



**Норман Хатчисон, Колин Лизieri, Брайан МакГрегор, Ник Мэнси и др.,
Исследование пороговых ставок доходности в процессе инвестирования
в недвижимость ¹**

¹ Hutchison N., Lizieri C., MacGregor B., Mansle N., Portlock R., Schulz R., Zhao Y. (2017), An Investigation of Hurdle Rates in the Real Estate Investment Process, Full Report for IPF Research Programme 2015 – 2018, May 2017, <https://www.ipf.org.uk/static/uploaded/5dbd5143-03a4-4f55-b43fe77befe3655b.pdf>.
проф. Норман Хатчисон (Norman Hutchison) – Университет Абердина, проф. Колин Лизieri (Colin Lizieri) – Университет Кембриджа, проф. Брайан МакГрегор (Bryan MacGregor) – Университет Абердина, Ник Мэнси (Nick Mansle) – Университет Кембриджа, Рашель Портлок (Rachel Portlock) – Консультант, д-р Рашель Шульц (Rainer Schulz) – Университет Абердина, д – р Юань Чао (Yuan Zhao) – Университет Абердина

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

В данном отчете рассматривается вопрос о том, как инвесторы в недвижимость принимают инвестиционные решения. В частности, исследование изучает, в какой степени используются пороговые ставки доходности и ключевые факторы, влияющие на эти ставки.

Теория корпоративных финансов предлагает четкий предпочтительный подход для «стандартных» или типичных проектов компании – анализ дисконтированных денежных потоков (DCF) и использование чистой текущей стоимости (NPV) для определения финансовых выгод от проектов.

В этом случае пороговая ставка доходности должна отражать средневзвешенные затраты на капитал фирмы (WACC). Затраты на капитал отражают затраты на заемный капитал и требуемую доходность для акционеров, которая, в свою очередь, отражает риски деятельности фирмы и структуру капитала фирмы, а также соотношение заемного и собственного капитала, используемое фирмой.

Этот подход считается наиболее подходящим для фирмы с рассредоточенным пакетом акций (например, публичной компании, занимающейся недвижимостью), имеющей множество стандартных проектов, где денежные потоки в значительной степени определяются вне фирмы.

В тех случаях, когда денежный поток проекта может быть более непосредственно изменен действиями менеджера (и сроками этих действий) или когда получаемая прибыль зависит от результатов смежных проектов, находящихся вне контроля фирмы (то есть, требующих конкуренции или сотрудничества), требуются более сложные модели, включающие реальные опционы или подходы, основанные на теории игр.

Хотя теоретическая литература дает последовательные рекомендации, исследования, изучающие практику в других отраслях, показывают более широкое использование других подходов и сосредоточение внимания на простых показателях, например, сроке окупаемости или прибыли на затраты.

Кроме того, при использовании метода дисконтированных денежных потоков (DCF) критерии принятия решений основаны на ставке внутренней доходности (IRR) проекта, а не на чистой текущей стоимости (NPV).

Существует ограниченное количество данных о ситуации в сфере недвижимости – этот пробел и восполняет данное исследование.

Исследование показало, что пороговые ставки широко используются при принятии инвестиционных решений. Однако рыночная практика значительно различается в том, как определяются пороговые ставки. Ключевые различия обусловлены типом организации, размером организации, типом или стилем инвестиций.

Первое различие заключается в типе организации. Для организаций, стремящихся привлечь капитал от клиентов для конкретных инвестиционных стратегий, целевые показатели доходности и целевые показатели эффективности этих фондов определяли пороговые значения доходности, используемые внутри фондов, и, в свою очередь, определялись извне требованиями клиентов, действиями конкурентов и долей капитала относительно инвестиционных инструментов, доступных на рынке. Таким образом, пороговые значения доходности в определенной степени определяются вне компании.

Те пороговые значения доходности, которые не определялись клиентами, по-видимому, не соответствовали подходу средневзвешенных затрат на капитал, а скорее были связаны с традицией оценки, где «безрисковая ставка плюс премия за риск» являлась общей основой.

Стандартной практикой была корректировка пороговых значений доходности на уровне проекта, при этом корректировки по рынку, сектору и циклу дополнялись премиями, специфичными для конкретного объекта недвижимости, представляющими, например, условия договора, структуру аренды, качество здания и микролокацию.

Влияние на рыночный риск на уровне портфеля редко, по-видимому, учитывалось при принятии решения о сделке.

Другие результаты интервью показывают, что,

1. хотя метод дисконтированных денежных потоков (DCF) использовался часто, ставка внутренней доходности (IRR) доминировала над чистой текущей стоимостью (NPV) в качестве инструмента принятия решений;
2. часто использовались неденежные показатели (в частности, мультипликатор и прибыль на инвестиции);
3. лишь немногие организации применяли технически сложные количественные модели в процессе принятия инвестиционных решений;
4. практически отсутствовало тестирование правил принятия решений на исторических данных.

Также было отмечено, что в процессе принятия решений часто бывает так, что управляющий инвестициями или фондом, представляющий сделку инвестиционному комитету, обладает значительным «правом собственности», включая право изменять и корректировать входные данные модели, такие как точная настройка пороговых ставок или требуемой доходности на уровне активов. Эти выводы указывают на то, что **в сфере недвижимости идеи, почерпнутые из литературы, не были включены в стандартную практику.**

В других отраслях наблюдается тенденция к использованию критериев, оправданных финансовой теорией. Возможно, отрасль недвижимости отстает от этой тенденции или что основные инвестиции (для которых эти критерии уместны) менее важны или распространены, чем считается, учитывая структуру и характеристики рынка коммерческой недвижимости.

Например, при сокращении сроков аренды существует относительно мало инвестиций, где денежные потоки можно считать не зависящими от действий менеджмента. Однако в тех случаях, когда у менеджеров есть возможность влиять на денежные потоки, наблюдалось нежелание использовать более сложные методы или систематически проверять предположения и факторы чувствительности.

Индивидуальные инвестиционные решения, по-видимому, в ограниченной степени учитывали более широкий контекст портфеля. Исследователям было представлено лишь несколько примеров, когда окончательное инвестиционное решение явно основывалось на влиянии риска и доходности на портфель, а не на сценариях риска и доходности, применимых к отдельной сделке или активу. Это было несколько неожиданно, учитывая требование управлять риском фонда (например, в соответствии с Директивой об управляющих альтернативными инвестиционными фондами), но некоторые утверждали, что предварительная фильтрация перед продвижением сделок отражала этот аспект риска портфеля или предыдущие решения по структуре портфеля.

Проблемы с квалификацией были отмечены как ограничивающий фактор в использовании более сложных методов или более систематических подходов к проверке предположений и чувствительности. Дополнительные ограничения для более строгих количественных подходов включали нехватку данных и сопротивление со стороны более традиционно настроенного высшего руководства.

1. ВВЕДЕНИЕ

В данном отчете рассматривается вопрос о том, как инвесторы в недвижимость принимают инвестиционные решения. В частности, исследователи изучают, в какой степени используются пороговые ставки доходности и ключевые факторы, влияющие на эти ставки.

Исследование включало:

- Обзор литературы по принятию инвестиционных решений – как того, что фирмы должны делать, согласно теории, так и литературы, которая исследует, что фирмы делают на практике;
- Полуструктурированные интервью, проведенные с 32 лицами летом и осенью 2016 года;
- Опрос осенью 2016 года (56 ответов);
- Обсуждение результатов в фокус-группах с участием высококвалифицированных специалистов.

В теории финансов фирма, принимающая решение о капитальных затратах – на рынках недвижимости это решение о покупке или продаже здания, приобретении земли для девелопмента, проведении капитального ремонта – оценивает прибыльность проекта путем дисконтирования прогнозируемых денежных потоков с использованием ставки дисконтирования, которая представляет собой требуемую доходность или пороговую (целевую) ставку доходности для данного типа проекта.

Аналогично, доход, генерируемый проектом, сравнивается с требуемой доходностью, которая становится пороговой ставкой.

Пороговые ставки связаны со ставками доходности (дисконтирования) или ставками капитализации, поскольку доходность может быть представлена как пороговая ставка за вычетом ожидаемого долгосрочного роста дохода (плюс обесценение).

В свою очередь, пороговая ставка должна отражать требуемую доходность от источников капитала, финансирующих проект: доходность, требуемая акционерами, и затраты на заемный капитал.

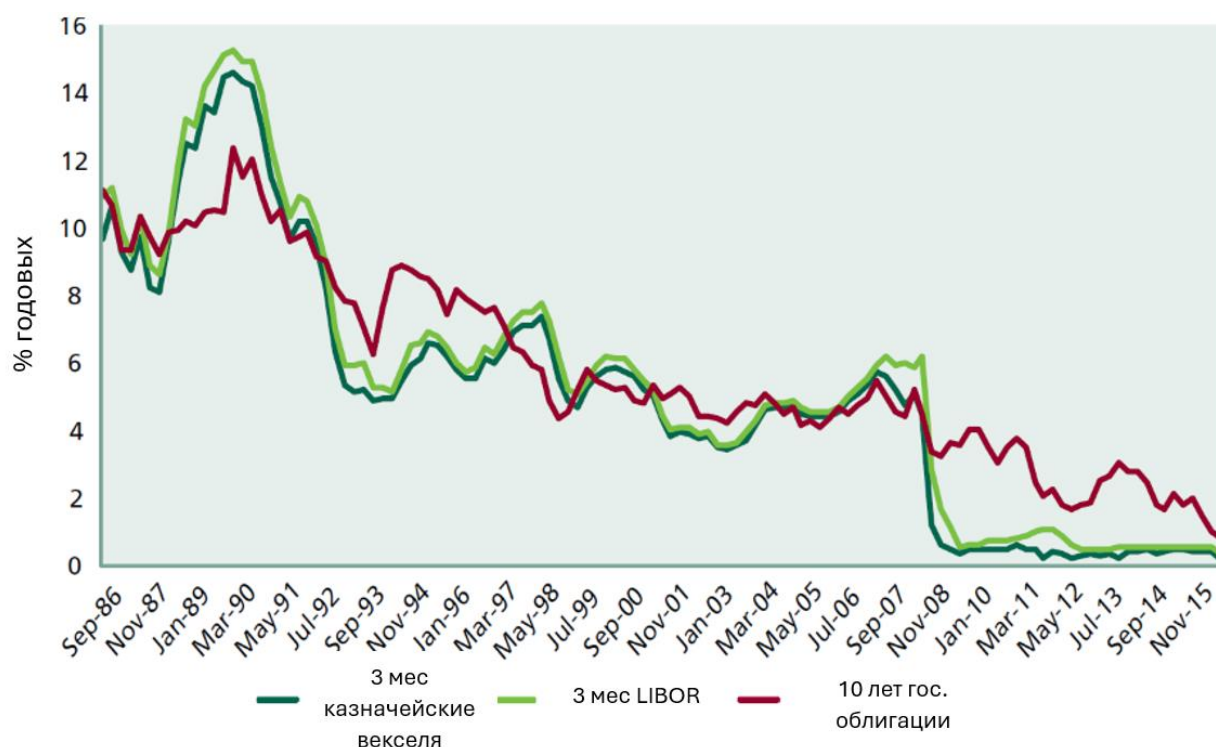
Требуемая доходность должна отражать общие процентные ставки в экономике, ожидаемую доходность правительственных облигаций и риски, связанные с инвестированием в данный тип активов.

После глобального финансового кризиса процентные ставки и доходность правительственных облигаций резко упали, отчасти из-за действий центральных банков.

Однако, как видно на Рисунке 1.1, с конца 1980-х годов наблюдалось систематическое падение номинальных процентных ставок и доходности в Великобритании, частично, но не полностью объясняемое снижением инфляционных ожиданий.

Это должно повлиять на требуемую доходность коммерческой недвижимости.

Рисунок 1.1: Снижение процентных ставок и ставок доходности (1986–2015 гг.)



Еще одним фактором, влияющим на доходность и прибыль, является растущая интернационализация основных рынков недвижимости (тенденция, которая не была остановлена финансовым кризисом, по крайней мере, на ключевых рынках) и появление новых игроков и инструментов на рынках недвижимости, включая рост значительных портфелей недвижимости в суверенных фондах благосостояния и создание крупных частных глобальных фондов недвижимости и платформ управления фондами. Это, в сочетании с высоким уровнем глобального капитала, ищущего инвестиционные возможности, привело к снижению доходности, особенно на более крупных, прозрачных и ликвидных рынках, что имеет последствия для будущей доходности на этом рынке.

В этом контексте:

- Как профессиональные инвесторы принимают решения, чтобы гарантировать, что приобретаемые ими активы обеспечивают доходность, требуемую заинтересованными сторонами, и что эта доходность адекватно компенсирует заинтересованным сторонам принятые риски?
- Как корректируются доходность и требуемая прибыль на меняющемся рынке?
- Какие методы и модели используют инвесторы в недвижимость, и насколько эти модели чувствительны к меняющейся рыночной среде и соответствуют ли они формальным моделям финансовой теории и подходам, принятым на других рынках? Если они не соответствуют, то почему?
- Имеет ли рынок коммерческой недвижимости характеристики, которые препятствуют применению формальных количественных моделей и требуют различных, адаптированных подходов?

Именно эти вопросы рассматриваются в данном отчете.

Форум по инвестиционной недвижимости (Investment Property Forum, IPF) поручил университетам Абердина и Кембриджа провести исследование, чтобы определить,

используют ли инвесторы пороговые ставки доходности при принятии инвестиционных решений и, если да, то как они определяют их при выборе и/или сохранении инвестиций в недвижимость.

Предполагалось изучить существующую практику и общие подходы среди различных типов инвесторов. В задании IPF указывалось, что исследование должно охватывать (большинство) следующих аспектов:

- Степень использования формальных пороговых ставок доходности при принятии инвестиционных решений различными типами инвесторов (как отечественных, так и зарубежных);
- Методологии, используемые для установления пороговых ставок доходности;
- Основные факторы риска, влияющие на вариации пороговых ставок доходности;
- Применяются ли разные ставки к различным активам, определяемым географическим положением или другими характеристиками, такими как профиль дохода, кредитное плечо и т. д.;
- Существует ли закономерность в подходах, применяемых различными типами инвесторов (с различными мандатами);
- Какие еще инвестиционные параметры (например, минимальная абсолютная доходность или требуемая доходность) инвесторы учитывают в процессе принятия инвестиционных решений?

Цель исследования заключалась в изучении этих аспектов путем установления рыночной практики в отношении использования пороговых ставок доходности, анализа любых отклонений от теоретической «лучшей практики» в зависимости от типа инвесторов и рынков.

В частности, исследование должно было сосредоточиться на том, как фирмы и фонды устанавливают пороговые ставки доходности и как они их используют. Исследование было направлено на изучение того, в какой степени ставки корректировались для конкретных проектов и инвестиционных возможностей.

Исследование состояло из четырех основных элементов:

- а) Концептуальный и контекстуальный анализ пороговых ставок доходности, представленных в литературе по корпоративному и имущественному финансированию. Обзор охватывал как теоретические рекомендации, так и информацию о фактическом использовании пороговых ставок доходности в инвестиционной практике, полученную в ходе опросов;
- б) Исследовательский анализ с использованием полуструктурированных интервью для понимания роли пороговых ставок доходности в практике принятия решений об инвестициях в недвижимость. В интервью изучалось влияние структуры инвестиционного фонда, структуры капитала и рыночной среды. Интервью были расшифрованы и проанализированы с использованием формальных методов. В число участников интервью вошли ключевые игроки рынка, представляющие различные типы, размеры и юрисдикции фондов;
- с) Обширный анализ рыночной практики с использованием структурированного опроса широкого круга типов инвесторов, включая инвестиционные фонды недвижимости (REIT) и зарегистрированные на бирже компании, занимающиеся недвижимостью, институциональных инвесторов, частных инвестиционных фондов, суверенные фонды благосостояния и других. Опрос, в основном ориентированный на инвесторов из Великобритании, также включал международных инвесторов, зарегистрированных или имеющих штаб-квартиру за пределами Великобритании;

- d) Критическая оценка результатов интервью и опросов, проведенная в фокус-группах с ключевыми участниками рынка и в ходе обширного обсуждения с руководящей группой проекта. Фокус-группы проводились и анализировались с использованием стандартных протоколов и в соответствии с правилами Чатем-Хауса. Это приводит к окончательным выводам, в которых рассматривается использование пороговых ставок в отрасли, факторы, влияющие на изменение ставок, и то, как практика соотносится с теоретическими положениями.

В этом отчете изложены результаты исследования.

1. Во-первых, исследователи представляют краткий обзор литературы по принятию инвестиционных решений (что должны делать фирмы при принятии решений о капитальных затратах?) и литературы, которая исследует, что фирмы делают на самом деле.
2. Далее представлены данные интервью и опроса. Полуструктурированные интервью проводились летом и осенью 2016 года, а опрос — осенью 2016 года. Респонденты представляли компании, работающие на рынке коммерческой недвижимости, в широком диапазоне масштабов, типов и видов деятельности, от крупных суверенных фондов и глобальных управляющих фондами до нишевых частных инвестиционных компаний и частных офисов. Большинство были зарегистрированы в Великобритании, но некоторые были инвесторами из других стран, но активно работали на британском рынке.
3. Результаты интервью и опроса были представлены двум фокус-группам (обе проводились в Лондоне) и обсуждались с руководящей группой исследовательского проекта IPF для оценки реакции, более глубокого изучения ключевых выводов исследования и обеспечения актуальности для рынка.
4. Эти обсуждения, а также мысли исследовательской группы о выводах и последствиях исследования, собраны в заключительном разделе этого отчета.
5. Более подробное обсуждение элементов исследования включено в ряд приложений.

2. ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Существует значительный объем литературы, посвященной изучению процессов принятия инвестиционных решений и их связи с теорией. В этом разделе приводится краткое изложение литературы, а более подробный обзор и ссылки содержатся в Приложении 3 к данному отчету.

В литературе подчеркивается разница между тремя типами инвестиций, в которых:

- денежные потоки уже заложены в инвестиции (управляющий не может существенно на них повлиять, и они в значительной степени определяются рынком). К этому типу относятся «основные» инвестиции, например, недвижимость, сданная в аренду на относительно длительный срок;
- на денежные потоки существенно влияют действия управляющего. К этому типу относятся «инвестиции с добавленной стоимостью» или «оппортунистические» инвестиции, например, недвижимость со значительным количеством вакантных площадей, краткосрочной арендой, реконструкцией или девелоперским проектом;
- на денежные потоки сильно влияют взаимодействия и действия других участников рынка, например, два потенциально конкурирующих проекта торговых центров, где, если один из них будет реализован, прибыльность другого существенно пострадает.

«ОСНОВНЫЕ» ИНВЕСТИЦИИ

В литературе четко указано, что для «основных» инвестиционных проектов в качестве подхода к принятию инвестиционных решений следует использовать чистую текущую стоимость (NPV). Это требует оценки ожидаемых будущих чистых денежных потоков и применения ставки дисконтирования (пороговой ставки) к этим денежным потокам для определения приведенной стоимости, а затем вычитания первоначальных инвестиций для получения ЧПС.

Brealey et al. (2007) утверждают, что NPV является «золотым стандартом» инвестиционных критериев; это

... единственный критерий, обязательно соответствующий максимизации стоимости фирмы [и] предоставляющий надлежащее правило для выбора между взаимоисключающими инвестициями.

Вместо прямого использования пороговой ставки для расчета NPV, в принципе, можно сначала найти ставку дисконтирования, которая приводит к нулевой NPV, а затем сравнить эту ставку внутренней доходности (IRR) с пороговой ставкой.

Если IRR по крайней мере равна пороговой ставке, то проект следует реализовать. Хотя критерии NPV и IRR обычно приводят к идентичным решениям, использование IRR часто не рекомендуется в литературе, поскольку с точки зрения формальных финансов IRR никогда не является лучшим инвестиционным критерием, чем NPV, а иногда и худшим.

Методы окупаемости в литературе также не рекомендуются, но признается, что в случаях ограничения капитала или определенного срока жизни, как в закрытом (фиксированном) фонде, этот критерий имеет смысл – наряду с правилом NPV.

Пороговая ставка доходности – это минимальная ожидаемая ставка доходности, которую должна предлагать инвестиция, чтобы быть привлекательной.

(Ross et al., 2006)

Она также называется требуемой ставкой доходности или затратами на капитал. Она основана на идее, что управляющий инвестициями действует от имени собственников и должен продолжать проект только в том случае, если он обеспечивает как минимум доходность активов с тем же риском, которые уже торгуются на рынке.

Легкость определения затрат на капитал зависит от типа организации.

Для зарегистрированного на бирже инвестиционного фонда недвижимости (REIT), специализирующегося на определенном типе недвижимости и местоположении, например, на розничной торговле в Лондоне, требуемая доходность от дополнительной недвижимости того же типа должна быть очень похожа на доходность существующего портфеля, что отражено в стоимости капитала REIT.

Средневзвешенные затраты на капитал (WACC) — это средневзвешенное значение требуемых ставок доходности, которые запрашивают держатели обыкновенных и привилегированных акций, и предельных издержек заемного капитала, которые представляют собой процентные ставки, требуемые держателями облигаций и банками.

Хотя предельные издержки заимствования часто поддаются наблюдению, требуемая доходность собственного капитала должна быть оценена.

Обычно рекомендуется использовать модель ценообразования капитальных активов (CAPM), хотя она подвергается критике как чрезмерное упрощение рисков активов.

Ее преимущество заключается в том, что она фокусируется на систематическом (рыночном) риске. В литературе предостерегают от добавления «поправочных коэффициентов» к пороговым ставкам, что часто делается «потому что менеджеры не учитывают должным образом негативные результаты в прогнозах денежных потоков».

В литературе для проектов, отличающихся от существующей деятельности компании, **рекомендуется использовать фирмы, специализирующиеся на проектах такого типа, в качестве ориентира для оценки стоимости капитала.**

Если это невозможно или нецелесообразно, рекомендуется субъективный подход, учитывающий различия в подверженности (систематическому) риску, если проект отличается от существующих активов фирмы.

Что касается частных инвестиционных фондов, в литературе отмечается наличие явных целевых показателей доходности, но опять же, при оценке новых проектов необходимо уделять основное внимание степени рыночного риска, связанного с проектом.

Инвестиции с добавленной стоимостью / оппортунистические инвестиции

Проекты такого типа имеют денежные потоки, которые могут быть изменены управляющим инвестициями в будущем, и распространены в сфере недвижимости, например, до подписания договора аренды существует право, но не обязанность сдать его в аренду конкретному арендатору.

Эта необязательность является предметом исследования подхода реальных опционов.

Арендодатель не обязательно сдаст помещение первому появившемуся арендатору – даже если это имеет строго положительную чистую текущую стоимость – и будет ждать и рассматривать других потенциальных арендаторов, осознавая при этом издержки ожидания.

Сложности в применении подхода реальных опционов признаются в литературе, хотя существуют примеры его широкого использования в других отраслях промышленности.

Взаимодействие фирм и конкуренция

Денежные потоки в проектах такого типа могут зависеть от действий менеджера, а также от действий конкурентов. Примером могут служить два девелопера, которые могут начать реализацию проектов в одном и том же районе. Если завершённые проекты являются взаимозаменяемыми, например, два похожих офисных здания, то преимущество получит тот, кто первым начнет. Но если существует неопределенность спроса, то ожидание также может быть оправданным. Таким образом, оба проекта предоставляют реальные опционы, но в ситуации стратегического взаимодействия между фирмами и проектами. Теория игр рассматривается в контексте стратегических инвестиций в условиях неопределенности, поскольку невозможно просто взвесить потенциальные результаты по вероятности для принятия соответствующих решений.

Фактическое поведение при принятии инвестиционных решений – данные эмпирических исследований

Исследования реальных процессов принятия инвестиционных решений показали, что пороговые ставки широко используются.

