 384	8 642	58 966	488 077	919 823	420 018	1 287 695
Возмещение НДС, тыс. $	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-136 000	-136 000
= Чистый поток денежных средств	**-10 067**	**-10 973**	**-220 144**	**-233 263**	**-133 384**	**8 642**	**58 966**	**488 077**	**919 823**	**284 018**	1 151 695