Крупные и котируемые на бирже корпорации чаще используют критерии NPV или IRR, чем малые и частные компании, причем последние чаще полагаются на субъективные критерии и «интуицию».

Есть некоторые признаки того, что инвесторы, использующие пороговые ставки на основе WACC и/или CAPM, чаще также используют IRR и капитализацию с мультипликаторами.

Инвесторы, использующие субъективно скорректированные ставки дисконтирования, склонны использовать и другие субъективные критерии.

WACC компании широко используется в качестве пороговой ставки.

Крупные компании чаще используют CAPM, чем малые, публичные компании – чаще, чем частные.

Малые компании часто используют целевые ставки, предоставленные их инвесторами.

Есть данные, свидетельствующие о том, что менеджеры часто используют пороговые ставки, которые значительно выше затрат на капитал компании, «чтобы скорректировать чрезмерно оптимистичные прогнозы денежных потоков в проектах, которые им предлагается рассмотреть».

Это несоответствие также можно рассматривать как отражение капитальных и операционных ограничений, а также снижения стоимости опциона в результате принятия конкретного решения.

Карьерные соображения менеджеров, по-видимому, также играют роль как в использовании более высоких пороговых значений доходности, так и в использовании других критериев, например, менеджер хочет видеть проекты, которые быстро сигнализируют об успехе.

Есть также некоторые свидетельства того, что пороговые ставки доходности для стратегически важных проектов намеренно занижаются.

Критерий окупаемости очень популярен среди инвестиционных менеджеров (особенно в небольших компаниях), и предыдущие исследования показывают, что недостаточная эрудиция является одним из факторов, обуславливающих популярность критерия окупаемости.

3. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕШЕНИЯ И ПРЕОДОЛЕНИЕ ТРУДНОСТЕЙ: ИНТЕРВЬЮ, ОПРОС И ФОКУС-ГРУППЫ

3.1 Введение

На этом этапе исследовательского проекта исследователи провели личные интервью с 32 сотрудниками из 27 компаний и организаций, работающих на рынке коммерческой недвижимости, а также электронный опрос, в результате которого было получено 56 ответов. В опросе приняли участие преимущественно британские организации, но также были представлены британские/европейские головные офисы международных компаний. Исследователи также опросили иностранные компании и фонды, инвестирующие в британский рынок, и включили в опрос европейские компании, инвестирующие в другие европейские рынки. Они охватили широкий спектр организаций, от крупных до малых, от компаний, ориентированных на «основные» инвестиции, до компаний, занимающихся девелопментом и более оппортунистическими инвестициями. Более подробное объяснение результатов содержится в Приложениях четыре и пять.

3.2 Процессы и ответственность

Большинство опрошенных крупных и средних организаций используют регулярный инвестиционный комитет или аналогичный орган принятия решений, для которого готовятся и представляются документы.

В небольших организациях иногда используется та же структура, но в других применяются более неформальные процедуры, при которых отдельным лицам делегированы полномочия по принятию сделок.

В ходе опроса также было отмечено преобладание инвестиционных комитетов (57%). По-видимому, многие инвестиционные комитеты обладают значительной властью игнорировать или отменять любые формальные правила принятия решений: типичным примером является утверждение, что «сделка, которая не обязательно соответствует критериям эффективности, может быть выбрана по другим причинам». Также очевидно, что часто перед заседанием инвестиционного комитета или ознакомлением с меморандумом о решении происходит существенный процесс сортировки и фильтрации: «инвестиционный комитет редко отклоняет предложения», «сделки редко отклоняются».

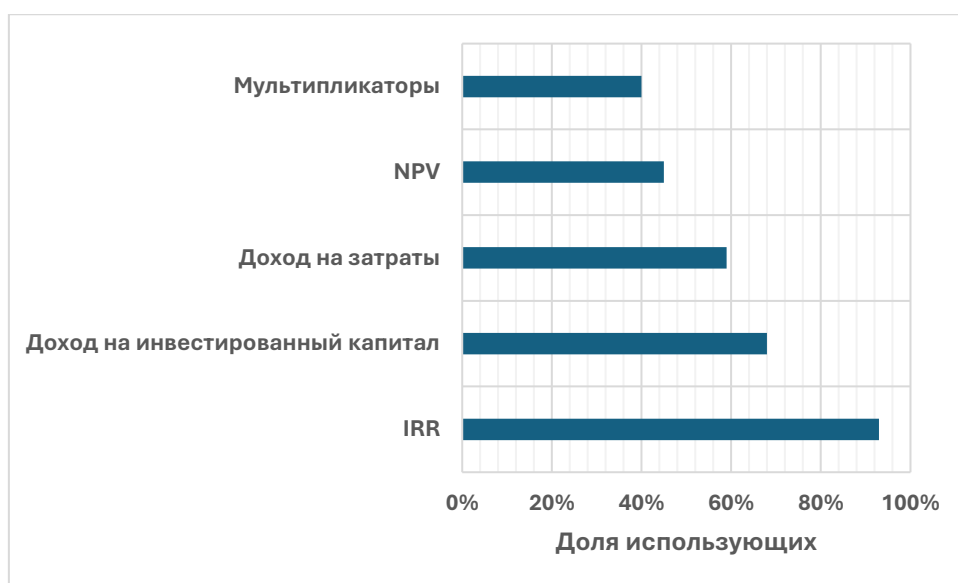
Исследователи выявили некоторое недовольство жестко формализованными процессами принятия решений и точки трения между инвестиционными и управляющими фондами, стремящимися к дискреционным полномочиям и контролю, и группами исследований, анализа и управления рисками, стремящимися обеспечить согласованность подхода и проверить достоверность исходных данных. Еще одно отмеченное противоречие заключалось в том, что более сложные, формальные модели принятия решений сталкивались с необходимостью быстрого завершения конкретной сделки. Было бы интересно изучить, проводили ли организации тестирование на исторических данных, чтобы сравнить результаты ускоренных решений с результатами решений, принятых в рамках более формальных процессов, хотя данные интервью, опросов и фокус-групп показали, что лишь немногие организации имели какие-либо систематические процедуры тестирования на исторических данных.

Как из опроса, так и из интервью следует, что принятие решений в инвестиционных комитетах в значительной степени сосредоточено на отдельной сделке и ее характеристиках риска и доходности. Некоторые респонденты прямо отметили, что влияние на общий портфель учитывалось при принятии решений. Однако лишь в нескольких случаях влияние на портфель было центральным фактором при принятии решения. Там, где исследователи смогли более подробно изучить модели, они, опять же, были в основном сосредоточены на оценке денежных потоков проекта или здания. Учитывая, что исследовательский проект был сосредоточен на целевых показателях доходности и пороговых значениях при принятии решений, это может быть предвзятостью в отчетности, но дальнейшие исследования могли бы полезно изучить этот вопрос более подробно.

3.3 Методы принятия решений и анализ чувствительности

В соответствии с предыдущими исследованиями, как интервью, так и опрос показали, что внутренняя норма доходности является доминирующим подходом к принятию решений. Наиболее часто используемые инструменты принятия решений показаны на Рисунке 3.1.

Рисунок 3.1: Наиболее часто используемые инструменты принятия решений (% ответов)



Источник: ответы респондентов. IRR = ставка внутренней доходности; NPV = чистая текущая стоимость; Мультипликаторы — любые эвристические мультипликаторы, например, отношение возвращенного капитала к инвестированному капиталу.

Для примерно 70% опрошенных IRR была основным показателем при принятии решений. В ходе опроса 93% участников назвали IRR одним из трех наиболее часто используемых инструментов, а 66% — первым. Это означает, что все эти организации должны использовать подход, основанный на целевой норме доходности (поскольку, формально, сигналом к покупке является превышение IRR над целевой ставкой). Доходность инвестированного капитала и доходность на затраты упоминались чаще, чем NPV.

В тех случаях, когда IRR не являлась основным показателем при принятии решений, обычно использовался какой-либо метрический подход — мультипликатор собственного капитала был наиболее распространенным в интервью, за ним следовали доход на вложенный капитал или эквивалент. NPV заняла только четвертое место.

Как показали интервью и опрос, метрики чаще всего определяли решения для небольших организаций (они были основным инструментом принятия решений для управляющих активами с капиталом менее 500 млн фунтов стерлингов), а также для фондов прямых инвестиций и девелоперов, где основным фактором, по-видимому, было предотвращение потери капитала клиентов.

Небольшое число крупных фирм, использующих более сложные методы моделирования, также сосредоточились на снижении рисков и предотвращении убытков, особенно там, где ключевым фактором было сохранение капитала.

Уровень технической сложности используемых подходов к моделированию значительно варьировался в разных организациях. Исследователи определяют сложность как использование формальных, теоретически обоснованных количественных моделей, использование структурированного сценарного или чувствительного анализа, активное участие отдела исследований или отдела рисков во входных данных модели и, как правило, более сложные процессы.

Возможные объяснения низкого уровня внедрения структурированных аналитических моделей включают

1. (предполагаемую) сложность применения формальных финансовых моделей к сложным, гетерогенным активам, таким как недвижимость (в сочетании с отсутствием надежных данных для запуска таких моделей на малоликвидных частных рынках);
2. нежелание высшего руководства принимать такие подходы (исследователи обнаружили признаки сопротивления даже там, где были формальные модели, а также случаи, когда формальные модели были заброшены в пользу более индивидуалистических оценок);
3. пробелы в человеческом капитале, необходимом для применения таких моделей.

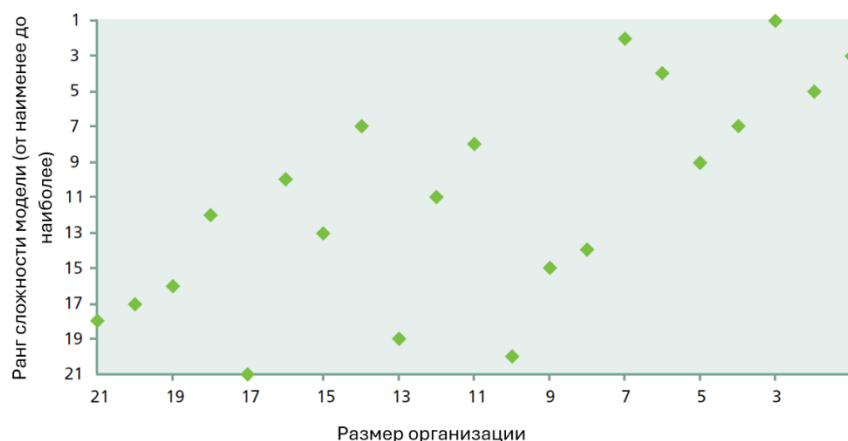
Между крупными и малыми организациями наблюдалось четкое разделение по уровню «сложности» моделирования: крупные организации, как правило, демонстрировали более высокий уровень сложности (см. Рисунок 3.2).

Учитывая множество других факторов, влияющих на инвестиционную эффективность, неудивительно, что существующие исследования показывают ограниченность данных о том, что более крупные организации с более сложными подходами способны стабильно демонстрировать превосходные инвестиционные результаты на уровне портфеля недвижимости или фонда.

Однако размер, по-видимому, помогает управляющим привлекать капитал, как подчеркивают Krautz and Fuerst (2015, с. 147), что может отражать как более глубокие сети крупных управляющих, так и взгляды инвесторов на эти сети. Анализ влияния инвестиционного процесса и инструментов принятия решений на последующую инвестиционную эффективность является интересной областью для будущих исследований ².

² Существуют противоречивые данные о влиянии размера на эффективность частных фондов недвижимости, а анализ усложняется нелинейной экономией на масштабе, связанной с активами под управлением. В исследовании активного управления портфелем, проведенном Cremmers and Lizeri (2013), сообщается, что самый низкий квинтиль диверсифицированных фондов недвижимости

Рисунок 3.2: Моделирование уровня сложности и размера организации.



Источник: стенограммы интервью, оценка исследовательской группы.

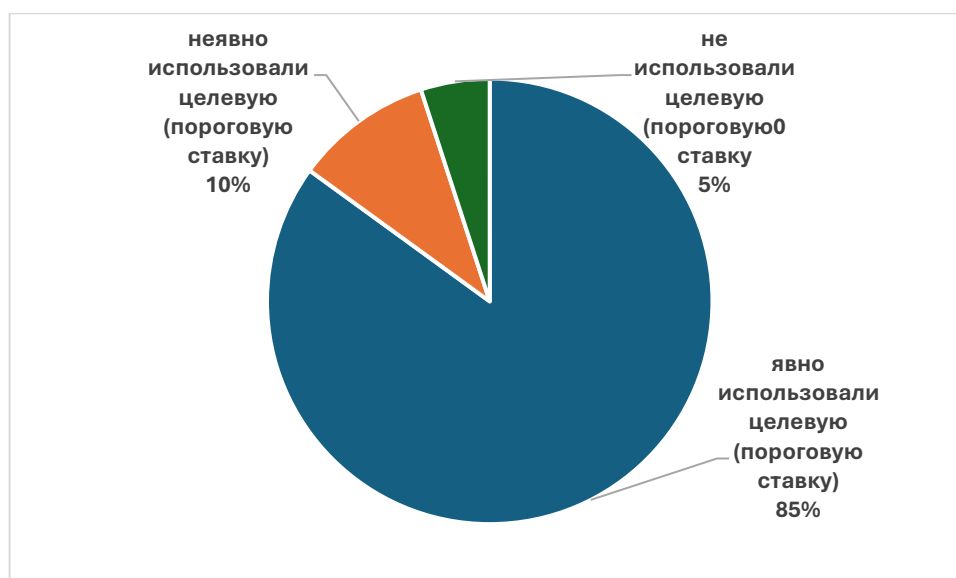
Во многих случаях рассматривался ряд сценариев, и ожидаемая доходность, целевая доходность или пороговая ставка (явно или неявно определенная) оценивались в контексте этих сценариев. Однако, как правило, при оценке вероятности различных исходов использовался субъективный подход или «интуиция», а не четкая структура для этого анализа.

Некоторые инвесторы учитывали более широкое влияние сделок на портфель при принятии решений, но обычно это было второстепенным фактором. В тех случаях, когда поднимался вопрос о соответствии портфеля, это часто происходило в контексте общего соответствия стратегии или потенциальной выгоды от дополнительных возможностей. Специализированный анализ вклада актива в достижение целей на уровне портфеля с точки зрения риска и доходности проводился редко.

3.4 Целевые ставки доходности

Хотя ряд опрошенных заявили, что не используют целевую ставку доходности или пороговую ставку доходности при принятии решений о капиталовложениях, подавляющее большинство респондентов использовали её, явно (85% в опросе) или неявно (10% в опросе).

Великобритании показал значительно более низкую среднюю доходность и доходность с поправкой на риск, чем более крупные фонды в период 2002-2011 годов, хотя самый крупный квинтиль имел несколько более низкую среднюю доходность (хотя и с меньшим стандартным отклонением), чем четвертый по величине квинтиль.



Одно важное различие, выявленное на раннем этапе исследования, заключалось в разграничении организаций, инвестирующих в качестве «принципалов», например, компаний, котирующихся на бирже, целевых фондов, крупных пенсионных фондов, и тех, кто управляет фондами для инвесторов-клиентов. В последнем случае, когда существовала абсолютная целевая доходность, она становилась фактически целевой ставкой доходности.

Для фондов с относительной целевой доходностью целевая ставка доходности зависела от ожидаемой или прогнозируемой доходности (с широким спектром подходов, от формальных прогнозов на уровне сектора до использования долгосрочных средних или эмпирических правил).

Стандартный ответ от тех, кто использует внешние источники капитала, заключался в том, что целевая ставка доходности основывалась на «требованиях клиентов». Это поднимает вопросы о том, как инвесторы формируют эти требования, как они реагируют на меняющуюся рыночную среду и соответствуют ли ожидания клиентов (и абсолютные уровни доходности) «рациональной» ожидаемой рыночной доходности капитала, как долгового, так и акционерного?

Если доходность, предлагаемая для основных, дополнительных или инвестиционных фондов, остается относительно стабильной, в то время как доходность облигаций, ожидаемая инфляция и ожидания роста снижаются, то это может быть сигналом инерции, устойчивости ожиданий инвесторов, что имеет последствия для поведения управляющих фондами.

Для организаций, формирующих собственные внутренние целевые ставки доходности, модели, основанные на стоимости долга и собственного капитала, явно отсутствовали.

Хотя некоторые пороговые ставки основывались на средней или типичной доходности на рынке (с различной степенью детализации и различиями между теми, кто прогнозирует, и теми, кто использует исторические средние значения, в основном между крупными и малыми организациями), доминирующей моделью была модель «безрисковая ставка плюс премия за риск». Однако эта **простая формула $R_f + R_p$ скрывает широкий спектр подходов, от простых эмпирических правил до сложных, многоуровневых моделей и типовых подходов.**

Безрисковая ставка обычно основывалась на доходности государственных облигаций, но существовали значительные различия в используемых облигациях, например,

- в подходе с использованием дюрации, в том, использовалась спотовая доходность, скользящая средняя или «нормализованные» ставки,
- проводились / не проводились какие-либо корректировки для количественного смягчения и т.д.,
- реальная доходность облигаций использовалась реже, подавляющее большинство использовали номинальную доходность.

Это поднимает вопросы о согласованности подхода к учету инфляции при использовании исторических показателей доходности, роста и т. д.

Для тех, кто имеет международные инвестиционные портфели, наблюдалось разделение между теми, кто использовал безрисковые ставки своего внутреннего рынка (или эталонной валюты для организаций, предлагающих, например, фонды в евро, но базирующиеся в Великобритании), и теми, кто использовал доходность местных целевых рынков облигаций в качестве показателя суверенного риска и других системных факторов риска.

При правильном применении оба подхода должны давать сопоставимые результаты. Однако были некоторые свидетельства двойного учета некоторых премий за риск и некоторые признаки неопределенности в отношении того, какие факторы — недвижимость или национальные — определяют риск.

Методы расчета премий за риск, используемые организациями, применяющими подход, основанный на безрисковой ставке плюс премии за риск, значительно различались: от применения единой премии за риск для всего объекта недвижимости до сложных многоуровневых подходов с множеством компонентов. Там, где приводились цифры, основная премия за риск в сфере недвижимости варьировалась от 2,25% до 3,5%, причем эта цифра, по-видимому, получена на основе анализа исторических показателей доходности, анализа данных опросов или «внутренней оценки».

Одним из основных источников различий был подход к оценке риска отдельных активов. Некоторые организации вообще не вносили никаких корректировок на уровне отдельных объектов недвижимости (возможно, учитывая отраслевые и рыночные различия). Для большинства организаций индивидуальные характеристики играли важную роль в формировании премии за риск: качество и характеристики зданий, микролокация, аренда и ковенантные факторы были распространенными факторами наряду с корректировками на уровне сектора. В ходе опроса 80% респондентов применяли пороговое значение, специфичное для отдельных проектов или инвестиций. В некоторых случаях существовал формальный процесс или система оценки для таких корректировок; чаще это была более субъективная корректировка, осуществляемая посредством группового обсуждения.

В литературе подчеркивается, что применение единых средневзвешенных затрат на капитал (WACC) в качестве ставки дисконтирования было бы неправильным для фирмы с проектами, имеющими довольно сильно различающиеся профили риска.

Однако, в то же время, в крупной фирме индивидуальный, идиосинкратический риск следует диверсифицировать, чтобы сосредоточиться на систематическом воздействии на риск, а не на специфическом риске.

Возможно, это одно из отличий инвестиций в недвижимость от инвестиций в общие корпоративные финансы: у небольших фондов относительно мало проектов, и поэтому им необходимо более детально учитывать специфические риски. Тем не менее, как в ходе интервью, так и в опросе стало ясно, что некоторые из крупнейших инвесторов по-прежнему вносят детальные корректировки на уровне отдельных объектов недвижимости.

Также было отмечено, что **пороговые значения доходности будут увеличены для новых секторов (48%) и в некоторых случаях для краткосрочных инвестиций (29%).**

Ряд организаций использовали среднюю доходность от инвестиций в недвижимость в качестве порогового значения доходности, либо в качестве основного порога принятия решения, либо в качестве проверки при наличии целевой абсолютной доходности, определяемой клиентами или внутренней структурой.

Эти значения существенно различались по детализации: от единых показателей для всего класса активов (обычно для основной, неиспользуемой заемными средствами недвижимости) до подробных показателей по секторам рынка.

В тех случаях, когда в качестве основы использовалась рыночная доходность, она, как правило, базировалась на исторических средних значениях, хотя некоторые фонды использовали конкретные прогнозы (это чаще всего касалось фондов с целевыми показателями относительной доходности, такими как превышение MSCI-IPD с некоторым отрывом).

Выбор временного периода для исторических средних значений практически не обсуждался, а вопрос корректировки с учетом инфляционных ожиданий вообще не рассматривался. Оглядываясь назад, можно сказать, что исследование должно было уделить больше внимания этому вопросу, но полученные результаты согласуются с почти повсеместным использованием номинальных, а не реальных данных в моделях принятия решений.

Для многих организаций подход к девелоперским проектам был иным, как правило, с единым, более высоким, требуемым порогом доходности. Этот порог, казалось, был фиксированным для всех рынков и периодов времени: «ожидается, что девелоперские проекты принесут доходность в 15%». Некоторые фонды (как правило, небольшие) включали компонент «прибыли» в денежные потоки наряду с повышенной целевой ставкой, что, по-видимому, означало двойной учет риска.

3.5 Влияние референдума по выходу из ЕС

В ходе опроса исследователи задали вопрос о том, как голосование за выход из ЕС повлияло на пороговые ставки доходности. 68% респондентов отметили, что их пороговая ставка осталась неизменной, в то время как 14% сообщили о ее повышении. 4% ответили, что пороговая ставка снизилась, утверждая, что для клиентов, ориентированных на относительную доходность, учитывая, что голосование за Brexit снизило ожидания рыночной доходности, следовательно, требуемая доходность, соответственно, упала. Те, кто утверждал, что она увеличилась, подчеркнули дополнительную неопределенность и риск (будь то экономика, рост рынка недвижимости или ликвидность).

3.6 Обратная связь от фокус-групп

Для получения более глубокого понимания этих результатов и обсуждения того, как структура и характеристики рынка коммерческой недвижимости влияют на процессы принятия решений и модели, используемые в инвестиционных сделках, исследователи провели три фокус-групповых дискуссии: одну после первоначального обзора литературы и две дополнительные фокус-группы в Лондоне в ноябре, чтобы обсудить результаты интервью и опроса и представить отраслевую точку зрения на эти результаты. Эти группы подтвердили ряд выводов исследования, например, стандартную модель корпоративных финансов, в которой фирма основывает свою целевую норму доходности на собственной стоимости капитала, которая плохо согласуется с архитектурой индустрии инвестиций в коммерческую недвижимость, за исключением того, что требуемая (после учета заемных средств) доходность фонда определяется доходностью, требуемой поставщиками акционерного капитала. Эти группы предоставили возможность обсудить дальнейшие аспекты постановки целей, инерцию целевых показателей и потенциальные последствия с точки зрения дополнительных рисков и усилий (сложности), необходимых для достижения целей. Фокус-группы подчеркнули предварительную фильтрацию сделок до принятия решений инвестиционными комитетами и элементы стратегии, нисходящие сверху вниз.

Акцент на отдельных активах был обоснован тем, что именно специфика сделок приводила к убыткам. Опасения относительно более количественных методов обсуждались с осторожностью по отношению к этим методам в целом, опасениями по поводу доступности данных и опасениями по поводу квалификации и образования. В ходе фокус-групп также подтвердились результаты интервью, показавшие ограниченную возможность ретроспективного тестирования результатов, и была выражена некоторая обеспокоенность по этому поводу, признав, что, хотя это и сложно, ретроспективное тестирование было бы хорошей управленческой практикой.

4. ВЫВОДЫ

Пороговые значения доходности широко (почти всегда) используются, но с различными подходами к их формулированию и корректировке. Также существуют существенные различия в применении пороговых значений доходности в процессе принятия решений в разных организациях, а также в уровне сложности процессов принятия инвестиционных решений.

Ставка внутренней доходности (IRR) является доминирующим показателем принятия решений для всех типов инвестиций.

Отсутствие использования чистой текущей стоимости (NPV) само по себе не является поводом для беспокойства (несмотря на ее превосходство), но может отражать недостаточную квалификацию отрасли, что, в свою очередь, отражается в подходе к моделированию более сложных инвестиций.

Более крупные организации, обладающие большими ресурсами, проводят более сложный анализ, ставят под сомнение «интуицию» и учитывают другие аспекты риска. Однако даже в крупнейших организациях наблюдалось ограниченное использование передовых количественных методов и существенная зависимость от субъективной/оценочной корректировки, а также от рыночного опыта и экспертизы. В некоторых случаях наблюдался отход от формальных количественных подходов и возвращение к более интуитивному, субъективному подходу. Следовательно, хотя пороговые ставки широко используются, управляющие инвестициями часто игнорируют формальный анализ и изменяют предположения модели.

Существует широкий спектр методологий, используемых для установления пороговых ставок. Они отражают разнообразие типов инвесторов, направленность на активы и рынки, инвестиционный горизонт и цели. Основное различие заключалось в организациях «фирменного типа», где целевые показатели являются внутренними, и организациях «управления фондами», где целевые показатели могут быть специфичными для конкретного фонда и формируются в соответствии с ожиданиями инвесторов-клиентов и предложениями конкурентов.

Для организаций «фирменного типа», хотя некоторые использовали формальный подход средневзвешенных затрат на капитал, это не было нормой, поскольку основные пороговые ставки обычно отражали безрисковую ставку плюс премию за риск или основывались на исторической или прогнозной доходности, возможно, исходя из более традиционных подходов к оценке недвижимости.

Учитывая разнообразие подходов, неудивительно, что не было ни единого, ни общего элемента риска, определяющего пороговую ставку, ни консенсуса относительно элементов риска, вносящих наибольший вклад.

Там, где использовался подход с безрисковой ставкой и премией за риск, в качестве ориентира использовались ставки по государственным облигациям (спотовые против форвардных, номинальные против реальных).

Международные инвестиции иногда оценивались путем конвертации доходности в национальную валюту и использования внутренней пороговой ставки или путем сравнения иностранной доходности с конкретной пороговой ставкой для данного рынка (и данного проекта).

Некоторые подходы казались непоследовательными в том, как обрабатывались системные риски и инфляционные ожидания на «страновом уровне» (они

появлялись в безрисковой ставке, в премии за риск и в денежных потоках без четкого уточнения, разделения или явного учета взаимодействий).

Как отмечалось в обзоре литературы, проекты, в которых управляющий имеет право изменять денежные потоки (то есть сделки, которые можно охарактеризовать как повышающие стоимость или оппортунистические), могут не соответствовать стандартным подходам к ценообразованию активов и затратам на капитал, но именно здесь корректировки, основанные на рыночной оценке, были наиболее распространены. Как и прежде, крупные организации (особенно те, которые работают с различными классами активов) чаще использовали формальные модели и шаблоны для определения базовой целевой нормы доходности, прибыли или премии за риск. Подходы, основанные на реальных опционах (или учитывающие концепцию реальных опционов), заметно отсутствовали. Это объяснялось уникальными характеристиками недвижимости как актива, но существует множество примеров столь же разнородных активов, где такие подходы применяются.

Как правило, пороговые значения доходности корректируются для каждого проекта в отдельности, хотя небольшое число организаций применяют общий подход к пороговым значениям доходности для всех инвестиций.

На уровне проекта эти корректировки отражают индивидуальные характеристики недвижимости (качество здания, микролокация, условия договора аренды с арендатором, срок аренды и т.д.).

Это подтверждает тенденцию в современной практике фокусироваться на риске отдельного проекта, а не на его влиянии на риск портфеля. Похоже, что более широкий контекст портфеля для принятия решений по отдельным инвестициям плохо интегрирован в формальные инвестиционные процессы. Отчасти это отражает неравномерность инвестиций и сложность диверсификации частного портфеля недвижимости, но это в основном относится к небольшим фондам и организациям. Фокус на идиосинкратическом риске, похоже, глубоко укоренился в отрасли и оправдан негативными последствиями неудач отдельных проектов (которые не рассматриваются как компенсируемые эффектами диверсификации в других частях портфеля).

Большинство опрошенных использовали анализ чувствительности и сценарный анализ, но это редко формализовалось (например, путем присвоения вероятностей сценариям или с помощью методов моделирования). Акцент делался на риске потерь — что может пойти не так? Это также согласуется с мнением о том, что, поскольку крупные отдельные сделки составляют значительную долю общего портфеля, специфический риск имеет важное значение — неудачная сделка может оказать очень существенное влияние на общую эффективность компании или фонда. Хотя это, скорее всего, справедливо для небольших и более концентрированных фондов, это представляется общим мнением, которое также оправдывает детальный подход к определению премий за риск. Поскольку к сценариям редко применяются весовые коэффициенты и вероятности, определение значимости рисков снижения стоимости становится вопросом субъективной оценки. Также стало очевидно, что многие управляющие инвестициями устанавливают надбавку к любым целевым показателям/процентной ставке доходности, рассчитанной на основе стоимости капитала. Это может отражать стремление обеспечить доходность, превышающую требуемую поставщиками капитала, и/или создание буфера для преодоления ограничений по капиталу или ресурсам. Традиционные финансовые модели предполагают, что ресурсы для управления

любыми проектами с положительной чистой приведенной стоимостью (NPV) могут быть найдены, но это нереалистично в условиях бюджетных ограничений и необходимости применения очень специфических управленческих навыков.

Ставки доходности выше средневзвешенных затрат на капитал (WACC) отсеивают проекты с незначительной прибылью, снижая давление на ресурсы.

Некоторые ставки доходности более устойчивы, чем другие – те, которые считаются экзогенными (обусловленными желаниями клиентов), могут медленно адаптироваться к новым рыночным реалиям. Это может привести к давлению на увеличение риска для достижения доходности («стиль дрейфа»). Это была повторяющаяся тема интервью и фокус-групп.

Подход к оценке проектов девелопмента, по-видимому, отличается от подхода к оценке существующих инвестиций; часто применяется абсолютный пороговый уровень или подход маржи прибыли, который, по-видимому, не коррелирует с доходностью существующих инвестиций или процентными ставками доходности.

Традиционные модели оценки проектов девелопмента, включающие элементы «прибыли девелопера» и обычное дисконтирование долга и денежных потоков проекта (то есть, с включением затрат на заем в прогнозные модели денежных потоков), по-прежнему широко распространены.

В отношении различий между типами инвесторов и типами сделок были отмечены следующие моменты:

- Крупные инвесторы, как правило, проводят более тщательный анализ чувствительности и используют более сложные методы, особенно если активы входят в состав крупного портфеля или организации;
- Более оппортунистические фонды ориентируются на абсолютные целевые показатели доходности и меньше — на превышение рыночных показателей/ожидаемой доходности;
- Сравнение ставки внутренней доходности (IRR) и пороговой ставки является стандартным, но в более оппортунистических фондах больше внимания уделяется мультипликаторам;
- Для девелоперских проектов широко используется показатель прибыли на затраты;
- Для многих инвесторов доход на затраты является частью процесса принятия решений;
- Для некоторых групп клиентов доход является ключевым фактором при принятии инвестиционных решений;
- Время, доступное для оценки сделки, влияет на пороговую ставку ³.

По-видимому, отсутствует хорошо развитая культура обучения и анализа.

Имеются ограниченные доказательства того, что суждения, предположения и модели пересматриваются и проверяются на исторических данных. Фокус-группы выявили, что в этом играют роль ограничения ресурсов и квалификации. Тем не менее, учитывая заявленную важность отдельных сделок для достижения результатов, кажется удивительным, что элементы инвестиционных решений не подвергаются тщательному анализу и проверке. Очевидно, что анализировать

³ То есть, если сделка должна быть закрыта быстро, то требуемая доходность увеличивается: это согласуется с увеличением премии за риск, отражающей более низкий уровень должной осмотрительности.

можно было бы только «принятые» сделки, что усложняет такие формальные процессы проверки на исторических данных.

Особенности рынка недвижимости, по-видимому, используются в качестве оправдания интуиции и суждений, а не наряду с детальным и строгим анализом.

Участники отрасли выразили обеспокоенность тем, что отрасли не хватает навыков для оценки и внедрения более сложных аналитических методов. Если это недостаток образования, отрасль могла бы оказать давление на университеты, чтобы те включили такие модели (и использовали знание передовых методов в качестве критерия отбора при приеме на работу выпускников). В той мере, в которой более продвинутые методы уже преподаются выпускникам начального уровня, остается вопрос о приемлемости таких подходов для более опытных специалистов, о создании контекста, в котором можно было бы поощрять и развивать более продвинутые методы, а также неизбежный вопрос о надежности и детализации данных, необходимых для их применения.

Подводя итог ключевым моментам:

- Пороговые ставки широко используются при принятии решений об инвестициях в недвижимость.
- Ставка внутренней доходности (IRR) является доминирующим показателем при принятии решений. Чистая приведенная стоимость (NPV) не получила широкого распространения, несмотря на свое превосходство.
- Хотя некоторые крупные организации используют более сложные методы, применение анализа чувствительности и сценарного анализа редко формализуется.
- Пороговые ставки для организаций типа «управление фондами» обычно определяются внешними факторами, такими как требования клиентов, действия конкурентов и доля капитала относительно инвестиционных инструментов, доступных на рынке. В других случаях обычно используется подход «безрисковая ставка плюс премия за риск».
- Организации типа «фирма» имеют более внутреннюю цель – они, как правило, используют подход «безрисковая ставка плюс премия за риск» для установления пороговых ставок, хотя также используются подходы, основанные на средневзвешенных затратах на капитал.
- Используемые пороговые ставки обычно специфичны для каждого проекта, при этом акцент делается на проектном риске, а влияние отдельных решений на более широкий портфель, как правило, плохо интегрировано в формальные инвестиционные процессы.
- В отрасли наблюдается тенденция устанавливать целевые показатели доходности выше скорректированных на риск пороговых значений. Исследователи рекомендуют уделять больше внимания более справедливому отражению неопределенности ожидаемых денежных потоков, а не внесению дополнительных корректировок в пороговые значения.
- По мнению исследовательской группы, пороговые ставки должны отражать влияние на риск портфеля и затраты на капитал, а ожидаемая доходность (денежные потоки) должна оцениваться в контексте всего портфеля, а не рассматриваться изолированно.
- Особенности рынка недвижимости, по-видимому, используются как оправдание для интуиции и суждений, а не в сочетании с детальным и тщательным анализом.

- Отсутствует развитая культура обучения и анализа, и исследователи считают, что отрасль должна стремиться к решению этой проблемы.

ПРИЛОЖЕНИЕ А: ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Введение

Существует значительный объем литературы, посвященной изучению того, используются ли и каким образом критерии принятия решений по капитальным инвестициям в инвестиционных процессах компаний. Эти исследования проводятся преимущественно путем опроса и интервьюирования лиц, принимающих финансовые решения.

Общий результат этих исследований заключается в том, что формальные критерии капитальных инвестиций используются на практике, но часто дополняются критериями, которые, согласно инвестиционной теории, следует применять с осторожностью или не применять вообще.

Существуют также типы проектов, для которых теория предоставляет инвестиционные критерии, но они лишь изредка применяются непосредственно практиками. Существует ряд работ, которые пытаются осмыслить эти эмпирические данные.

Обзор литературы начинается с характеристики инвестиционных проектов, а затем для каждого типа обсуждаются критерии, предложенные инвестиционной теорией. Далее следует обсуждение рассмотренных исследований и их результатов. Обзор завершается объяснением расхождений между инвестиционной теорией и практикой.

А.1 Типы инвестиционных проектов

Следуя Brennan and Trigeorgis (2000), можно выделить три основных типа инвестиционных проектов.

1. В первом случае управляющий инвестициями сталкивается с проектом, имеющим экзогенные денежные потоки, которые не могут быть изменены управляющим в будущем. В сфере недвижимости такой проект включает в себя так называемые «основные» инвестиции и соответствует полностью сданному в аренду зданию с долгосрочными договорами аренды. Учебники по корпоративным финансам очень четко определяют инвестиционные критерии, которые следует использовать для проектов этого типа.
2. Во втором типе инвестиционных проектов будущие денежные потоки могут быть изменены управляющим. В сфере недвижимости такие проекты включают в себя проекты, которые называются проектами с добавленной стоимостью или оппортунистическими проектами, в зависимости от степени гибкости, которую проект обеспечивает.
 - а. Здание с вакантными помещениями, которые могут быть заполнены, или с договорами аренды, которые могут быть скорректированы в будущем, также будет таким проектом.
 - б. Другим примером может служить земельный участок, который владелец может застроить в будущем. Землевладелец сегодня знает, что будет ждать лучшего момента в будущем, и это делает денежные потоки эндогенными. Теория корпоративных финансов предписывает, что модели реальных

опционов обеспечивают соответствующие инвестиционные критерии в этой ситуации.

3. В третьем типе проектов важную роль играют стратегические взаимодействия между участниками рынка. Например, два застройщика могут быть заинтересованы в открытии нового торгового центра, но прибыльным окажется только первый. Другой пример — офисный комплекс, для которого необходимо построить ряд других объектов инфраструктуры (кафе, рестораны, отели, магазины и т. д.) поблизости, и которые зависят от этого комплекса. В настоящее время это активно изучаемая область, но она еще не нашла отражения в учебниках по корпоративным финансам.

А.2 Критерии принятия инвестиционных решений, рекомендованные в учебниках по финансам

Проекты первого типа: основные инвестиции

Для проектов этого типа, денежные потоки которых не могут быть изменены управляющим, теория инвестиций предписывает использовать чистую текущую стоимость (NPV) в качестве критерия инвестирования. NPV показывает, приносит ли проект дополнительную стоимость компании или нет.

NPV рассчитывается в два этапа.

Во-первых, ожидаемые будущие чистые денежные потоки проекта дисконтируются до текущей даты по ставке, соизмеримой с риском проекта. Эта ставка дисконтирования или пороговая ставка часто не поддается непосредственному наблюдению. В учебниках описывается, как управляющие должны оценивать пороговую ставку для проекта, что будет обсуждаться ниже.

Во-вторых, после вычисления текущей стоимости проекта из нее вычитаются первоначальные инвестиционные затраты проекта, что приводит к получению NPV.

Brealey et al. (2007, Таблица 7-3) утверждают, что NPV является «золотым стандартом» критериев инвестирования; это

... единственный критерий, обязательно соответствующий максимизации стоимости фирмы [и] обеспечивающий надлежащие правила для выбора между взаимоисключающими инвестициями.

Учебники по инвестициям в недвижимость следуют этой логике. Brown and Matysiak (2000, с. 157) утверждают, что

... единственным допустимым критерием инвестиционного решения является использование чистой текущей стоимости.

Geltner et al. (2007) посвящают несколько глав расчету текущей стоимости.

Вместо того чтобы использовать пороговую ставку непосредственно для расчета чистой текущей стоимости, в принципе, можно сначала найти ставку дисконтирования, которая приводит к нулевой чистой приведенной стоимости, а затем сравнить эту ставку внутренней доходности (IRR) с пороговой ставкой.

Если IRR по крайней мере равна пороговой ставке, то проект следует реализовать.

Хотя критерии NPV и IRR могут приводить к идентичным решениям, использование IRR часто не рекомендуется в учебниках. Как отмечают Brealey et al. (2007, Таблица 7-3),

IRR не может ранжировать взаимоисключающие проекты – проект с более высокой IRR может иметь более низкую чистую приведенную стоимость.

Например, земельный участок может быть застроен либо торговым центром, либо офисным зданием с магазинами, но не тем и другим одновременно. Если один проект имеет более высокую чистую приведенную стоимость (NPV), но более низкую внутреннюю норму доходности (IRR), чем альтернативный проект, то критерий инвестирования IRR может привести к неправильному решению о развитии (Geltner et al. 2007, p. 219) ⁴.

Кроме того, **IRR для проекта может быть не уникальной. Это может произойти с проектами, имеющими периоды положительных и отрицательных ожидаемых денежных потоков, как это может быть в случае девелоперского проекта или сделки с недвижимостью, которая включает значительные капитальные затраты и перепрофилирование после истечения срока действия существующего договора аренды** (Berk and DeMarzo 2014, pp. 210).

Поскольку ставка внутренней доходности (IRR) никогда не является лучшим инвестиционным критерием, чем чистая приведенная стоимость (NPV), а иногда и худшим, учебники по корпоративным финансам и инвестициям в недвижимость обычно не рекомендуют ее использование. То же самое относится и к критерию окупаемости, который оценивает, сколько времени требуется, чтобы проект окупил свои затраты на реализацию. Учебники обсуждают этот метод, поскольку он используется на практике, но предупреждают о его недостатках.

Berk and DeMarzo (2014, с. 210) пишут:

- Правило окупаемости не так надежно, как правило NPV, потому что оно*
- (1) игнорирует затраты на капитал проекта [пороговую ставку доходности]*
 - .../*
 - (2) игнорирует денежные потоки после периода окупаемости и*
 - (3) опирается на произвольный критерий принятия решения (какое количество лет следует установить для периода окупаемости?).*

Критерий дисконтированной окупаемости — это модификация, которая, по крайней мере, учитывает дисконтирование, но все еще уязвима для (2) и (3).

По мнению Berk and DeMarzo (2014, стр. 208), любые инвестиционные критерии, кроме чистой приведенной стоимости (NPV), могут привести к «неправильным решениям, которые уменьшают богатство».

Это не обязательно означает, что эти критерии следует полностью игнорировать. Во-первых, как отмечают Ross et al. (2006, с. 284), альтернативные критерии могут быть полезны для

... оценки надежности расчетной чистой приведенной стоимости (NPV).

⁴ Это, очевидно, имеет значение только в том случае, если ставки внутренней доходности всегда превышают соответствующие пороговые значения.

По этой причине фирмы обычно используют несколько критериев для оценки [проектного] предложения.

Но даже здесь альтернативные критерии должны играть лишь вспомогательную роль и никогда не должны отменять критерий NPV. Во-вторых, инвесторы могут столкнуться с ограничением капитала, в этом случае критерий окупаемости может иметь смысл.

Например, Brown and Matysiak (2000, с. 147) рассматривают случай девелопера недвижимости с ограниченными ликвидностями, который может предпочитать проекты, быстро окупаемые, даже если альтернативные проекты могут иметь более высокую NPV. Затем этот девелопер будет использовать критерий окупаемости для принятия решения о проектах.

Критерий окупаемости также может быть актуален для частных фондов недвижимости, организованных в форме товариществ с ограниченной ответственностью. Такие фонды имеют фиксированный срок существования, и генеральный партнер должен обеспечить выплату средств в конце срока действия. Критерий окупаемости также может быть актуален для частных фондов недвижимости, организованных в форме товариществ с ограниченной ответственностью. Такие фонды имеют фиксированный срок существования, и генеральный партнер должен гарантировать, что выручка будет выплачена в конце срока.

В учебниках не только предписывается использовать NPV в качестве инвестиционного критерия, но и подробно описывается, как следует применять этот критерий.

Процесс применения начинается с оценки распределения денежных потоков проекта. **Оценка может быть облегчена несколькими различными методами, что часто зависит от имеющихся данных. Далее следует оценка пороговой ставки доходности. Эта ставка**

... представляет собой минимальную ожидаемую ставку доходности, которую должна обеспечивать инвестиция, чтобы быть привлекательной

(Ross et al., 2006, p. 420).

Минимальная ставка часто также называется требуемой нормой доходности или стоимостью капитала. Она основана на идее, что управляющий инвестициями действует от имени владельцев компании и должен продолжать проект только в том случае, если он обеспечивает как минимум доходность активов с тем же риском, которые уже торгуются на рынке. Легко ли определить стоимость капитала или нет, зависит от типа компании.

Если компания, акции которой котируются на бирже, хочет реализовать новый проект, аналогичный существующим, то требуемая норма доходности для этого проекта будет равна затратам на капитал компании. В качестве примера рассмотрим инвестиционный фонд недвижимости (REIT), владеющий только торговой недвижимостью в Лондоне, который хочет приобрести еще одно торговое здание в этом районе. Здание будет очень похоже на те, которые уже принадлежат REIT. Следовательно, инвесторы должны требовать от

инвестиций в новое здание ту же норму доходности, что и от инвестиций в REIT. Если бы REIT полностью финансировался за счет собственного капитала, то для оценки затрат на капитал и, следовательно, требуемой ставки доходности можно было бы использовать прошлые показатели доходности.

Однако, поскольку REIT использует различные источники финансирования, для определения требуемой ставки доходности необходимо учитывать структуру капитала.

Средневзвешенные затраты на капитал (WACC) является общепринятым методом для этого. Они представляют собой средневзвешенное значение требуемой доходности, которую запрашивают держатели обыкновенных и привилегированных акций ⁵, и предельных издержек заемного капитала, которыми являются процентные ставки, требуемые держателями облигаций и банками (см. Berk и DeMarzo, 2014, глава 14.3).

Поскольку процентные платежи могут быть вычитаемыми из налогооблагаемой базы – что неактуально для REIT – затраты заимствований должны быть скорректированы с учетом этих преимуществ (см. Berk и DeMarzo, 2014, глава 14.3). Хотя предельные издержки заимствования часто поддаются наблюдению, необходимо оценить требуемую доходность собственного капитала. Это следует сделать, оценив норму доходности, которую инвесторы потребуют от инвестирования в остаточные денежные потоки после обслуживания других компонентов финансирования.

Оценка может основываться на прошлых показателях доходности собственного капитала, если таковые имеются, но часто требует использования модели ценообразования активов.

Обычно рекомендуется модель ценообразования капитальных активов (CAPM).

В учебниках отмечается, что эта модель не идеальна, но

... несовершенства CAPM могут быть не критичными в контексте капитального бюджетирования и корпоративных финансов, где ошибки в оценке денежных потоков проекта, вероятно, окажут гораздо большее влияние, чем небольшие расхождения в затратах на капитал.

(Berk and DeMarzo 2014, p. 423).

Kaplan and Ruback (1995) приводят доказательства этого утверждения.

Они используют CAPM для оценки пороговой ставки и оценивают стоимость компаний с ее помощью; полученные значения достаточно точны по сравнению с фактическими ценами сделок.

В некоторых учебниках обсуждаются другие модели ценообразования активов, такие как модели фундаментальных факторов, которые можно использовать для оценки требуемой ставки доходности; см., например, Brealey et al. (2006, стр. 197) и Berk and DeMarzo (2014, глава 13.7).

Помимо возможности расчета требуемых ставок доходности компонентов структуры капитала, модель CAPM (или любая другая модель ценообразования активов) также

⁵ Варианты метода дисконтированных денежных потоков позволяют оценить денежные потоки после учета обслуживания долга (а иногда и любых налоговых последствий): денежные потоки отражают «поток собственного капитала» проекта. Такой подход дисконтирует денежные потоки по затратам на собственный капитал, а не по WACC. Следует проявлять осторожность, учитывая, что денежные потоки, связанные с обслуживанием долга, вероятно, менее рискованны, чем потоки, возникающие в результате самого проекта.

имеет образовательный элемент, поскольку она «заставляет менеджеров правильно думать о риске» (Berk and DeMarzo 2014, стр. 423).

В этом контексте «правильно думать» следует понимать как то, что для требуемой нормы доходности важен только систематический риск для данного типа активов, и что детальная корректировка ставки дисконтирования для отражения специфических особенностей актива нецелесообразна.

Geltner et al. (2007, стр. 569) подчеркивают, что эти выводы из модели CAPM естественным образом применимы и к реальным инвестициям. Соответственно, учебники предостерегают от добавления «поправочных коэффициентов» к пороговым ставкам, что часто делается

... потому что менеджеры не учитывают должным образом негативные результаты в прогнозах денежных потоков. ... Если прогнозы денежных потоков составлены должным образом, ставка дисконтирования должна отражать только рыночный [систематический] риск проекта.

(Brealey et al. 2007, p. 312).

Приведенное выше обсуждение основывалось на двух предположениях.

Во-первых, проект аналогичен существующему бизнесу компании, и рыночная информация легкодоступна, поскольку компания котируется на бирже. Если оцениваемый проект отличается от обычного бизнеса компании, то средневзвешенные затраты на капитал (WACC) компании, вероятно, будет неподходящим выбором (Ross et al., 2006, pp.485; Brealey et al. 2007, pp.310; Berk and DeMarzo 2014, p.419).

В этом случае Ross et al. (2006, pp.487) предлагают два подхода к определению пороговой ставки доходности для конкретного проекта.

1. **Первый — это подход «чистой игры»**, при котором пороговая ставка доходности оценивается с использованием информации от фирм, подверженных тому же риску, что и проект. Поскольку специализированный проект будет подвержен лишь нескольким рискам, предпочтение отдается фирмам, специализирующимся на этих рисках. Например, если риском, лежащим в основе проекта, является цена на нефть, то для оценки требуемой ставки доходности инвестиций в нефтяной сектор следует использовать информацию о ценах компаний, работающих исключительно в этой отрасли. Подход «чистой игры» может быть использован только в том случае, если на рынке существуют подходящие компании и имеется вся необходимая информация для расчета ставки дисконтирования.
2. **Второй подход — субъективный**. Исходя из средневзвешенных затрат на капитал (WACC) компании, управляющий инвестициями корректирует эту ставку, чтобы учесть подверженность (систематическому) риску, если проект отличается от существующих активов компании. Как пишут Ross et al. (2006, стр. 488), субъективный подход часто используется компаниями:

В принципе, было бы лучше объективно определять требуемую доходность для каждого проекта отдельно. Однако на практике может оказаться невозможным выйти за рамки субъективных корректировок, поскольку либо необходимая информация недоступна, либо затраты и усилия просто не стоят того.

Brealey et al. (2007, с. 335) положительно отзываються о субъективном подходе и пишут, что пороговая ставка доходности для конкретного проекта может основываться на средневзвешенных затратах на капитал (WACC) компании в целом, если она должным образом скорректирована с учетом проектных рисков. Если менеджеры хорошо понимают относительные различия в рискованности проектов, это может привести к принятию соответствующих решений на уровне компании. Например, REIT может установить различные классы риска для разных типов зданий и площадей с соответствующими пороговыми ставками доходности и сопоставить каждый отдельный проект с одним из этих классов. Для определения текущей стоимости соответствующего здания ожидаемые денежные потоки дисконтируются с использованием пороговой ставки доходности соответствующего класса риска.

Ни один из рассмотренных до сих пор подходов к оценке требуемой ставки доходности не является полностью подходящим для управляющих частными инвестиционными фондами, такими как фонды недвижимости ⁶.

1. Во-первых, акции таких фондов обычно не торгуются активно, и даже если торгуются, цены сделок не будут доступны для публичного наблюдения. Это означает, что подход «чистой игры» не может быть реализован.
2. Во-вторых, управляющие обычно управляют множеством фондов и в принципе могли бы узнать что-то о предпочтениях в отношении риска различных типов инвесторов. Однако, учитывая неоднородный характер проектов, такие полученные требуемые ставки доходности должны быть скорректированы с учетом различий в систематическом риске между старыми и новыми проектами. Альтернативой было бы оценить требуемую ставку доходности для нового фонда на основе прогнозов денежных потоков с использованием модели CAPM. Однако только крупные управляющие компании будут обладать ресурсами и опытом, чтобы следовать такому подходу.

Это согласуется с цитатой Ross et al. (2006, стр. 488) о том, что **лучше всего «объективно определить требуемую доходность для каждого проекта отдельно»**.

Хотя кажется, что у управляющих фондами меньше выбора в отношении методов оценки требуемой доходности, иногда в этом может и не быть необходимости. Это может произойти, если инвесторы фонда устанавливают для управляющего целевую доходность, и эта доходность хорошо отражает то, что рынок в среднем требует для типичных инвестиций в недвижимость. Управляющему все равно приходится корректировать требуемую доходность для каждого проекта, используя субъективный подход, чтобы определить, какие проекты приносят дополнительную прибыль, а какие нет. Эта задача должна быть проще, если знать целевую доходность инвесторов.

Хотя литература по недвижимости в целом следует литературе по корпоративным финансам с 1980-х годов, отставая метод дисконтированных денежных потоков и критерий чистой текущей стоимости (NPV), связь иногда затуманивается использованием специфических терминов и обозначений.

⁶ По сути, то же самое в различной степени относится и к другим инвестиционным инструментам и компаниям, не котирующимся на бирже. Всем следует использовать средневзвешенные затраты на капитал (WACC) при принятии инвестиционных решений, но расчет пороговой ставки становится еще более сложным из-за дополнительных информационных ограничений, с которыми они сталкиваются.

Brown and Matysiak (2000) дают подробное объяснение, показывающее, что большая часть литературы по оценке недвижимости фактически основана на идее дисконтированных денежных потоков.

Например, стандартная модель капитализации доходности, используемая при оценке недвижимости – см. Baum and Hartzell (2012, глава 7) – может быть обоснована моделью роста Гордона.

Эта последняя модель также известна как модель дисконтирования дивидендов в литературе по корпоративным финансам. Она предполагает, что ожидаемый денежный поток растет со скоростью g и что подверженность распределения денежных потоков систематическому риску остается неизменной с течением времени.

Инвесторы тогда будут требовать одинаковую ставку доходности r во всех будущих периодах. Эта требуемая ставка доходности представляет собой сумму безрисковой ставки R_f (r_f) плюс премии за риск R_p (r_p). В контексте рынка недвижимости ожидаемый рост денежного потока, g , представляет собой разницу между ростом арендной платы, g_r , и нормой обесценения, d .

Тогда текущая стоимость в текущем периоде определяется следующим образом:

$$V_0 = \frac{CF_0}{r_f + r_p - g_r + d}$$

Уравнение A.1

Денежные потоки поступают с задержкой, и CF_0 — это денежный поток на конец текущего периода.

Переформулировка дает:

$$\frac{CF_0}{V_0} = r_f + r_p - g_r + d$$

Уравнение A2

В рамках данной модели первоначальная доходность здания, которая представляет собой текущий денежный поток, деленный на цену здания, является показателем требуемой ставки доходности с поправкой на рост. Если наблюдается достаточное количество таких значений доходности, оценщик может использовать эти данные для расчета средней доходности как меры средней или предельной требуемой ставки доходности инвестора с поправкой на рост. Затем эта средняя доходность может быть использована для капитализации денежных потоков оцениваемого проекта.

Средняя доходность также может быть использована непосредственно в качестве «резервной доходности» — по сути, пороговой ставки — для принятия решений о покупке и продаже.

Например, если здание А можно приобрести по цене PA с первоначальной доходностью выше резервной доходности, а здание В можно продать по цене PB с первоначальной доходностью ниже резервной доходности, так что выполняется уравнение A3, то обе сделки имеют строго положительную чистую приведенную стоимость и должны быть реализованы.

$$\frac{CF_A}{P_A} > \left(\frac{\overline{CF_0}}{P_0} \right) > \frac{CF_B}{P_B}$$

Уравнение АЗ

Если новые проекты отличаются по степени подверженности систематическому риску и ожиданиям роста от проектов, использованных для оценки резервной доходности, то потребуются дополнительные корректировки этой эффективной пороговой ставки. В практике оценки существует традиция очень подробных микрокорректировок с учетом характеристик зданий, аренды и местоположения. Эти корректировки часто, по-видимому, связаны с конкретными, а не с систематическими факторами риска. Существует также дополнительная сложность, заключающаяся в том, что резервная доходность может быть ограниченным ориентиром, если конкретный управляющий, использующий ее, имеет иные характеристики, чем другие управляющие, работающие на рынке, особенно там, где важны несовершенства рынка капитала. Например, различия в чувствительности к ликвидности могут сделать субрынок или сектор приемлемым для одного управляющего, но неприемлемым для другого.

Проекты второго типа: инвестиции с добавленной стоимостью или оппортунистические инвестиции

Проекты этого типа имеют денежные потоки, которые могут быть изменены управляющим инвестициями в будущем.

Инвестиционные проекты с добавленной стоимостью и оппортунистические проекты, обеспечивающие такую гибкость, широко распространены в сфере недвижимости.

Финансовая экономика предлагает так называемую теорию реальных опционов, позволяющую определить, как инвесторы должны действовать оптимально в такой среде. Теория реальных опционов основана на теории финансовых опционов, но предполагает наличие реального актива в качестве базового актива.

Например, наличие свободного помещения в торговом центре дает арендодателю право, но не обязанность, сдать его в аренду конкретному арендатору.

Подписание договора аренды подразумевает реализацию реального опциона, а его отмена обходится дорого. Поэтому дальновидный арендодатель не обязательно будет сдавать помещение первому появившемуся арендатору – даже если у него строго положительная чистая приведенная стоимость – а подождет и изучит потенциальных арендаторов.

Исходя из убеждений арендодателя относительно потенциальных арендаторов и их готовности платить, он не будет ждать вечно, поскольку в течение этого периода арендный доход генерироваться не будет.

В учебниках по корпоративным финансам теория реальных опционов обычно рассматривается на базовом уровне; см., например, Ross et al. (2006, глава 14.6) и Berk and DeMarzo (2014, глава 22).

Монография Copeland and Antikarov (2003) предназначена для практиков.

Реальные опционы также упоминаются в учебниках по недвижимости, см. Brown and Matysiak (2000, Приложение 8G) и Geltner et al. (2007, глава 27).

Модели реальных опционов становятся сложными в реальных условиях, и их обсуждение выходит за рамки данного отчета.

Как отмечают Berk and DeMarzo (2014, стр. 795), **моделирование реальных опционов требует обширных знаний и времени. Моделирование должно быть специфичным для конкретного проекта, и существуют ограниченные возможности экономии за счет масштаба** ⁷.

Многие компании, имеющие реальные возможности отложить инвестиции, поэтому прибегают к эмпирическим критериям принятия решений.

Berk and DeMarzo представляют два таких критерия (см. также McDonald (2000)). Первый критерий устанавливает пороговое значение для коэффициента рентабельности (чистая приведенная стоимость проекта к первоначальным инвестиционным затратам ⁸). Пороговое значение строго больше нуля, что означает, что проекты со строго положительной чистой приведенной стоимостью могут быть не реализованы.

Berk and DeMarzo (2014, с. 795) объясняют:

Часто лучше подождать слишком долго ... чем инвестировать слишком рано.

Второй эмпирический критерий повышает пороговую ставку доходности выше уровня, который потребовался бы, если бы проект нельзя было отложить.

Проблема таких эмпирических критериев заключается в том, что они носят ситуативный характер. Исключением является случай неопределенности процентных ставок, где Berk (1999) разработал простой подход к корректировке требуемой ставки доходности, используя ставку отзывных аннуитетов (или ипотечных кредитов).

Проекты третьего типа: взаимодействие фирм и конкуренция

Денежные потоки проектов этого типа могут зависеть от действий управляющего, а также от действий конкурентов. Примером могут служить два девелопера, которые могут начать реализацию проектов в одном и том же районе.

Если проекты являются взаимозаменяемыми, например, два офисных здания, то преимущество получит тот, кто первым начнет. Но если существует неопределенность спроса, то ожидание также может быть оправданным. Таким образом, оба проекта сопряжены с реальными опционами, но в ситуации стратегического взаимодействия.

Если проекты являются взаимодополняющими, например, офисное здание и бизнес-отель, то имеет смысл ждать высоких денежных потоков и действий другого застройщика.

В других случаях действия конкурента могут подорвать решение инвестора: Helsley and Strange (2008) приводят пример двух девелоперов, конкурирующих за строительство самого высокого небоскреба в городе: победитель получает премию, связанную со статусом, проигравший несет дополнительные издержки и не получает компенсации в виде бонуса за максимальную высоту.

⁷ Однако, если моделирование сложное и ресурсоемкое, это может указывать на то, что такие методы могут быть более эффективными для крупных объектов недвижимости и сделок.

⁸ Обратите внимание, что это версия DCF более известного показателя «прибыль на затраты».

Такие модели пока не рассматриваются в учебниках по корпоративным финансам или инвестициям в недвижимость.

Монографии по стратегическим инвестициям в условиях неопределенности включают работы Chevalier-Roignat and Trigeorgis (2011) и Smit and Trigeorgis (2004).

Как правило, подобные анализы основаны на теории игр и очень сложны в практическом применении.

А.3 Фактическое поведение при принятии инвестиционных решений – данные эмпирических исследований

В многочисленных научных работах рассматривалось, следуют ли лица, принимающие инвестиционные решения, инвестиционному процессу, предписанному инвестиционной теорией, и если да, то каким образом. Исследования были направлены на различные типы компаний и страны.

Например, Graham and Harvey (2001) и Poterba and Summers (1995) изучали крупные американские корпорации, представленные в списках Fortune 500 или Fortune 1000 соответственно.

Manigart et al. (2000) и Dittmann et al. (2004) изучали венчурных капиталистов в США и Европе.

Danielson and Scott (2006) изучали малые фирмы, а Harjoto and Paglia (2012) — частные компании.

В работах используются методы опроса, часто в сочетании с фокус-группами на начальном этапе, которые затем используются для разработки анкет, а затем проводится почтовый или интернет-опрос. Профессиональные организации часто выступают в качестве партнеров и обращаются к своим членам с предложением принять участие в опросе. Это может быть дополнено ориентацией на конкретные типы фирм.

Например, Graham and Harvey (2001) провели свое исследование в сотрудничестве с Институтом финансовых руководителей (FEI). Они обратились к членам FEI, занимавшим должности финансовых директоров (CFO), а также к финансовым директорам компаний из списка Fortune 500, не являвшихся членами FEI. Выбор выборки, которая бы адекватно отражала всех значимых участников рынка, — сложная задача. Кроме того, часто бывает трудно получить достаточное количество ответов. Учитывая высокую ценность времени финансовых директоров, это вполне объяснимо. Уровень отклика — если он вообще сообщается — может составлять всего 2–3% (Jacobs and Shidasani 2012; Jagannathan et al. 2016), но может достигать и 58% (Manigart et al. 2000) ⁹.

В литературе общепринято, что в анкетах следует избегать технических терминов из теории финансов, поскольку это может направить респондентов к ним (Jagannathan et al. 2016, p. 3).

Полезными также считаются текстовые поля свободного формата, поскольку они позволяют респондентам давать индивидуальные ответы (Arnold and Hatzopoulos 2000).

Анкеты обычно содержат 15-20 вопросов о процессе капитального бюджетирования и инвестиционных критериях.

⁹ Некоторые исследования, такие как исследование Jagannathan et al. (2016), сопоставляют ответы респондентов с другой информацией о компаниях. Наличие пропущенных значений в таких архивных данных может существенно уменьшить итоговую выборку.

Анкеты обычно также содержат вопросы о компании и лице, принимающем инвестиционные решения. Это позволяет соотнести использование различных критериев с характеристиками компании.

Перед обзором эмпирических результатов существующей литературы следует отметить два важных момента.

1. Во-первых, полезно различать инвестиционные критерии, основанные на дисконтированных денежных потоках, и те, которые не основаны на них.

а. К первой группе относятся NPV, IRR и индекс рентабельности – здесь также можно рассмотреть капитализацию с мультипликаторами.

i. NPV дисконтирует ожидаемые денежные потоки с помощью пороговой ставки и вычитает из этого первоначальную стоимость проекта. Если значение больше нуля, проект следует реализовать.

ii. Индекс рентабельности дает точно такую же инвестиционную рекомендацию, если критический уровень индекса установлен на ноль.

iii. В большинстве случаев критерий внутренней нормы доходности (IRR) также приведет к тому же инвестиционному решению, если в качестве пороговой IRR используется пороговая ставка доходности.

iv. Капитализация с мультипликатором применяет неявное дисконтирование с рыночной пороговой ставкой доходности.

б. Вторая группа содержит субъективные финансовые и нефинансовые критерии. Например, критерий окупаемости является субъективным финансовым критерием, как и критерии, основанные на бухгалтерской информации, такие как бухгалтерская ставка доходности (ARR). Интуиция — это нефинансовый субъективный критерий. Однако эта полезная группировка не может быть в полной мере использована в данном обзоре, поскольку в исследованиях часто не указывается явно, используются ли инвестиционные критерии вместе или нет.

2. Во-вторых, исследователи отмечают, что всегда существует риск того, что разные люди будут по-разному понимать одни и те же термины.

Например, некоторые инвесторы привыкли к термину «ставка дисконтирования», но не к термину «пороговая ставка». Анкеты должны предотвращать такую потенциальную возможность неверного толкования. Например, Jagannathan et al. (2016, вопрос 5 анкеты) используют последовательность «пороговые ставки / целевые ставки / ставки дисконтирования», чтобы обеспечить точное толкование. Однако во многих рассмотренных исследованиях не упоминается, предотвращается ли неоднозначное толкование и как именно это делается. В обзоре исследования и использование в них терминов будут рассматриваться буквально, даже несмотря на то, что это может в некоторой степени привести к неверному толкованию ¹⁰.

¹⁰ Например, Graham and Harvey (2001) также используют – помимо NPV, IRR и индекса рентабельности – инвестиционный критерий «пороговая ставка». Авторы не объясняют это. В данном обзоре литературы пороговая ставка является эталоном, а не инвестиционным критерием как таковым.

Использование пороговых ставок

Что касается американских компаний, существует множество свидетельств того, что пороговые ставки доходности часто используются в процессе принятия инвестиционных решений.

91,2% респондентов опроса Poterba and Summers (1995, стр. 44) заявляют, что используют пороговые значения доходности при оценке проекта, 62% используют номинальные пороговые значения доходности.

97% компаний, ответивших на опрос Jagannathan et al. (2016, стр. 3), заявляют, что используют инвестиционные критерии, основанные на дисконтированных денежных потоках, и, следовательно, критерии, требующие пороговых ставок доходности.

Graham and Harvey (2001, рис. 2) приводят аналогичные данные, показывающие, что 75,7% (74,9%) менеджеров всегда или почти всегда используют ставку внутренней доходности (чистую текущую стоимость). Graham and Harvey (2001, стр. 200) также обнаружили, что крупные и котируемые на бирже корпорации чаще используют критерии чистой текущей стоимости или ставки внутренней доходности, чем малые и частные компании.

rnold and Hatzopoulos (2000, Таблица 3) получают аналогичные результаты для британских компаний.

Pike (1996, Таблица 3) обнаружил, что среди крупных британских компаний 88% использовали методы дисконтированных денежных потоков в 1992 году, тогда как в 1975 году это делали только 58%. Ставка внутренней доходности (IRR) является доминирующим критерием среди методов дисконтированных денежных потоков, используемым 81% компаний в 1992 году (NPV - 74%), по сравнению с 44% (NPV - 32%) в 1975 году.

Danielson and Scott (2006) обнаружили дополнительные доказательства того, что малые американские компании действуют иначе, чем крупные компании, при принятии решений по новым проектам.

Малые компании часто полагаются на субъективные критерии, такие как интуиция, см. также Harjoto and Paglia (2012).

Это соответствует результатам Dittmann et al. (2004, Таблица 4 и стр. 610), которые обнаружили, что только 53% опрошенных ими немецких фондов венчурного капитала используют дисконтированную стоимость, 23% используют ставку внутренней доходности (IRR), а 26% капитализируют прибыль с помощью ставки доходности. Из тех, кто заявляет об использовании дисконтированной стоимости, две трети применяют «субъективные, произвольные корректировки» к ставке дисконтирования. Опыт и интуиция также являются очень важным критерием принятия инвестиционных решений.

Dittmann et al. (2004, Таблица 6) также изучают, является ли использование инвестиционных критериев кластерным. Они обнаружили, что инвесторы, использующие дисконтированную стоимость с пороговыми ставками на основе средневзвешенных затрат на капитал (WACC) и/или модели CAPM, с большей вероятностью также используют ставку внутренней доходности (IRR) и капитализацию с помощью мультипликаторов; инвесторы, использующие субъективно скорректированные ставки дисконтирования, склонны использовать и другие субъективные критерии.

Оценка пороговых ставок доходности

Существуют некоторые данные о том, как компании фактически определяют свои пороговые значения доходности и как эти значения корректируются — если вообще корректируются — для отдельных проектов.

Поскольку крупные корпорации часто работают в разных областях бизнеса, у них должно быть более одной пороговой ставки доходности. Пороговые ставки доходности должны варьироваться «в зависимости от типа рассматриваемого проекта» (Poterba and Summers 1995, p. 46).

В работе Jagannathan et al. (2016, p. 4) 74,4% компаний, использующих пороговые ставки доходности, заявляют, что они представляют собой средневзвешенные затраты на капитал компании (WACC), лишь немногие используют затраты на собственный капитал с учетом заемных средств, и еще меньше — затраты на собственный капитал без учета заемных средств.

73,5% респондентов в работе Graham and Harvey (2001, pp. 201) используют модель CAPM, за которой следуют средняя доходность акций и многофакторные модели. Несколько компаний также используют доходность из модели роста Гордона. Крупные компании чаще используют модель CAPM, чем малые, а публичные компании — чаще, чем частные. Малые компании часто используют целевые ставки, предоставляемые инвесторами.

Jacobs and Shidasani (2012) обнаружили, что методы оценки пороговой ставки значительно различаются между крупными компаниями.

Например, что касается безрисковой ставки, 46% используют 10-летнюю ставку, остальные компании используют ставки с различными — как более длительными, так и более короткими — сроками погашения.

70% опрошенных компаний корректируют пороговую ставку компании с учетом различной систематической подверженности проектам, но только половина из них делает это, используя подход «чистой игры». Остальные либо вносят произвольные корректировки, либо не вносят их вовсе.

В то время как крупные компании вносят корректировки, специфичные для каждого проекта, малые часто применяют общекорпоративную пороговую ставку ко всем своим проектам (Graham and Harvey, 2001, с. 209).

Что касается фондов венчурного капитала, опрошенных Dittmann et al. (2004, с. 621), лишь немногие из тех, кто заявляет о применении методов дисконтированных денежных потоков, используют модель CAPM или WACC в качестве пороговой ставки.

Manigart et al. (2000) приводят аналогичные эмпирические данные об использовании субъективных критериев инвестирования.

Есть признаки того, что менеджеры часто используют пороговые ставки, которые существенно выше стоимости капитала компании (например, Arnold and Hatzopoulos, 2000, с. 617).

Poterba and Summers (1995) сообщают, что инвестиционные менеджеры иногда корректируют пороговую ставку «для исправления чрезмерно оптимистичных прогнозов денежных потоков в проектах, которые им предлагается рассмотреть». В этом случае пороговая ставка перестает соответствовать WACC, а отражает процесс капитального бюджетирования внутри компании. Poterba and Summers (1995) также обнаружили некоторые признаки того, что пороговые ставки для стратегически важных проектов намеренно занижаются.

Jagannathan et al. (2016) тщательно анализируются заявленные пороговые ставки доходности с использованием исторических данных о доходности для расчета средневзвешенных затрат на капитал (WACC) с помощью модели CAPM. Авторы обнаружили, что пороговые ставки доходности, хотя и статистически значимо связаны со средневзвешенными затратами на капитал, но в среднем вдвое превышают их.

Другие критерии

Graham and Harvey (2001, с. 200) и Arnold and Hatzopoulos (2000) обнаружили, что критерий окупаемости очень популярен среди управляющих инвестициями.

В США, особенно в малых фирмах, он используется чаще, чем NPV и IRR (Danielson and Scott, 2006, Таблица 4).

В Великобритании критерий окупаемости использовался 94% крупных компаний, опрошенных Pike (1996, Таблица 2), по сравнению с 73% в 1975 году.

Таким образом, критерий окупаемости более популярен, чем критерии, основанные на дисконтированных денежных потоках.

Graham and Harvey (2001) исследуют причины этой популярности. Ограничения капитала, по-видимому, не играют никакой роли. Однако Graham and Harvey (2001, с. 200) обнаружили, что более опытные менеджеры с большим стажем, не имеющие степени MBA или эквивалентной квалификации, чаще используют правило окупаемости, что «свидетельствует о том, что недостаточная осведомленность является одним из главных факторов популярности критерия окупаемости».

А.4 Объяснение расхождения между рекомендованными и фактическими инвестиционными решениями

Обзор литературы показал, что, хотя компании используют инвестиционные критерии, основанные на дисконтированных денежных потоках, это не единственные и зачастую не доминирующие критерии.

Кроме того, всякий раз, когда используются пороговые ставки, они, по-видимому, выше затрат на капитал.

В литературе представлено несколько – в основном взаимодополняющих – объяснений этого явления. Эти объяснения сосредоточены на гибкости, ограничениях и рыночных трениях, обусловленных скрытыми знаниями и действиями. Учитывая это, процесс составления бюджета капитальных вложений становится более сложным.

Как отмечают Baldwin and Clark (1994, с. 84):

Большинство топ-менеджеров прекрасно понимали ограничения формального анализа дисконтированных денежных потоков и использовали его как «частичную дисциплину» в рамках более сложного процесса распределения ресурсов. В их глазах влияние инвестиций на конкурентов, организацию и рынки капитала было равно или превышало важность расчетов дисконтированных денежных потоков.

Инвестиционные менеджеры более низких уровней в компании не будут обладать такой свободой действий и могут сталкиваться с ограничениями, налагаемыми жестким формальным процессом составления бюджета капитальных вложений.

Затем, при необходимости, они будут пытаться работать «с цифрами по затратам и доходам до тех пор, пока финансовая отдача не станет удовлетворительной» (Baldwin and Clark, 1994, стр. 85).

Это связано с наблюдением Poterba and Summers (1995) о том, что компании снижают пороговые ставки доходности для проектов, которые считаются стратегическими.

Учебники в основном рассматривают инвестиции, где денежные потоки являются экзогенными и не могут быть изменены менеджером в будущем. Однако для многих компаний такая ситуация слишком ограничительна. Если менеджеры знают, что в будущем могут возникнуть новые возможности, они могут быть более осторожны в отношении своих текущих инвестиционных проектов.

Это может объяснить использование пороговых ставок доходности, превышающих затраты на капитал. Премия учитывает, что текущие инвестиции могут сделать будущие инвестиции невозможными.

Возьмем, к примеру, земельный участок: после застройки отменить это решение дорого. Текущая застройка уничтожает возможность застройки позже, когда будет доступна дополнительная информация. В таком случае чистая приведенная стоимость (чуть) выше нуля будет недостаточной, чтобы показать, что текущая застройка оправдана. Это рассуждение может объяснить использование высоких пороговых ставок доходности.

Jagannathan et al. (2016, Таблица 6) подтверждают это эмпирически. Соображения гибкости также могут мотивировать широкое использование критерия окупаемости, см. McDonald (2000).

Chittenden and Derregia (2015) изучают, корректируют ли фирмы стандартные критерии принятия инвестиционных решений с учетом гибкости. Результаты их опроса показывают, что это так. Таким образом, это эмпирическое доказательство того, что практики пытаются работать с цифрами, чтобы сделать этот критерий совместимым.

Если рынки несовершенны, это приведет к финансовым и операционным ограничениям. Большее количество проектов требует большего количества персонала и, возможно, большего финансирования, что влечет за собой транзакционные издержки. Учет этого фактора при повышении пороговых значений доходности будет косвенным способом учета таких издержек.

Jagannathan et al. (2016, Таблица 9) подтверждают, что операционные ограничения, как и ограничения в финансировании, помогают объяснить высокие пороговые значения доходности. Они не обнаружили, что близорукость менеджеров способствует высоким пороговым ставкам доходности. Однако карьерные соображения менеджеров, по-видимому, способствуют высоким пороговым значениям доходности.

Хотя владельцы компаний не должны сильно беспокоиться об идиосинкратическом риске компании, поскольку они владеют другими активами, карьера менеджера зависит от успеха этой компании.

Если проект имеет высокий идиосинкратический риск, то менеджер повысит пороговую ставку доходности.

Краткосрочные карьерные соображения также могут мотивировать широкое использование критерия окупаемости, поскольку он позволяет менеджерам выбирать проекты, которые быстро обеспечивают денежные потоки и сигнализируют об успехе. Однако исследователи не смогли найти эмпирических проверок этого объяснения.

А.5 Заключение

Обзор литературы показывает, что специалисты по инвестициям применяют пороговые ставки при использовании ставки внутренней доходности (IRR), чистой приведенной стоимости (NPV), индекса рентабельности и – косвенно – капитализации денежных потоков.

Однако на практике пороговые ставки часто выше затрат на капитал и часто корректируются с учетом аспектов, которые, по мнению менеджеров, недостаточно учитываются при расчете затрат на капитал.

В недавней академической литературе отмечается, что такое поведение может быть разумным. Критерии принятия решений и их использование в реальном процессе принятия инвестиционных решений, как это предписано в учебниках по инвестициям, часто игнорируют важность инвестиций, повышающих потенциал, и важность инвестиций в стратегических условиях. Однако в ряде рассмотренных исследований также задавался вопрос об использовании модели реальных опционов, и выяснилось, что лишь немногие фирмы их использовали.

Один из вопросов, который практически не рассматривается в литературе, – это влияние рынка, где продукт является гетерогенным и высокодоходным – как на рынке коммерческой недвижимости – что делает полную диверсификацию специфического риска очень сложной и повышает значимость и важность индивидуального риска на уровне отдельных объектов недвижимости для денежных потоков на уровне фирмы. Даже если бы это было так, неясно, оправдывало бы ли это использование неформальных эвристических инструментов принятия решений вместо адаптации более строгих моделей денежных потоков, опционов и сценариев, рекомендованных в предыдущих исследованиях.

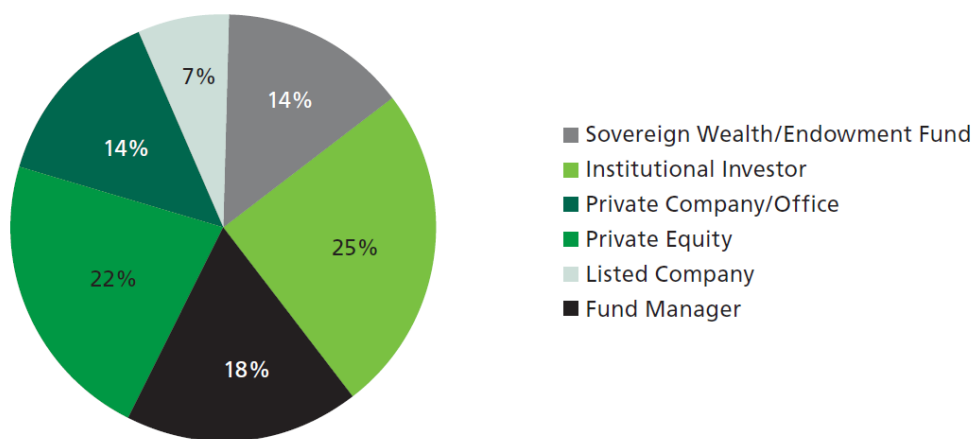
ПРИЛОЖЕНИЕ В: ДАННЫЕ, ПОЛУЧЕННЫЕ В РЕЗУЛЬТАТЕ ИНТЕРВЬЮ

В.1 Введение и методы

На этом этапе исследовательского проекта исследователи провели личные интервью с 32 сотрудниками из 27 компаний и организаций, работающих на рынке коммерческой недвижимости, дополнив электронный опрос 56 ответами. Целью интервью было предоставление обзора процессов и практик в области инвестиций и оценки проектов на рынках коммерческой недвижимости, изучение основ и методов, лежащих в основе конкретных решений по капитальным затратам, принимаемых в организациях, в то время как опрос был направлен на получение более широкой перспективы по этим вопросам.

Большинство организаций базировались в Великобритании, но в число участников входили также британские/европейские головные офисы международных компаний, а исследователи также беседовали с иностранными компаниями и фондами, инвестирующими на британском рынке, и включали в опрос европейские компании, инвестирующие на других европейских рынках. В выборку по типу организаций вошли суверенные фонды благосостояния (SWF), институциональные инвесторы, государственные и частные компании, занимающиеся недвижимостью, управляющие фондами и фонды прямых инвестиций с широким спектром активов под управлением (см. Рисунок В.1).

Рисунок В.1: Распределение опрошенных организаций



Целенаправленная выборка не претендовала на статистическую репрезентативность рынка недвижимости Великобритании, а скорее на получение четкого представления о том, как принимаются решения и какую роль в этом процессе играют пороговые значения доходности в различных типах организаций. Интервью проводились в полуструктурированном формате, охватывающем такие широкие темы, как

- процесс (как принимаются решения о покупке/продаже);
- методы (какие инструменты принятия решений использовались);

- входные данные (для компаний, использующих целевые ставки, как они были получены; в более общем плане, какие базовые модели и предположения использовались);
- корректировки (в какой степени пороговые ставки или их эквиваленты изменялись для конкретных отдельных активов);
- контроль (кто «владел» анализом и мог изменять входные данные); тестирование (какие проверки на устойчивость были проведены); и
- международные аспекты (как подход применялся на разных рынках).

Структура полуструктурированного интервью была разработана на основе материалов обзора литературы и обсуждений на фокус-группе, проведенной в Кембридже в июне 2016 года ¹¹ в рамках семинара для долгосрочных инвесторов, где 10 ведущих инвесторов из широкого круга организаций и национальностей обсуждали целевые ставки доходности, доходность и ситуацию с процентными ставками.

Интервью проводились лично, ответы фиксировались и расшифровывались. В дальнейшем исследователи не идентифицируют отдельные организации или респондентов, чтобы сохранить конфиденциальность.

Учитывая полуструктурированный формат и процесс расшифровки, а также целенаправленный (неслучайный) отбор респондентов, исследование не может использовать аналитические методы, не зависящие от теории, такие как обоснованная теория (где данные формируют основу для концептуальной модели), а также формальные библиометрические аналитические методы. Однако исследователи используют принципы таких методов для структурирования анализа записей интервью, в частности, отмечая «кластеры» методов и процессов. Прежде чем более подробно рассмотреть ключевые темы, ниже приведены некоторые результаты первоначального анализа текста в расшифровках:

- Доминирующий кластер слов, сосредоточенный вокруг активов, сделок и, в меньшей степени, проектов. Это подтвердило общее впечатление, что принятие решений на уровне проектов в основном определяется отдельными сделками, а не более широкими стратегическими или портфельными соображениями. В некоторой степени это артефакт опроса (поскольку пороговые и целевые ставки ориентированы на индивидуальные решения), хотя респондентов спрашивали о соображениях, касающихся портфеля, в ходе анализа. Хотя у исследователей нет библиометрических доказательств этого, индивидуальная направленность, по-видимому, не связана с размером организации, причем даже самые крупные организации ориентированы на сделки.
- В качестве частичного подтверждения этого, обсуждение доходности (недвижимости) сильно группировалось с риском, доходностью и ставкой (целевая ставка, пороговая ставка). Учитывая, что анализ денежных потоков лежит в основе моделей принятия решений, это может быть связано с важностью доходности при выходе из инвестиций в любой форме моделей периода владения и доходности при входе в инвестиции как определяющего фактора цены, уплаченной/капитальных вложений в отдельный объект недвижимости.

¹¹ Следует отметить, что эта первая фокус-группа и некоторые из первых интервью проводились сразу после референдума в Великобритании о членстве в ЕС, результаты которого могли повлиять на взгляды и отношение респондентов.

- Термины, связанные с риском, регистрировались чаще, чем термины, связанные с доходностью ¹². В обсуждениях компромисса между этими двумя понятиями («достаточна ли доходность для принятого риска?») наблюдались кластеры риска, связанные с доходностью, а также с премией, где целевая ставка рассчитывалась на основе безрисковой ставки и премии за риск. Также наблюдался кластер вокруг «риска потерь» или риска снижения стоимости активов – особенно для организаций, управляющих фондами, которые стремятся не потерять капитал клиентов. Вероятно, на это повлияла экономическая обстановка в период проведения интервью, с существенной неопределенностью в политических перспективах и на финансовых рынках.

С точки зрения процесса, доминирующим термином был фонд: как обсуждается ниже, часто организация имела несколько фондов с различными целевыми ставками в зависимости от целей (или, для фондов с внешним акционерным капиталом, от требований клиентов). Подгруппы «команда», «комитет» и «документ» отражают доминирующий процесс утверждения инвестиционным комитетом.

Исследователи развивают эти темы ниже по четырем основным заголовкам, рассматривая: процессы принятия инвестиционных решений; доминирующие используемые методы; как строятся пороговые ставки или целевые ставки доходности; и тесты на чувствительность и устойчивость, применяемые к моделям принятия решений.

В.2 Процессы и ответственность

В общей структуре большинства опрошенных крупных и средних организаций наблюдается общая закономерность: рассматриваемые проекты и сделки выносятся на рассмотрение инвестиционного комитета ¹³ для принятия решения в форме отчета или меморандума о решении.

В небольших организациях и фондах структура одинакова, но в других используются более неформальные процедуры, при этом отдельные лица обладают делегированными полномочиями по принятию сделок (иногда с пороговым значением стоимости, выше которого требуется рассмотрение комитетом или советом директоров).

Очевидно, что многие инвестиционные комитеты обладают значительными полномочиями игнорировать любые формальные правила принятия решений: типичным примером является «сделка, которая не обязательно соответствует критериям эффективности, может быть выбрана по другим причинам».

Также очевидно, что зачастую перед заседанием инвестиционного комитета или ознакомлением с меморандумом о решении происходит существенный процесс сортировки и фильтрации: «инвестиционный комитет редко отклоняет предложения», «сделки редко отклоняются».

Одно из ключевых различий касается принадлежности элементов инвестиционного отчета/меморандума о решении. Как правило, но не исключительно, отчет для

¹² Следует особо отметить, что исследователи регистрировали ставку внутренней доходности (IRR), что может смягчить этот результат. IRR фигурировала на видном месте, доминируя над любым другим термином, ориентированным на метод.

¹³ Существовали различные названия и структуры: комитет по сделкам, комитет по приобретениям и портфелю, а некоторые имели несколько уровней. Для удобства изложения исследователи используют термин «инвестиционный комитет» как общепринятое, репрезентативное обозначение.

инвестиционного комитета готовит управляющий фондом или инвестиционный менеджер, запрашивающий одобрение проекта. Однако существуют существенные различия в свободе действий, которой обладает менеджер при определении исходных данных для оценки, которая является ядром отчета.

В крупных организациях эти данные часто (но не всегда) предоставляются исследовательской, аналитической или риск-группой или отделом; в некоторых небольших организациях они могут быть переданы на аутсорсинг или предоставлены непосредственно инвестиционным менеджером. Однако во многих случаях, даже если исходные данные предоставляются исследовательским отделом, инвестиционный менеджер имеет некоторую свободу действий для корректировки или дополнения этих данных. В зависимости от того, кто давал интервью, это может быть описано как «субъективные изменения» или «корректировки, основанные на рыночных знаниях и опыте».

В некоторых случаях исследовательские и/или риск-отделы могли комментировать корректировки и вносить предложения в рамках подхода инвестиционного комитета.

В других случаях инвестиционный менеджер полностью владел отчетом.

В ряде крупных организаций существовало разделение между директивным управлением распределением активов и отбором акций снизу вверх: активы и сделки должны были соответствовать общей инвестиционной стратегии, но инвестиционный менеджер имел большую свободу действий в отношении отдельных сделок, с учетом общих критериев риска и доходности, различающихся по степени формальности.

Исследователи выявили некоторое недовольство жестко формализованными процессами принятия решений и точки трения между инвестиционными и управляющими фондами, стремящимися к предоставлению дискреционных полномочий и контроля, и группами исследований, анализа и управления рисками, стремящимися обеспечить согласованность подхода и проверить исходные данные. Это касалось как компонентов денежного потока, так и пороговых или целевых ставок (если они использовались) или других правил принятия решений. Некоторые организации осознали это противоречие и внедрили «диалоговый процесс», в рамках которого исходные данные и прогнозы предлагались исследовательским подразделением (или эквивалентным органом), а затем обсуждались более широкой группой (хотя не было ясно, как можно было бы разрешать споры).

Еще одно противоречие могло возникнуть, когда более сложные, формальные модели принятия решений сталкивались с необходимостью быстрого завершения конкретной сделки. В таких случаях обычно применялись ускоренные процедуры и делегированные полномочия. Было бы интересно изучить, проводилось ли тестирование на исторических данных, чтобы увидеть, сопоставимы ли результаты решений, принятых в ускоренном порядке, с результатами решений, принятых в рамках более формальных процессов.

Для организаций, осуществляющих международные инвестиции, во многих случаях процессы были общими для разных юрисдикций, особенно для небольших организаций: для крупных международных организаций некоторые имели общие подходы в разных странах, другие были структурированы на региональном или национальном уровне, при этом сообщалось о различиях в подходах.

Применение более формальных количественных моделей принятия решений на международном уровне (и, в некоторой степени, внутри страны) ограничено доступностью данных, что влияет на характер используемых моделей и

детализацию анализа (например, на менее прозрачных рынках могут отсутствовать данные по местным рыночным секторам городов для составления прогнозов денежных потоков, анализа доходности или премий за риск, что требует более широкого подхода).

Из интервью следует, что в инвестиционных комитетах основное внимание уделялось отдельным сделкам и соотношению их риска и доходности.

Некоторые респонденты прямо отметили, что влияние на общий портфель учитывалось при принятии решений. Однако лишь в немногих случаях влияние на портфель было центральным фактором при принятии решения. Там, где исследователи смогли более подробно изучить модели, они, опять же, в основном были сосредоточены на оценке денежных потоков проекта или здания. Учитывая, что исследовательский проект и, следовательно, интервью, были сосредоточены на целевых показателях доходности и пороговых значениях доходности при принятии решений, это может быть предвзятостью в представлении данных (поскольку респонденты сосредоточились на решениях по отдельным активам и недооценили показатели на уровне портфеля), но дальнейшие исследования могли бы полезно изучить этот вопрос более подробно. Тем не менее, фокус на отдельных сделках в значительной степени подтвердили фокус-группы.

В.3 Методы принятия решений

В соответствии с предыдущими исследованиями, доминирующим методом принятия решений по капитальным вложениям была ставка внутренней доходности (IRR), основанная на методе дисконтированных денежных потоков.

Хотя литература по корпоративным финансам подчеркивает превосходство чистой текущей стоимости (NPV) в принятии решений методом дисконтированных денежных потоков (ДДП), только одна организация использовала NPV в качестве центрального элемента процесса.

Для примерно 70% опрошенных основным показателем принятия решения была IRR.

Это означает, что каждая из этих организаций должна использовать подход с целевой ставкой доходности (поскольку, формально, сигналом к покупке является превышение IRR над целевой ставкой), хотя ряд компаний прямо заявили, что они этого не делают.

Для этих фирм типичным ответом было то, что решение зависит от того, «оправдывает ли доходность риски, связанные с проектом», что предполагает некую неформальную, неявную и специфичную для проекта приемлемую доходность для конкретных типов приобретений или разработок.

Для тех компаний, где IRR не была основным показателем решения, обычно использовался какой-либо метрический подход – наиболее распространенным был мультипликатор собственного капитала, за которым следовала прибыль на затраты или эквивалент.

Эти факторы, скорее всего, определяли решения небольших организаций, и особенно фондов прямых инвестиций и девелоперов, где основной движущей силой, по-видимому, было избегание потери капитала клиентов.

Небольшое число крупных фирм, использующих более сложные методы моделирования, также фокусировались на риске снижения стоимости и предотвращении потерь – особенно там, где ключевым фактором было сохранение капитала.

Это может иметь важное значение для понимания инвестиционных решений иностранных инвесторов, особенно тех, кто руководствуется факторами «безопасного убежища», где готовность принять низкую доходность или процентные ставки может соответствовать тем активам, которые имеют низкую вероятность потери капитала (и/или неликвидность).

С теоретической точки зрения это также согласуется с поведенческими объяснениями неприятия потерь. Однако мультипликаторы собственного капитала также согласуются с агрессивными инвестиционными мотивами, ориентированными на прибыль, что имеет последствия для изменяющихся во времени рисков, связанных с конкретными уровнями мультипликаторов ¹⁴.

Уровень технической сложности используемых методов моделирования значительно различался в разных организациях.

Некоторые из опрошенных имели обширные формальные модели и шаблоны для проведения инвестиционного анализа с использованием данных из различных отделов и подразделений. Такие фирмы и фонды, как правило, также имели формальную структуру для определения целевой доходности, премии за риск или других ключевых элементов процесса принятия решений. Однако это встречалось реже, чем более неформальные подходы, которые работали субъективно, опираясь на широкий набор принципов, но со значительной свободой действий.

Даже там, где существовали формальные модели, шаблоны и структуры, не было ясно, как они были разработаны и насколько они соответствовали стандартным подходам из финансовой теории и финансовых рынков.

Некоторые, по-видимому, были разработаны исторически (возможно, на основе формальных исследований) и эволюционировали с течением времени; другие в меньшей степени опирались на принципы принятия инвестиционных решений и портфельного риска, но с элементами, основанными на экспертной оценке, а не на количественных моделях.

Возможные объяснения низкого уровня внедрения структурированных аналитических моделей включают (предполагаемую) сложность применения формальных финансовых моделей к такому сложному, неоднородному активу, как недвижимость (в сочетании с отсутствием надежных данных для запуска таких моделей на частном рынке с низкой активностью сделок); нежелание высшего руководства принимать такие подходы (исследователи обнаружили признаки сопротивления даже там, где существовали формальные модели, а также случаи, когда формальные модели были заброшены в пользу более индивидуалистических оценок); и нехватку человеческого капитала, необходимого для применения таких моделей.

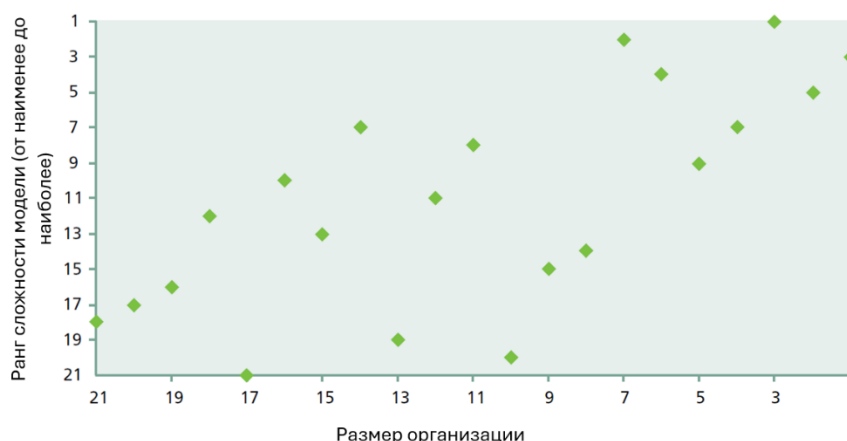
Последний пункт подтверждается четким разделением между крупными и малыми организациями в отношении «сложности» моделирования.

Исследователи определяют сложность как использование формальных, основанных на теории, количественных моделей, использование структурированного сценарного или анализа чувствительности, активное участие отдела исследований или отдела управления рисками во входных данных модели и, как правило, более сложные процессы.

¹⁴ То есть, риски, необходимые для достижения ожидаемого мультипликатора 2х, могут быть намного выше в условиях низких процентных ставок и низкой доходности, особенно если кредитное плечо ограничено.

Инвестиционный процесс, включающий формальную модель денежных потоков, основанную на прогнозах, ставку дисконтирования, полученную из моделей ценообразования активов и стоимости капитала, использование структурированного подхода к анализу чувствительности или сценарного анализа, такого как моделирование методом Монте-Карло или аналогичного метода оценки рисков снижения стоимости, и систематические процессы для работы с изменениями риска и неопределенности в разных проектах, будет считаться более сложным; процесс, в большей степени зависящий от метрик или субъективных изменений премий за риск или входных данных денежных потоков с минимальным внешним участием, будет считаться менее сложным.

Крупные фирмы чаще имели отделы исследований и/или анализа рисков, способные предоставлять критически важные данные для работы по моделированию, и обладали экономией масштаба и потоком транзакций, оправдывающими выделение ресурсов на этот процесс. Некоторые крупные организации имели относительно неформальные структуры, в то время как некоторые более мелкие нишевые фонды использовали сложные методы моделирования, хотя, как правило, ориентированные на активы, а не на рынок. Приведенная ниже диаграмма рассеяния представляет собой субъективную оценку сложности моделирования в зависимости от размера организации (по оценке активов под управлением).



Хотя она не делает никаких заявлений о надежности оценочного ранжирования методов моделирования, она демонстрирует четкую взаимосвязь между масштабом и сложностью ¹⁵.

Многие из небольших организаций представляют собой специализированные фонды прямых инвестиций, чьи подходы отличаются и в большей степени ориентированы на сделки по сравнению с подходами крупных институциональных инвесторов или управляющих фондами.

Во многих случаях опрошенные указывали на то, что рассматривался ряд сценариев, и что ожидаемая доходность и целевая доходность или пороговая ставка (явная или неявная) оценивались в контексте этих сценариев. Однако, как будет обсуждаться далее, в целом использовался субъективный подход или «интуиция» к вероятности различных исходов, а не четкая структура для этого анализа.

¹⁵ Непараметрический коэффициент корреляции Спирмена, равный 0,703, является значимым на уровне 0,01 и выше.

Некоторые инвесторы учитывали более широкое влияние сделок на портфель при принятии решений, но это обычно было второстепенным фактором. В тех случаях, когда поднимался вопрос о соответствии портфеля, это часто происходило в контексте общего соответствия стратегии или какой-либо потенциальной выгоды от опционов. Конкретный анализ вклада актива в достижение целей на уровне портфеля с точки зрения риска и доходности встречался редко.

В.4 Пороговые ставки доходности

Хотя некоторые из опрошенных заявили, что не используют пороговую или целевую ставку доходности при принятии решений о капиталовложениях, большинство все же использовали пороговые ставки доходности, явные или неявные.

Важное различие, выявленное на раннем этапе исследования, заключалось в разграничении между организациями, инвестирующими за свой счет (или с большой и разнообразной группой заинтересованных сторон, как в случае с компаниями, котирующимися на бирже, или институциональными инвесторами), и теми компаниями, которые управляют фондами для клиентов-инвесторов.

В последнем случае, когда существовала абсолютная целевая доходность, она становилась де-факто пороговой ставкой доходности. Для фондов с относительной целевой доходностью (например, чтобы превзойти индекс MSCI-IPD) целевая ставка доходности зависела от ожидаемой или прогнозируемой доходности (с широким спектром подходов, от формальных прогнозов на уровне сектора до использования долгосрочных средних или эмпирических правил).

Вторичной (в некоторых случаях, первичной) пороговой ставкой доходности была ставка доходности, по которой выплачивались комиссионные за управление (предпочтительная ставка доходности или уровень вознаграждения за управление/доля прибыли). Однако для большинства фондов с целевым показателем абсолютной доходности и комиссионными за управление ключевым фактором были предположения, которые обеспечили бы доходность на уровне или выше целевого уровня доходности за вычетом всех комиссий (значительно выше порогового значения комиссионных за управление).

Респондентам, использующим внешние источники капитала, задавали вопрос о том, как они устанавливают целевые показатели (абсолютной) доходности.

Некоторые основывались на своих внутренних оценках достижимой доходности, но стандартный ответ заключался в том, что это основывалось на «требованиях клиентов». Это поднимает важный вопрос, который в рамках исследовательского проекта напрямую не рассматривается: как инвесторы-клиенты формируют эти требования и как они меняются в ответ на меняющуюся рыночную среду?

Там, где этот вопрос рассматривался, возникало ощущение, что фонды недвижимости конкурируют с другими активами и рынками, и, следовательно, требования к доходности отражали ожидаемую доходность от альтернативных активов. Однако это критически важный вопрос: соответствуют ли ожидания клиентов (и уровни абсолютной доходности) «рациональной» ожидаемой рыночной доходности капитала, как долгового, так и акционерного?

Если доходность основных, дополнительных или инвестиционных фондов остается относительно стабильной, в то время как доходность облигаций, ожидаемая инфляция и прогнозы роста снижаются, это может быть сигналом инерции, устойчивости в поведении инвесторов и управляющих фондами.

Для организаций, устанавливающих собственные целевые показатели доходности, модели, основанные на затратах на заемный и собственный капитал, практически отсутствовали.

Только один из опрошенных, без всякой подсказки, отметил, что их целевая норма доходности основана на средневзвешенных затратах на капитал.

Хотя некоторые пороговые значения доходности основывались на средней или типичной доходности на рынке (с различной степенью детализации и различиями между теми, кто прогнозирует, и теми, кто использует исторические средние значения, в основном между крупными и малыми организациями), доминирующей моделью была модель «безрисковая ставка плюс премия за риск». Однако эта простая формула $R_f + R_P$ скрывает широкий спектр подходов, от простых эмпирических правил до сложных, многоуровневых моделей и прогнозных подходов.

Безрисковая ставка

Безрисковая ставка почти во всех случаях основывалась на доходности правительственных облигаций: это скрывает существенные различия в методах ее оценки. Доходность десятилетних облигаций встречалась чаще, чем доходность других сроков погашения (похоже, не было четкого соответствия между периодом владения для анализа и сроком погашения облигации), при этом некоторые использовали текущее значение, другие — подход скользящей средней, а третьи — «стабилизированные» или «нормализованные» ставки.

Ряд опрошенных заявили, что они внесли корректировку из-за низкой доходности облигаций в условиях посткризисного периода/программы количественного смягчения (QE), снизив долгосрочную среднюю доходность или требуемую доходность.

Это, по-видимому, было скорее продиктовано прагматизмом (неспособностью добиться «соответствия» сделок при использовании исторических целевых ставок), чем какой-либо формальной моделью.

Только одна из опрошенных организаций явно обсуждала реальную доходность облигаций, большинство, по-видимому, использовали номинальную доходность. Это поднимает вопросы об учете инфляции при использовании исторических показателей доходности, темпов роста и средней доходности в моделях и оценках инвестиций.

Для инвесторов с международными инвестиционными портфелями наблюдалось разделение между теми, кто использует безрисковые ставки своего внутреннего рынка (или эталонную валюту для организаций, предлагающих, например, фонды, номинированные в евро, но базирующихся в Великобритании), и теми, кто использует доходность местных целевых облигаций в качестве показателя суверенного риска и других системных факторов риска.

Таким образом, две британские организации могут оценивать недвижимость в Швеции, используя подход, основанный на безрисковой ставке плюс премии за риск: первая основывает свою безрисковую ставку на доходности 10-летних правительственных облигаций Великобритании; вторая использует в качестве показателя доходность шведских облигаций. При правильном применении оба подхода должны давать сопоставимые результаты. Внутренняя (или эталонная) безрисковая ставка — это минимальная инвестиционная доходность, требуемая для

инвестора в этой стране, к которой добавляется премия за риск. Разница между безрисковой ставкой, используемой в качестве показателя на внутреннем и зарубежных рынках, отражает суверенный риск и системные национальные факторы (включая различия в инфляционных ожиданиях, если безрисковая ставка является номинальной).

Таким образом, премия за риск, применяемая при использовании иностранной безрисковой ставки, не должна отражать эти суверенные и национальные факторы, а только системные факторы, непосредственно возникающие на рынке активов. Напротив, при использовании внутреннего безрискового риска премия за риск должна учитывать как национальные факторы, так и факторы рынка активов. На практике может быть сложно полностью разделить два источника риска, и наблюдались некоторые свидетельства непоследовательности в подходах ¹⁶.

Премия за риск

Ряд организаций, использующих подход $R_f + RP$, предоставили подробную информацию о том, как они рассчитывали свои премии за риск.

Подходы значительно различались: от применения единой премии за риск для всего объекта недвижимости до сложных, многоуровневых подходов с множеством компонентов.

Только в одном интервью было явное обсуждение использования заемных средств (с двумя отдельными денежными потоками, один с заемными средствами, другой без заемных средств, и двумя отдельными ставками дисконтирования с премией за использование заемных средств или без нее).

Аналогично, только в одном интервью было явное обсуждение инфляции, при этом целевые ставки и денежные потоки были представлены в реальном, а не номинальном выражении.

Там, где приводились цифры, основная премия за риск в сфере недвижимости варьировалась от 2,25% до 3,5%, причем эта цифра, по-видимому, получена на основе анализа исторической доходности, анализа опросов или «внутренней оценки» ¹⁷.

Для тех, кто не использовал единый показатель по всем объектам недвижимости, существовали различные подходы к построению премии за риск, применялись самые разнообразные корректировки: большинство учитывали сектор и географию как основные параметры, хотя наблюдались существенные различия в детализации. Некоторые явно учитывали волатильность или ликвидность сектора или сегмента рынка.

Один респондент явно учитывал корреляцию сегмента с другими сегментами, добавляя диверсификационный аспект к премии за риск.

Подходы существенно различались по сложности, от явных формальных систем оценки и моделей до относительно неформальных процессов корректировки.

¹⁶ Например, были примеры организаций, которые использовали ставку по иностранным облигациям в качестве безрисковой ставки, а затем увеличивали премию за риск, чтобы учесть «страновой риск» и/или использовали меры прозрачности, которые включали систематические национальные факторы риска. Также следует проявлять осторожность с предположениями об инфляции, поскольку различия в номинальной доходности суверенных облигаций частично отражают дифференцированные инфляционные ожидания.

¹⁷ Возможно, было бы жестоко задаваться вопросом, оказывает ли старое правило оценки «государственные облигации плюс три» долгосрочное инерционное влияние на инвестиционный анализ.

Одно из главных различий заключалось в подходе к оценке риска отдельных активов.

Некоторые организации вообще не вносили никаких корректировок на уровне отдельных объектов недвижимости (возможно, учитывая отраслевые и рыночные различия); некоторые вносили относительно ограниченные изменения.

Однако для большинства индивидуальные характеристики играли важную роль в формировании премии за риск: качество и характеристики зданий, микролокация, арендные и договорные факторы были общими чертами.

В некоторых случаях существовал формальный процесс или система оценки для таких корректировок; чаще это была более субъективная корректировка, осуществляемая путем группового обсуждения.

Правильная теоретическая позиция здесь не совсем ясна (за исключением того, что ставка дисконтирования обычно должна быть равна средневзвешенным затратам на капитал (WACC) компании): **в литературе подчеркивается, что применение единой WACC в качестве ставки дисконтирования было бы неправильным для компании с проектами, имеющими довольно сильно различающиеся профили риска.**

В то же время, в крупной компании индивидуальный, специфический риск следует диверсифицировать, чтобы сосредоточиться на систематическом воздействии риска, а не на конкретном риске.

Возможно, это одно из отличий рынка недвижимости от типичных корпоративных финансовых институтов: у небольших фондов относительно мало проектов, и поэтому им необходимо более детально учитывать специфические риски. Тем не менее, некоторые из крупнейших инвесторов все же вносили подробные корректировки на уровне отдельных объектов недвижимости.

Как отмечалось выше, организации различались в том, кто производил оценку и корректировку премии за риск: инвестиционная команда, активно заинтересованная в сделке, или внешние специалисты, например, исследовательский или риск-отдел.

В более крупных организациях чаще встречаются исследовательские отделы, но здесь единообразия не наблюдалось. Некоторые из крупных институциональных инвесторов передали этот процесс инвестиционным командам, «чтобы дать им чувство причастности», хотя в некоторых случаях исследовательские или риск-отделы имели возможность комментировать предположения, сделанные в документах, перед инвестиционным комитетом или аналогичным органом.

Другие подходы

Ряд организаций использовали среднюю доходность недвижимости в качестве порогового значения, либо в качестве основного критерия принятия решения, либо в качестве проверки при наличии установленной клиентами или внутренней целевой абсолютной доходности.

Детализация этих показателей существенно различалась: от единых ставок для всего класса активов (обычно для основной, неиспользуемой заемными средствами недвижимости) до подробных данных по секторам рынка.

В тех случаях, когда в качестве основы использовалась рыночная доходность, она, как правило, базировалась на исторических средних значениях, хотя некоторые фонды использовали конкретные прогнозы (это чаще всего касалось фондов с целевыми показателями относительной доходности, такими как превышение MSCI-IPD с некоторым отрывом).

Выбор временного периода для исторических средних значений практически не обсуждался, а корректировка с учетом инфляционных ожиданий вообще не рассматривалась.

Оглядываясь назад, исследователи должны были более подробно изучить этот вопрос, но полученные результаты согласуются с почти повсеместным использованием номинальных, а не реальных входных данных в моделях принятия решений.

Примеров других формальных подходов к целевым ставкам было немного, и, как отмечалось, только в одном интервью обсуждалась средневзвешенные затраты на капитал (WACC).

Один институциональный инвестор объединил долгосрочный индикатор доходности основных активов в сфере недвижимости с доходностью собственного капитала на основе модели CAPM, скорректированной с учетом эффектов заемного финансирования и ликвидности, но это было единственным упоминанием формального подхода, основанного на теории корпоративных финансов.

Еще одна примечательная особенность заключается в том, что для многих организаций проекты девелопмента рассматривались по-разному, как правило, с единым более высоким требуемым порогом доходности. Этот порог, по-видимому, был фиксированным для всех рынков и периодов времени: «ожидается, что проекты девелопмента принесут доходность в 15%».

Некоторые фонды (как правило, более мелкие) включали компонент «прибыли» в денежные потоки наряду с повышенной целевой ставкой, что, по всей видимости, представляло собой двойной учет риска.

V.5. Анализ чувствительности, сценарии и проверка устойчивости

Исследователи спрашивали респондентов о дополнительных анализах рисков, проводимых после или в рамках основного анализа решений.

В одном случае анализ рисков был встроен в процесс принятия решений, при этом для генерации множества потенциальных результатов использовалось моделирование методом Монте-Карло, а затем оценивалось соотношение отрицательных и положительных результатов. Такой структурированный подход был необычным.

Небольшое число опрошенных заявили, что иногда использовали методы Монте-Карло: один отметил, что методы моделирования использовались, но были исключены, поскольку результаты, по мнению исследователей, не превосходили результаты более неформальных методов.

Аналогично, исследователи не обнаружили использования (и мало осведомлены) подходов с реальными опционами. Встраивание опционов рассматривалось в неформальном порядке – например, сценарии потенциального изменения использования или разрешения на увеличение плотности застройки рассматривались в рамках оценки инвестиций – но формального использования не

было. Некоторые отметили, что, по их мнению, слишком сложно применять модели реальных опционов к неоднородному и малоинформативному рынку, такому как рынок недвижимости¹⁸.

Напротив, большинство опрошенных проводили анализ чувствительности в той или иной форме, обычно в форме проверки влияния различных входных параметров (с основным упором на доходность при выходе и, в меньшей степени, на рост арендной платы).

При обсуждении чувствительности явно делался акцент на риске снижения стоимости (например, что произойдет, если доходность резко вырастет?).

Невозможно судить, является ли эта асимметрия реакцией на глобальный финансовый кризис, его последствия и политико-экономические события, происходившие на этапе интервью.

Использование сценарного анализа было распространенным, хотя и не таким распространенным, как анализ чувствительности, с опять же акцентом на сценарии снижения стоимости.

В соответствии с редким использованием методов Монте-Карло, практически не было свидетельств использования формальных количественных моделей анализа рисков с использованием результатов анализа чувствительности и/или сценарного анализа в количественной или вероятностной модели — они использовались скорее в качестве проверок для инвестиционных и управляющих фондами команд и инвестиционного комитета.

Хотя это не было явно исследовано, исследователи отмечают, что все эти оценки рисков являются предварительными. Исследование выявило мало свидетельств систематической культуры тестирования моделей на исторических данных: насколько надежными и достоверными были используемые модели и подходы, насколько точными были прогнозы, существовали ли какие-либо систематические закономерности в проектах, которые давали плохие результаты.

Некоторые (как правило, более крупные) организации указывали на то, что модели были протестированы на исторических данных и что после этого были внесены изменения – и в некоторой степени это часто подразумевало упрощение моделей и предоставление большей ответственности командам по инвестициям и управлению фондами. Возможно, меньшее количество проектов и, как следствие, более глубокое личное знание результатов в небольших частных фондах означает, что неформальный подход позволяет извлекать уроки и внедрять их в процессы принятия решений.

В6 Выводы по результатам интервью

Интервью, проведенные в рамках проекта, дают глубокое понимание процессов принятия инвестиционных решений в широком круге организаций, базирующихся или работающих на рынках коммерческой недвижимости Великобритании.

Практики существенно различаются в разных организациях, отчасти из-за размера фирмы или фонда, отчасти из-за направленности деятельности. Однако встречаются и некоторые общие черты.

¹⁸ Однако другие аналогично неоднородные частные рыночные секторы используют модели реальных опционов: например, нефтяная промышленность.

1. Во-первых, решения в значительной степени ориентированы на риск на уровне отдельных активов (при этом доходность на уровне активов рассматривается как необходимая для компенсации этого риска) и в меньшей степени на общее влияние на портфель или денежные потоки организации.
2. Во-вторых, присутствует существенный элемент «субъективной корректировки» результатов моделирования и ограниченное формальное использование результатов количественных моделей.
3. В-третьих, и как следствие, рыночная практика редко точно соответствует классическим моделям из области корпоративных финансов.

Что касается процесса принятия решений, стандартный подход заключался в том, что документ представлялся инвестиционному комитету (или эквивалентному органу). Этот комитет, как правило, обладал широкими дискреционными полномочиями, но создавалось впечатление, что они использовались редко, и сделки, дошедшие до этой стадии, редко отклонялись. Возможно, это отражает предварительный процесс фильтрации и отбора, а также раннее обсуждение, призванное обеспечить приемлемость формальных предложений. Этот предварительный этап также может позволить рассмотреть влияние на портфель: сама сделка должна быть приемлемой, но не будет вынесена на обсуждение, если не будет соответствовать критериям портфеля.

Между организациями существовали существенные различия в контроле над документами, представленными инвестиционному комитету: в некоторых случаях инвестиционный или управляющий фондом «владел» документами, исходными данными и корректировками; в других случаях отдельные функциональные подразделения (исследования, риски, казначейство, портфель) имели возможность комментировать независимо.

Это было связано с размером организации, но не полностью объяснялось им. Там, где имелись формальные внешние данные, могло возникать напряжение между инвестиционным менеджером (стремящимся к гибкости и дискреционным полномочиям) и исследовательскими или риск-подразделениями, подчеркивающими важность формальных результатов моделирования.

Что касается метода, то **дисконтированный денежный поток был стандартным, но не универсальным.**

В соответствии с предыдущими исследованиями, **в методе дисконтированного денежного потока ставка внутренней доходности доминирует над чистой текущей стоимостью в качестве инструмента принятия решений (последняя почти не упоминается).**

Многие организации использовали метрики и эвристики либо в качестве дополнительной проверки, либо в качестве основного критерия принятия решений.

Использование метрик было более распространено в небольших фондах и в сфере прямых инвестиций. Существовали значительные различия в технической сложности и формальности моделей принятия решений, но даже в крупнейших организациях, по-видимому, наблюдалось ограниченное использование передовых количественных методов и значительная опора на субъективную/оценочную корректировку, а также на рыночный опыт и экспертизу ¹⁹.

¹⁹ Эти два понятия не являются синонимами!

Что касается целевых показателей доходности, то выявилось существенное различие между организациями «фирменного типа», где целевой показатель является внутренним, и организациями «управления фондами», где целевые показатели могут быть специфичными для каждого фонда и формируются с учетом ожиданий инвесторов-клиентов и предложений конкурентов.

В последнем случае ключевым целевым показателем для анализа является обещанная ставка (и ставка, предлагаемая в качестве стимулирующей). В исследовании изучалось, как управляющие фондами пытались определить предлагаемую доходность с помощью фокус-групп (см. ниже).

В первом случае практически отсутствовал формальный подход, основанный на средневзвешенной стоимости капитала. Скорее, основные целевые показатели доходности отражали подход, основанный на безрисковой ставке плюс премии за риск, или основывались на исторической или прогнозной доходности, возможно, полученной из более традиционных подходов к оценке недвижимости.

Как для безрисковой ставки, так и для премии за риск, подход был малопоследовательным в разных организациях.

Там, где безрисковая ставка оценивалась, наиболее распространенной была ставка по 10-летним государственным облигациям, но она могла быть номинальной или реальной; спотовой, форвардной или стабилизированной исторической средней.

Для тех, кто владеет международными активами, риски могут быть чисто внутренними или варьироваться в зависимости от страны конкретного проекта. Некоторые подходы казались непоследовательными в том, как обрабатывались систематические риски и инфляционные ожидания на «страновом уровне» (они отражались в безрисковой ставке, в премии за риск и в денежных потоках без четкого уточнения или разделения).

Наблюдались значительные различия в способах корректировки премий за риск (или ожидаемой доходности) в зависимости от сделки: некоторые организации использовали общую «премию за риск, связанный с недвижимостью», в то время как большинство корректировали ее с различной степенью детализации в зависимости от сектора, страны, рынка, а также факторов на уровне недвижимости (качество, микролокация, условия договора, аренда).

Это еще раз подчеркивает акцент на отдельном активе и на специфическом риске, который трудно полностью согласовать с моделями принятия решений, основанными на теории корпоративных финансов.

Как отмечалось в обзоре литературы, **проекты, в которых управляющий имеет право изменять денежные потоки (то есть сделки, которые можно охарактеризовать как повышающие стоимость или оппортунистические), могут не соответствовать стандартным подходам ценообразования капитальных активов и затрат на капитал, но именно здесь корректировки, основанные на рыночной оценке, были наиболее распространены.**

Как и прежде, более крупные организации (особенно те, которые работают с различными классами активов) чаще использовали формальные модели и шаблоны

для определения базовой целевой ставки доходности, доходности или премии за риск.

Большинство опрошенных использовали анализ чувствительности и сценарный анализ, но он редко формализовался (например, путем присвоения вероятностей сценариям или с помощью методов моделирования). Вместо этого акцент делался на риске снижения стоимости активов – что может пойти не так?

Это может быть связано с осторожностью как в условиях неопределенной экономической ситуации, так и после глобального финансового кризиса. Однако это также согласуется с мнением, что, поскольку крупные отдельные сделки составляют значительную долю общего портфеля, специфический риск важен – неудачная сделка может оказать очень существенное влияние на общую эффективность компании или фонда.

Хотя это, скорее всего, справедливо для небольших и более концентрированных фондов, это, по-видимому, общее мнение, которое также оправдывает детальный подход к определению премий за риск. Поскольку сценариям редко присваиваются веса и вероятности, определение значимости рисков снижения стоимости активов становится вопросом субъективной оценки.²⁰

Исследование выявило мало свидетельств тестирования моделей принятия решений на исторических данных.

Таким образом, в целом, интервью выявили существенные различия в подходах, применяемых различными фондами и фирмами, но также и некоторые общие выводы: акцент на риске отдельных проектов, редкое применение формальных количественных моделей принятия решений, ключевая роль ожиданий клиентов и предложений конкурентов для моделей управления фондами, а также сильная зависимость от корректировок входных данных и решений на основе экспертных оценок и рыночного опыта.²¹

Интервью показали, что установленные таким образом внешние ставки доходности являются «устойчивыми» – то есть клиенты неохотно меняют свои ожидания доходности в меняющемся рыночном контексте. Одним из последствий этого является риск «стилевого дрейфа», когда фонд, стремясь сохранить обещанную доходность, повышает кривую риска либо за счет финансового инжиниринга, либо путем поиска более рискованных активов и проектов – или сочетание того и другого.

Выявились различия между типами управления фирмами и фондами, а также в зависимости от размера организации, но имелось и значительное сходство. Используемые методы имели больше преемственности с традиционной практикой оценки/экспертизы, чем с методами, применяемыми на рынках финансовых активов. В результате подходы к принятию решений кажутся несовместимыми с рекомендациями теории корпоративных финансов, хотя и более согласуются с большей частью данных опроса, отражающих практику в других секторах.

Исследователи более подробно изучили эти выводы и то, в какой степени они обусловлены специфическими характеристиками рынка недвижимости, в фокус-группах, которые подробно описаны в Приложении С.

²⁰ Поскольку отсутствуют надежные статистические данные о детальном составе рынка коммерческой недвижимости на организационном уровне (помимо высокоагрегированных статистических данных о недвижимости по типу инвестора), нет формального способа организовать выборку по квотам или перевзвесить ответы.

²¹ Некоторые организации имеют многоотраслевые структуры с различными подходами или функциями.

ОРГАНИЗАЦИИ, ОПРОШЕННЫЕ И/ИЛИ УЧАСТВУЮЩИЕ В ФОКУС-ГРУППАХ

Исследовательская группа весьма признательна за участие следующим организациям, но подчеркивает, что полученные результаты принадлежат исключительно исследовательской группе и не должны восприниматься как отражение взглядов или позиции какой-либо из перечисленных сторон. Команда также выражает признательность всем, кто ответил на опрос, сохраняя при этом их анонимность.

Abu Dhabi Investment Authority APG
Asset Management
Aviva Investors
Barings Asset Management
Benson Elliot
British Land plc
Cambridge University Endowment Fund
CBRE Investors
Cheung Kong Property Holdings
Cornerstone
Crown Estate
Deutsche Bank Real Estate Fidelity
Investment Managers Gaw Capital
GIC
Grosvenor

Hermes Investment Management
Igloo Regeneration Fund Internos Real Estate
Kames Capital
LaSalle Investment Management Legal & General
M&G Mansford LLP
Northridge Capital Partners Capital PGGM
PGIM
Quintain
Royal Institution of Chartered Surveyors
Savills Investment Management
Tesco Pension Fund TH Real Estate
Tristan Capital Partners Union IRE
Wellcome Trust Willis Towers Watson

ПРИЛОЖЕНИЕ С: ДАННЫЕ, ПОЛУЧЕННЫЕ В РЕЗУЛЬТАТЕ ОПРОСА

Введение

В этом разделе исследователи представляют результаты опроса участников рынка недвижимости Великобритании и континентальной Европы. Целью опроса было расширить охват исследователями лиц, принимающих решения на рынке недвижимости, начиная с этапа интервью, и он был ориентирован на широкий круг типов инвесторов, включая REIT и компании, котирующиеся на рынке недвижимости, институциональных инвесторов, частных инвесторов, суверенные фонды благосостояния и других.

Результаты дополняют результаты этапа интервью при изучении процессов, методов и моделей, используемых на практике, формирования пороговых ставок и целевых норм доходности, корректировок, внесенных в общеорганизационные ставки на уровне секторов, рынков и отдельных активов, а также того, какие структуры использовались для управления международными инвестициями.

С.1 Опрос: план и размер выборки

Вопросы опроса основывались на обзоре литературы по финансированию недвижимости, на ключевых вопросах, поднятых в первом раунде фокус-групп, и на результатах ранних интервью. Анкета опроса была апробирована для проверки ясности и актуальности, и после получения отзывов в вопросы были внесены изменения перед их распространением.

Анкета была разослана по электронной почте почти пятистам контактам, которые, как известно исследовательской группе, активно инвестировали в коммерческую недвижимость в Великобритании и на международных рынках.

Целью было обеспечить как можно более широкий охват, а не пытаться составить репрезентативную выборку всего рынка; в основу выборки было включено больше потенциальных респондентов из листингового сектора Европы, поскольку они, возможно, были недостаточно представлены в графиках интервью. Анкета была разработана с использованием программного обеспечения Qualtrics.

Опрос проводился в октябре и ноябре 2016 года.

56 анкет были заполнены участниками из 48 организаций. В число участников входили генеральные директора, финансовые директора, ИТ-директора, директора, (со)учредители, руководители исследовательских или инвестиционных проектов, вице-президенты, партнеры, аналитики и управляющие фондами со средним возрастом 40-49 лет и с опытом работы 10-19 лет. Типы организаций включали

- эндаумент, суверенный фонд, благотворительный траст или семейный офис (11%),
- пенсионные фонды (5%),
- REIT или компании, котирующиеся на бирже (20%),
- управляющие инвестициями в недвижимость (43%),
- некотируемые компании частной собственности (13%),
- девелоперы (5%),
- страховые компании или операционные партнеры (4%).

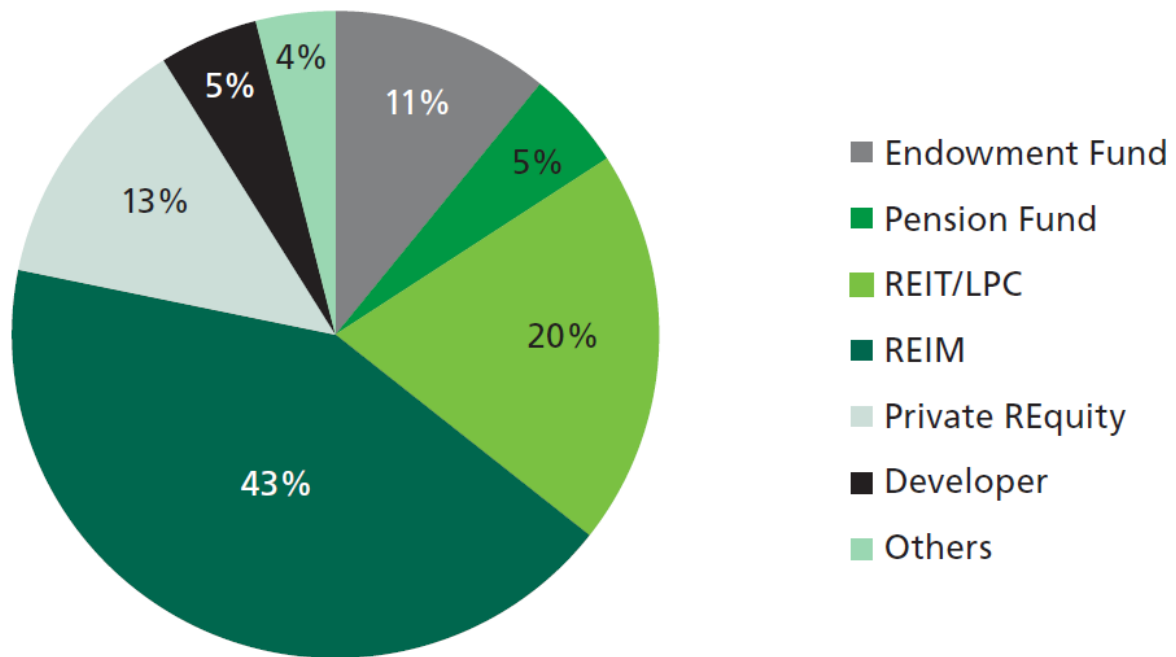
61% опрошенных организаций имели штаб-квартиры в Великобритании, а остальные 39% базировались на международных рынках, включая Бельгию (2%), Францию (2%), Германию (5%), Нидерланды (9%), Швейцарию (2%), Испанию (2%), Сингапур (2%), Гонконг (4%), ОАЭ (4%), США (9%).

Стоимость активов недвижимости под управлением организации варьировалась от менее 100 миллионов до более 5 миллиардов фунтов стерлингов: 46% организаций имели инвестиции в недвижимость на сумму более 5 миллиардов фунтов стерлингов, в то время как 20% имели инвестиции в недвижимость от 1 до 5 миллиардов фунтов стерлингов, 9% имели от 500 миллионов до 1 миллиарда фунтов стерлингов, 16% имели от 100 миллионов до 500 миллионов фунтов стерлингов и 9% имели менее 100 миллионов фунтов стерлингов. Характеристики участников обобщены в Таблице С.1.

Таблица С.1: Характеристики выборки опроса

Типы организаций	% выборки	Штаб-квартира	Стоимость инвестиций в недвижимость
Эндаументы, суверенные фонды, благотворительные трасты или семейные офисы	11%	Азиатско-Тихоокеанский регион (5%), Средний Восток (2%), UK (4%)	<£100m (2%), £500m, £1bn (4%), >£5bn (6%)
Пенсионные фонды	5%	Материковая Европа (2%), UK (4%)	>£5bn (6%)
REIT или компании, котирующиеся на бирже	20%	Материковая Европа (15%), UK (6%)	£100m–£500m (2%), £1bn–£5bn (15%), >£5bn (4%)
Управляющие инвестициями в недвижимость	43%	Материковая Европа (4%), US (9%), UK (30%)	<£100m (5%), £100m–£500m (9%), £1bn–£5bn (4%), >£5bn (25%)
Некотируемые компании частной собственности	13%	UK (13%)	>£100m (2%), £100m–£500m (4%), £500m–£1bn (4%), >£5bn (4%)
Девелоперы недвижимости	5%	Материковая Европа (2%), Средний Восток (2%), UK (2%)	£100m–£500m (2%), £500m–£1bn (2%), £1bn–£5bn (25%), >£5bn (2%)
Страховые компании или операционные партнеры	4%	UK (4%)	£100m–£500m (2%), >£5bn (2%)

Рисунок С.1: Ответы на опрос по типам организаций



Что касается основной инвестиционной цели организации,

1. 59% участников считали своей основной целью обеспечение конкурентоспособной доходности по сравнению с эталоном / рынком / конкурентами (в основном менеджеры фондов недвижимости, которые все выбрали IRR в качестве основного подхода к минимальной ставке),
2. 11% выбрали максимизацию стоимости бизнеса по управлению фондами,
3. 4% выбрали соответствующие обязательства,
4. 5% выбрали все три цели и подчеркнули, что существуют значительные различия в зависимости от фонда.

Участники также предложили другие цели:

5. достижение наилучшей скорректированной на риск или стабильной доходности,
6. обеспечение долгосрочной реальной доходности в размере не менее 4%,
7. удовлетворение потребности инвесторов,
8. максимизация прибыли для акционеров,
9. достижение долгосрочного роста арендной платы,
10. поддержание стабильного распределения дивидендов,
11. достижение основанной на доходе общей доходности от активов,
12. достижение сочетания абсолютной и относительной доходности и распределения дохода,
13. получение возможностей прибыльного развития,
14. достижение 20%-ной рентабельности капитала и двукратного увеличения долгосрочного капитала,
15. сохранение богатства и максимизация дохода.

61% участников сообщили, что их организации управляли фондами с разными целями, а **71% из этой группы использовали барьерную ставку для более чем половины своих фондов.**

С.2 Инструменты принятия инвестиционных решений

В этом разделе исследователи сосредотачиваются на инструментах и моделях, используемых респондентами для принятия решений по инвестициям и бюджетированию капиталовложений, стремясь выявить любые систематические закономерности в различиях на практике.

Методы

95% участников ответили, что они использовали барьерную ставку (или требуемую ставку доходности), чтобы информировать их о преимуществах инвестиций в недвижимость, а 5% этого не сделали.

Наиболее и наименее часто используемые инструменты представлены в таблицах С.2 и С.3.

Таблица С.2: Рейтинг пяти наиболее часто используемых инструментов принятия решений

		1. IRR (%)	2. Доходность инвестированного капитала (%)	3. Доход на затраты (%)	4. NPV (%)	5. Мультипликаторы (%)
Тип (% в типе)	Эндаумент / Суверенный фонд	83	33	50	67	33
	Пенсионный фонд	100	33	33	33	33
	REIT / Котируемая компания	91	91	73	73	18
	Управляющие инвестициями	96	71	54	29	50
	Частные компании	86	57	71	43	43
	Девелоперы	100	67	33	67	33
	Страховые и операционные компании	100	100	100	50	100
Рынок (% в типе)	Материковая Европа	100	75	58	58	17
	Средний Восток	100	50		100	50
	Азиатско-Тихоокеанский регион	67	33	33	33	33
	US	100	60	20	40	60
	UK	94	71	65	41	47
Размер инвестиций (% в типе)	<£100m	100	40	60	40	20
	£100m–£500m	100	89	89	22	78
	£500m–£1bn	80	60	40	40	20

	£1bn–£5bn	100	91	91	64	36
	>£5bn	88	58	38	50	38
Всего		93	68	59	46	41

Таблица С.3: Рейтинг пяти наименее часто используемых инструментов принятия решений

		Всего (%)
1	Реальные опционы, Индекс прибыльности, Дисконтированный период окупаемости	14
2	Скорректированная текущая стоимость (APV)	16
3	Коэффициент эффективности инвестиций (ARR), CAPM, Индекс Шарпа	18
4	Имитационный анализ / Монте - Карло, WACC	23
5	Период окупаемости	25

Пропорции пользователей в общей выборке по типу, рынку и размеру показаны в третьем, четвертом и пятом столбцах.

В соответствии с выводами фокус-группы, использование IRR доминировало над другими инструментами принятия решений для оценки инвестиций: 93% участников оценили IRR как один из трех наиболее часто используемых инструментов (из которых 66% поставили его на первое место) в различных типах организаций, на рынках и в разных размерах.

Вторым по популярности инструментом, выбранным участниками, стала доходность инвестированного капитала: 68% оценили его как один из пяти лучших инструментов, которые они использовали для принятия инвестиционных решений в сфере недвижимости. Это было (на удивление) основное решение для REIT/публичных компаний и REIM с портфелем недвижимости стоимостью от 100 до 1 миллиарда фунтов стерлингов. Частные компании и девелоперы с большей вероятностью использовали этот инструмент, чем благотворительные/суверенные фонды благосостояния и пенсионные фонды.

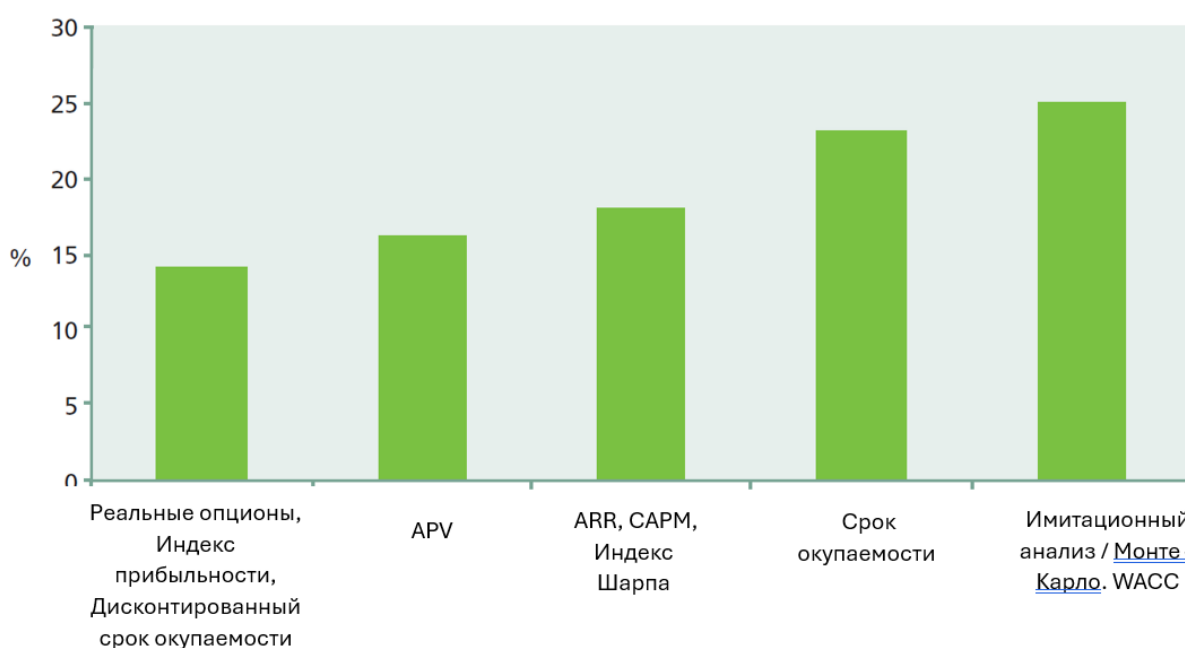
Третьим наиболее часто выбираемым инструментом был **доход на затраты** (59%). Это использовали для принятия решений большее количество частных компаний меньшего размера (менее 500 миллионов фунтов стерлингов), чем другие инструменты.

NPV была только четвертой по частоте использования (46%), что противоречит ее рекламируемому превосходству, подчеркиваемому в литературе по корпоративным финансам. В основном она использовалась благотворительными/суверенными фондами благосостояния и REIT/листинговыми компаниями большого размера (более 500 миллионов фунтов стерлингов).

Эвристические мультипликаторы заняли пятое место (41%) и были основным инструментом принятия решений для небольших (менее 500 миллионов фунтов стерлингов) частных компаний и девелоперов. Согласно ответам на опрос, мультипликаторами могут быть стоимость на инвестированный капитал (Total Value to Paid-In Capital, TVPI), общая выручка / инвестированный капитал, 1,3х плюс, 1,5х или 1,7х.

Согласно как интервью, так и обзорной литературе, рассмотренной выше, небольшие организации с большей вероятностью будут полагаться на мультипликаторы, чем на широко рекомендуемые процедуры дисконтированных денежных потоков. Однако более половины участников, использующих мультипликаторы, вложили в недвижимость более 1 миллиарда фунтов стерлингов. Анализ чувствительности (55%) был наиболее важной поддержкой определенных подходов. Ему больше отдали предпочтение благотворительные/суверенные фонды благосостояния и пенсионные фонды, инвестировавшие более 5 миллиардов фунтов стерлингов. Это согласуется с выводами фокус-групп и интервью о том, что уровень сложности инструментов положительно связан с размером организации.

Рисунок С.2: Наименее часто используемый инструмент принятия решений



В соответствии с выводами интервью об использовании более сложных инструментов (подтвержденными в фокус-группах), метод реальных опционов был наименее используемым методом, наряду с индексом прибыльности и дисконтированным сроком окупаемости. Причиной столь незначительного применения сложных моделей в интервью и фокус-группах сообщалось как скептицизм, незнание и длительный период времени, прошедший между изучением методов и возможностью их применения.

CAPM и коэффициент Шарпа также редко использовались.

Участники также сообщили о других инструментах, которые они часто использовали, таких как «чистая прибыль», « $R_f + R_p$ » и «наличные деньги».

Исследователи также изучили зависимость выбора инструментов принятия решений от опыта (≥ 10 лет или < 10 лет) и возрастной группы участников и обнаружили, что использование пяти наиболее или наименее часто используемых инструментов принятия решений остается неизменным. Это может означать, что **решение об использовании инструмента принимается на формальном уровне организации, а не индивидуально.**

95% участников используют барьерную ставку, из них 85% прямо заявили об использовании барьерной ставки, а 10% подразумевали принятие барьерной ставки для инвестиций в недвижимость:

Цитата	Комментарии	Доля
«Реализуется оппортунистическая инвестиционная стратегия, направленная на максимизацию ставки внутренней доходности, и каждая инвестиция будет оцениваться индивидуально с использованием подхода вознаграждения за риск».	Это относительный барьерный уровень, хотя и неофициальный	4%
«Мы заключаем сделки по активам и устанавливаем целевые барьерные ставки или цены выхода для отдельных сделок»	Похоже, это использование барьерной ставки с индивидуальным акцентом	2%
«Ставки различаются в разных проектах: долгосрочный рост против краткосрочного»	Это использование переменных показателей барьеров с акцентом на стиль	2%
«Используется начальная доходность или общая доходность»	Последнее, по-видимому, является абсолютным барьером	2%

5% участников не использовали барьерную ставку и указали причины следующим образом:

Цитата	Комментарии	Доля
«Мы являемся долгосрочными инвесторами и ориентируемся на фундаментальные показатели недвижимости, чтобы судить, принесут ли инвестиции в течение длительного периода доход. Первоначальные барьерные ставки могут быть не лучшим способом оценить пригодность возможности»		2%
«Обращаем внимание на долгосрочные факторы недвижимости, такие как местоположение, конфигурация объекта, долговечность конструкции и материалов и т. д.»		2%
«Использование барьерной ставки может привести к отказу от возможностей без учета всех соображений»		2%

Никаких систематических закономерностей не наблюдалось в разных регионах, типах организаций или размерах тех, кто утверждает, что не использует барьерную ставку.

Корректировки барьерных ставок

80% респондентов применили барьер, характерный для отдельных проектов или инвестиций:

- 39% респондентов использовали барьерные ставки для индивидуальных инвестиций,
- 18% использовали барьерные ставки для отдельных фондов / клиентских мандатов,
- 20% использовали барьерные ставки для отдельных фондов / клиентских мандатов и индивидуальных инвестиций,

- 2% использовали барьерную ставку для всей организации и индивидуальных инвестиций,
- 2% для всей организации, отдельных фондов / клиентских мандатов и индивидуальных инвестиций.

Более крупные организации (с инвестициями более 5 миллиардов фунтов стерлингов), такие как REIM и Private Equity PC, с большей вероятностью корректировали ставки по отдельным проектам или инвестициям, чем другие типы. Только 5% использовали барьерную ставку для всей организации.

Это несколько неожиданный результат: чем больше портфель, при прочих равных условиях, тем более специфический риск следует диверсифицировать, что предполагает сосредоточение внимания на систематических факторах риска. Разумно ожидать, что меньшие фонды с высокой подверженностью отдельным активам будут больше беспокоиться о конкретных рисках.

Корректировки		Индивидуальный проект / инвестиции (%)	Общая организация (%)
Тип (% в типе)	Эндаументы / Суверенные фонды	67	
	Пенсионные фонды	100	
	REIT / Котируемые компании	55	18
	Управляющие инвестициями	92	4
	Частные компании	100	
	Девелоперы	67	
	Страховые и операционные компании	50	
Размер инвестиций (% в типе)	<£100m	80	
	£100m–£500m	78	
	£500m–£1bn	40	
	£1bn–£5bn	73	9
	>£5bn	92	8
Всего		80	5

Что касается частоты корректировки пороговой ставки, то

- 20% участников корректировали пороговую ставку реже, чем ежегодно,
- 20% корректировали постоянно,
- 14% корректировали всякий раз, когда был крупный проект или инвестиция,
- 14% корректировали ежеквартально.

14% участников ответили, что частота корректировок зависит от мандата и имеющихся активов и часто составляет более трех лет ²²; или, поскольку предельные ставки определялись их клиентами (абсолютные ставки доходности, требуемые от фонда), они корректировали ставку только тогда, когда изменившиеся рыночные условия означали, что активы с правильным профилем риска больше не могут быть приобретены; или ad hoc каждые 18 месяцев.

Только 4% корректируют ежегодно, а 2% корректируются раз в полгода.

Характеристики респондентов – типы организаций, действующие рынки, размер или опыт участников – не объясняли систематических различий в частоте. Можно

²² Предположительно, это будет связано с окончанием фонда с ограниченным сроком действия и конкретным предложением возврата, как, например, с фондом абсолютного дохода или с фиксированным порогом продвижения.

ожидать, что масштаб и частота транзакций будут оказывать влияние (в том смысле, что меньшие фонды, как правило, совершают меньше транзакций, более нерегулярно по времени, что оправдывает обновления во время сделки, в то время как крупная организация будет иметь поток сделок и, таким образом, постоянно обновляться. Однако такой закономерности не наблюдалось.

Частично это может быть связано со структурой фонд-клиент - крупная фирма по управлению фондом может иметь много фондов, каждый из которых имеет конкретные мандаты и предложения по доходу, фиксированные на весь срок существования фонда.

Большинство организаций оценили доход от инвестиций на срок от одного до пяти лет (46%) или от шести до 10 лет (36%), из которых более 70% инвестировали в недвижимость более 1 миллиарда фунтов стерлингов. 18% оценили возврат инвестиций на горизонте более 10 лет.

С.3 Процесс

Отвечая на вопросы о процессе принятия стратегических решений по выбору барьерной ставки, большинство респондентов признали роль инвестиционного комитета.

57% ответили, что решение о том, принять или отклонить инвестиционную возможность, принимает центральное подразделение или совет всей организации. REIT/публичные компании и REIM со средним и крупным размером инвестиций с большей вероятностью примут этот подход к процессу принятия решений: около 70% листинговых компаний и REIM в выборке имели ту или иную форму централизованного контроля.

Как выяснилось в ходе интервью, респонденты подтвердили, что, хотя в процессе принятия решений использовались результаты исследований:

- «Решение рекомендуется отдельными подразделениями и утверждается Советом»;
- «Решение принимается следующим образом: методология устанавливается централизованно, пороговая ставка для конкретного проекта устанавливается с учетом рисков, присущих конкретному проекту»;
- «Решение центрального подразделения на уровне сектора недвижимости, скорректированное с учетом конкретных активов отдельных лиц и рассмотренное Директорами»;
- «Решение принимается клиентами по согласованию с организацией».

Это подтверждает впечатление о том, что существует значительная степень ответственности отдельных менеджеров за отчет перед инвестиционным комитетом или его эквивалентом (следовательно, с существенными возможностями для корректировки как входных, так и выходных данных).

Лишь 23% сообщили, что решение было принято отдельным подразделением или отделом. Похоже, что частные инвестиционные компании с меньшим размером инвестиций переняли этот процесс.

Дальнейшая информация, предоставленная участниками, казалось, подразумевала прямое участие менеджеров или клиентов в структурах фонда:

- «Решение принимается на основе исследований в области управления фондами и инвесторов или возможностей»;
- «Решение принимают инвесторы, и они решают, достижимо ли оно при запуске мандатов, и выполняют их соответственно»;

- «Решение принимают клиенты»;
- «Решение принимается в договорах товарищества с ограниченной ответственностью, которые определяют, что они предлагают третьим лицам для новых инвестиций»;
- «Решение принимается как безотносительное плюс 1% или 9%»;
- «Решение принимают владельцы прямых инвестиций».

Это представляет собой несколько запутанную картину, которая, по-видимому, относится к конкретной структуре компании. Например, на самом деле не может быть так, чтобы инвесторы в структуре товарищества с ограниченной ответственностью «принимали решение» – поскольку тогда они потеряли бы свой статус защищенного партнера с ограниченной ответственностью – и в большинстве фондов существует соглашение между инвесторами в собственный капитал и управляющим фондом относительно типа искомого актива и обещанной прибыли, но управляющий обычно имеет право самостоятельно совершать сделки (возможно, до пороговой стоимости или доли фонда).

В соответствии с индивидуальной корректировкой барьерной ставки на уровне активов,

- 41% «всегда» или «часто» использовали барьерную ставку для конкретного фонда или мандата,
- 43% участников заявили, что они «никогда» или «редко» использовали барьерную ставку на уровне организации.

Были обнаружены и другие элементы «нестандартной практики»:

- 45% «всегда» или «часто» использовали барьерную ставку для соответствующего сектора или рынка недвижимости,
- 48% «всегда» или «часто» использовали барьерную ставку, специфичную для каждой инвестиции,
- 4% участников ответили, что они также использовали барьерную ставку для конкретной валюты и программу, согласованную в начале создания СП или фонда.
- **50% участников сообщили, что они «никогда» или «редко» используют средневзвешенные затраты на капитал по организации,**
- 36% сообщили, что они «никогда» или «редко» использовали барьерную ставку для конкретной страны.

Этот последний вывод не согласуется с результатами интервью, в которых почти все инвесторы с международными портфелями были скорректированы с учетом суверенного риска (через безрисковую ставку), рыночного риска (через премию за риск) или того и другого.

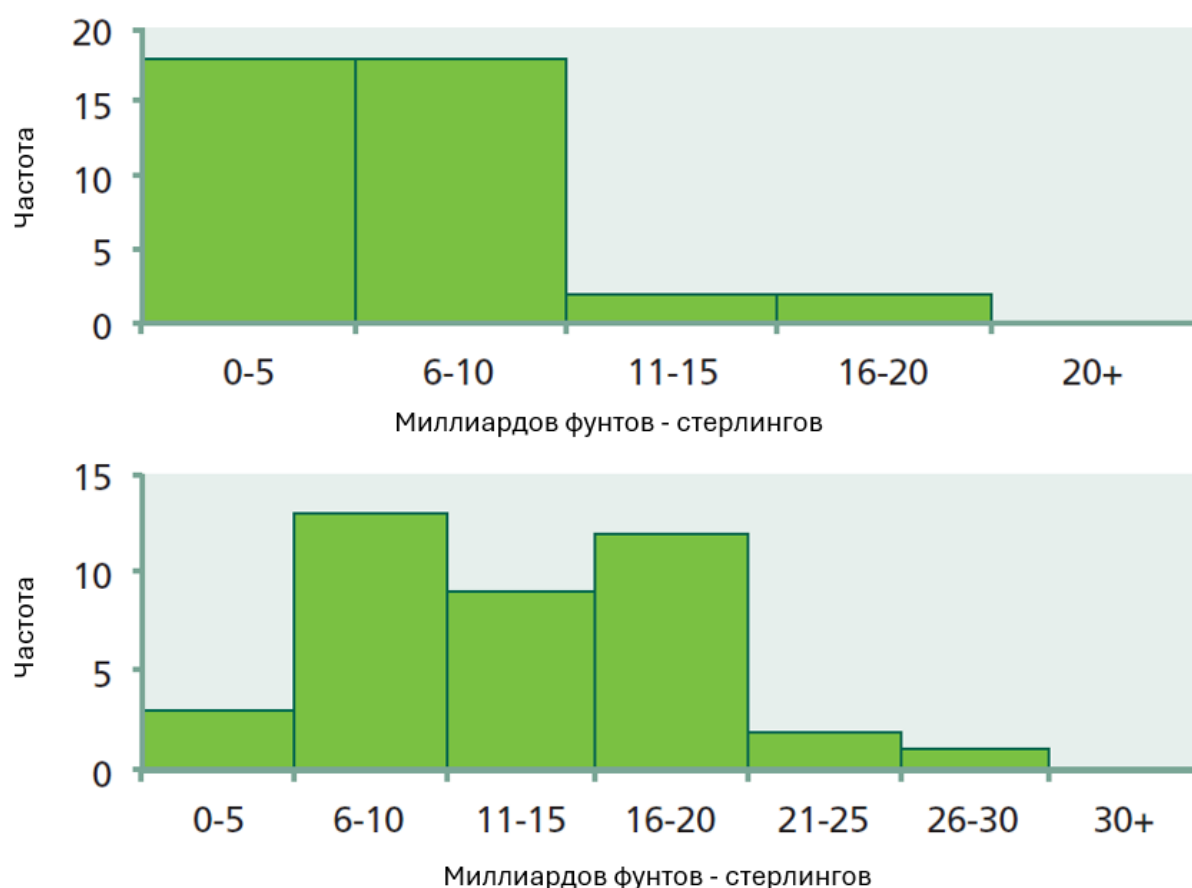
- 68% участников заявили, что их организации использовали несколько барьерных ставок (более половины из которых инвестировали в недвижимость более 5 миллиардов фунтов стерлингов),
- 18% сообщили, что их организации использовали только одну барьерную ставку.

Среди участников, сообщивших об использовании барьерных ставок, 68% указали одну или несколько ставок, которые они использовали.

Большинство участников использовали барьерные ставки,

- самая низкая ставка составляла от 1 до 20%,
- самая высокая - от 4,5 до 30%, в основном от управляющих с инвестициями более 5 миллиардов фунтов стерлингов (гистограмма диапазона пороговых ставок показана на Рис. С.3).

Рисунок С.3: Гистограмма диапазона барьерных ставок



В организациях с несколькими барьерными показателями те, основная цель которых — конкурентоспособная прибыль, имеют более высокие средние барьерные показатели, чем организации, преследующие другие цели.

Что касается решения о структуре капитала организаций, 84% «всегда», «часто» или «иногда» предпочитают текущие денежные средства (более 70% инвестируют более 1 миллиарда фунтов стерлингов); 80% «всегда», «часто» или «иногда» выбирали долгосрочные долги (более 60% из них инвестировали более 1 миллиарда фунтов стерлингов); 43% предпочитают краткосрочные долги (более 70% из них имеют инвестиции на сумму более 1 миллиарда фунтов стерлингов); 25% «всегда», «часто» или «иногда» выбирали выпуск акций для финансирования новых инвестиций²³.

52% «никогда» или «редко» использовали ожидаемую прибыль, а 52% «никогда» или «редко» выбирали выпуск акций для финансирования инвестиций. Эти результаты в целом согласуются с теорией иерархии и стандартными моделями корпоративных финансов, в отличие от результатов, полученных с помощью моделей и показателей принятия решений.

²³ Строго говоря, в этом смысле этот путь доступен только листинговым компаниям, поэтому, очевидно, ряд респондентов интерпретировали его в более широком смысле как привлечение акционерного капитала.

Также указываются другие источники финансирования, такие как собственный капитал фондов ²⁴, мезонинный долг, акционерный капитал партнера по СП или непосредственно выделенный капитал клиента.

Для организаций с несколькими пороговыми значениями доходности, **те, кто использует долгосрочные/краткосрочные заемные средства в качестве источника финансирования, имеют более высокие средние пороговые значения доходности, чем те, кто использует текущие денежные средства и выпуск акций**. Это было бы логично, если бы пороговое значение доходности относилось к доходности собственного капитала (поскольку увеличение заемного финансирования повышает риски для акционеров), но не в контексте средневзвешенных затрат на капитал (WACC).

При осуществлении инвестиций 48% участников отдельно оценивали денежные потоки/доходность проекта без учета заемного финансирования, а затем определяли структуру капитала (в основном крупные целевые фонды / благотворительные фонды и REIT / листинговые компании с инвестициями более 500 миллионов фунтов стерлингов), что соответствует стандартной модели корпоративных финансов.

Однако 29% оценивали денежные потоки или доходность инвестиций с учетом затрат на финансирование капитала (чаще всего это были небольшие управляющие инвестициями). Это могло бы соответствовать подходу «поток в собственный капитал», если бы применялось пороговое значение доходности только для собственного капитала. Оставшиеся 23% предложили различные взгляды на учет заемных средств:

- они оценивали общую доходность инвестора следующим образом: с учетом всех заемных средств + комиссий/издержек;
- учитывались оба случая, в зависимости от того, использовались ли фонды со стандартным уровнем заемных средств или только с собственным капиталом. В случае фондов без заемных средств учитывались фундаментальные показатели, в случае фондов с заемными средствами гарантировалось, что капитал не будет вкладываться в проекты, требующие излишнего использования собственного капитала;
- для фондов, не использующих заемные средства, всегда оценивался денежный поток без учета заемных средств за 20 лет.

С.4 Факторы, влияющие на пороговую ставку доходности

Респонденты выявили различные подходы к расчету пороговой ставки доходности.

- 41% участников использовали фиксированную целевую ставку доходности, определяемую управляющими фондами для клиентов.
- 32% респондентов заявили, что они явно устанавливают целевые показатели относительной доходности, среди которых 18% использовали доходность облигаций или безрисковую ставку плюс премию за риск,
- 14% использовали доходность недвижимости плюс премию за риск.

Также были упомянуты другие подходы к построению целевого показателя доходности:

- «имитационный подход для оценки частей премии за риск»;

²⁴ Предположительно, обязательства клиентов фонда по долевному участию, которые будут использоваться при необходимости.

- «реальная доходность облигаций плюс ожидаемая инфляция и премия за риск»;
- «для компаний без заемных средств: консенсус IPF (пятилетний период) плюс целевая доходность в 1%»;
- «для компаний с заемными средствами: функция от этого показателя плюс заемные средства на тот момент»;
- «фиксированная ставка плюс стоимость капитала, в зависимости от мандата»;
- «WACC плюс премия за риск»; и
- «минимальная доходность на уровне фонда плюс премия за риск».

Эти ответы могут свидетельствовать об отсутствии структурированной строгости в определении целевых ставок.

Например, неясно, что подразумевает «WACC плюс премия за риск», поскольку как затраты заемных средств, так и затраты собственного капитала содержат премии за риск деятельности фирмы и структуры капитала, если только это не относится к корректировке риска на уровне проекта.

Аналогично, неясна «фиксированная ставка плюс затраты на капитал».

29% участников использовали номинальную доходность 10-летних правительственных облигаций Великобритании, а 13% — реальную доходность 10-летних правительственных облигаций Великобритании в качестве безрисковой ставки для инвестиций в Великобританию.

«Редко используемым» заменителем безрисковой ставки в Великобритании была:

- средняя доходность пятилетних правительственных облигаций Великобритании.
- годовая банковская ставка (2%),
- ставка свопа (9%)
- номинальная доходность пятилетних правительственных облигаций Великобритании (7%).

В целом это соответствует результатам интервью, хотя ряд опрошенных предложили использовать форвардные, а не спотовые ставки доходности правительственных облигаций и сослались на доходность корпоративных облигаций.

Участники также предложили другие безрисковые ставки: средние базовые ставки, LIBOR, ставка, определяемая советом директоров, ставка местных правительственных облигаций, трехмесячная процентная ставка по наличным средствам.

Из тех, кто использовал безрисковую ставку в качестве пороговой ставки,

- 42% использовали номинальную доходность 10-летних правительственных облигаций Великобритании,
- 17% — реальную доходность 10-летних правительственных облигаций Великобритании,
- 17% — номинальную доходность пятилетних правительственных облигаций Великобритании,
- 24% — ставку свопа или трехмесячную процентную ставку правительственных облигаций Великобритании.

Что касается международных организаций, использующих безрисковую ставку в качестве целевой ставки для инвестиций в Великобританию, то наиболее часто в качестве безрисковой ставки использовалась номинальная доходность 10-летних правительственных облигаций Великобритании и ставка свопа.

Ожидаемая будущая инфляция учитывалась 58% участников, которые использовали пороговую ставку доходности для оценки инвестиций.

При корректировке с учетом повышенных инвестиционных рисков 45% участников повысили пороговую ставку доходности, в то время как 16% снизили прогнозируемые денежные потоки. 32% выбрали оба варианта, и, что, возможно, вызывает беспокойство, 7% решили не делать ни того, ни другого.

48% участников ответили, что инвестиции в новый сектор недвижимости приведут к более высокой пороговой ставке доходности.

29% считали, что краткосрочные инвестиции будут иметь более высокую пороговую ставку доходности, в то время как 23% участников считали, что иностранные или долгосрочные инвестиции приведут к более высокой пороговой ставке доходности.

Пять наиболее вероятных факторов риска, которые повлияют на пороговую ставку доходности, были:

1. стадия цикла недвижимости (61%);
2. изменение процентной ставки (59%);
3. характеристики отдельного здания или арендатора (57%);
4. состояние местного рынка недвижимости (48%);
5. общее местоположение здания (макро/национальное/региональное) (43%).

Что касается компонента премии за риск, то пятью наиболее часто рассматриваемыми факторами риска были:

1. риск сектора недвижимости (70%);
2. риск роста арендной платы (61%);
3. **риск соблюдения договорных обязательств** (59%);
4. риск изменения доходности (54%);
5. риск ликвидности (52%).

К наименее часто рассматриваемым рискам относятся обесценение и страновой риск.

Некоторые участники также упомянули другие риски, включая риск стоимости и сроков строительства, риск исполнения, риск простоя, инфляционный риск и безопасность платежей.

Среди организаций, где корректировка пороговой ставки производится на уровне отдельных проектов или инвестиций, факторы риска, которые рассматриваются «всегда» или «часто», остаются устойчивыми:

риск сектора недвижимости (79%),

1. риск роста арендной платы (68%),
2. **риск соблюдения договорных обязательств** (66%),
3. риск изменения доходности (62%),
4. риск ликвидности (60%),
5. риск длительности аренды (55%),
6. страновой риск (53%).

Что касается организаций с общими показателями риска, то пятью основными факторами риска, влияющими на этот показатель, были:

1. риск в секторе недвижимости (80%),
2. **риск соблюдения договорных обязательств** (60%),
3. риск изменения доходности (60%),
4. риск ликвидности (60%),
5. риск обесценения (40%).

Однако это лишь небольшая выборка.

Для крупных организаций с активами в сфере недвижимости под управлением более 5 миллиардов фунтов стерлингов, специфические для сектора недвижимости элементы, такие как отраслевой риск, **риск соблюдения договорных обязательств** и риск роста арендной платы, по-прежнему считались важными.

Как отмечалось выше, это указывает на расхождение с литературой по теории диверсификации, поскольку в случае крупных портфелей специфический риск должен быть менее значимым. Это может означать, что практика в секторе недвижимости отличается от общего финансового рынка или принципов теории корпоративных финансов.

С.5 Иностранные инвестиции

Для учета валютного риска 25% участников дисконтировали денежные потоки в иностранной валюте, используя пороговую ставку, специфичную для данной страны или конкретного инвестиционного проекта, 21% перевели денежные потоки проекта в иностранной валюте в национальную валюту, используя форвардные курсы и внутреннюю пороговую ставку.

Остальные участники ответили, что это либо неприменимо, поскольку у них нет иностранных инвестиций, либо они:

- использовали корзину валют в рамках глобального сбалансированного портфеля;
- реализовали стратегию андеррайтинга в местной валюте, но рассматривали валютный риск отдельно;
- принимали решение о валютном хеджировании, исходя из склонности фонда к риску;
- использовали базовые ставки в начале каждого года;
- привлекали средства в иностранной валюте и оценивали возможности на иностранном рынке, чтобы избежать колебаний валютного курса.

Первые два варианта предполагают использование стратегии валютного хеджирования, которая также упоминалась в интервью более крупными, как правило, многоактивными, организациями. Небольшим фондам и специалистам по недвижимости, возможно, потребуется более непосредственно подходить к хеджированию и валютному риску на уровне проекта.

Что касается уровня риска для иностранных проектов, только 16% использовали более высокие пороговые ставки и более консервативные оценки денежных потоков, чем для аналогичных внутренних проектов.

Остальные респонденты по этой теме указали индивидуальные подходы к оценке рисков иностранных инвестиций:

- риск зависит от рынка/страны, в которую они инвестируют;
- риск зависит от достоинств инвестиции, а не от страны;
- риск зависит от городов, а не от стран.

Наиболее важным является конкретное качество розничной торговли на улице/в здании.

В пороговую ставку для иностранных инвестиций не включается повышенный риск, если только это не абсолютно очевидный дополнительный риск; риски определяются независимо на основе страновых/отраслевых рисков, поэтому могут быть выше или ниже;

- риск зависит от реальной доходности за рубежом, ожидаемой инфляции за рубежом, премии за риск за рубежом и предполагаемых обменных курсов;

- риск зависит от источника капитала;
- риск зависит от ставок, установленных для оценки инвестиций;
- риск зависит от вероятной прогнозируемой доходности и аппетита инвесторов к стратегии.

Это свидетельствует о различном подходе, некоторые из которых следуют рациональным финансовым и экономическим принципам, а некоторые, по-видимому, нет.

Трудно понять, например, как риск может зависеть от склонности инвесторов к риску. Толерантность к риску явно различается у разных инвесторов, и должна существовать взаимосвязь между ожидаемым риском и доходностью, которая должна направлять инвесторов к определенным инструментам и продуктам. Однако это не создает риск проекта. Также, по-видимому, существует некоторый риск двойного учета (например, во взаимосвязи между (относительной) ожидаемой инфляцией и колебаниями валютных курсов).

30% участников использовали номинальную доходность облигаций целевой страны в качестве основы для пороговой ставки, и только 7% использовали реальную доходность облигаций. Остальные использовали другие ставки в качестве основы, которые включали абсолютную доходность, требуемую (или обещанную) инвестору, ставки, основанные на доходности иностранных фондов и мнении инвесторов, ставки, скорректированные на основе спредов CDS, и трехмесячную ставку денежного рынка.

С.6 Влияние референдума о выходе из ЕС

Поскольку первоначальная фокус-группа и интервью проводились в контексте реакции инвестиционных рынков на результаты референдума о выходе Великобритании из ЕС в июне 2016 года, и эта реакция повлияла на ответы, исследователи включили отдельный раздел, посвященный результатам референдума.

В результате решения о Brexit 68% респондентов отметили, что их пороговая ставка осталась неизменной, в то время как 14% сообщили о ее повышении. Только 4% ответили, что пороговая ставка снизилась, утверждая, что для клиентов, ориентирующихся на относительную доходность, требуемая доходность использует прогнозируемую доходность для всей недвижимости в качестве отправной точки для оценки недооценки или переоценки. Brexit снизил ожидания доходности, следовательно, и требуемая доходность снизилась.

В качестве причин повышения пороговой ставки были названы следующие:

- диапазон неопределенности в отношении роста рынка расширился;
- для международных инвесторов инвестиции в Великобританию сопряжены с большим риском;
- более высокая минимальная ставка доходности для компенсации неопределенности в отношении рыночной ликвидности и потенциального снижения стоимости;
- долгосрочная экономическая неопределенность в краткосрочной перспективе;
- более высокий воспринимаемый риск из-за краткосрочной волатильности в Великобритании (от одного до трех лет) и вероятного снижения темпов роста арендной платы в среднесрочной перспективе.

Следует отметить, что это ответы, полученные в октябре и ноябре, значительно позже первоначальной реакции рынка на результаты референдума (когда открытые

инвестиционные фонды ограничили доступ к своим средствам и резко снизили чистую стоимость активов в ответ на опасения оттока средств). Первые интервью и первая фокус-группа проводились в более ранний период, но выявили очень схожие взгляды.

С.7 Резюме и выводы

В ходе исследования изучалась инвестиционная практика с участием более пятидесяти респондентов, представляющих широкий спектр типов, размеров и местоположений объектов недвижимости. Результаты в целом соответствуют выводам, полученным в ходе интервью, и указывают на широкий спектр практик в британской (и европейской) индустрии недвижимости, многие из которых не соответствуют стандартной теории корпоративных финансов и местами кажутся непоследовательными. Было сложно найти объясняющие факторы различий в практике, помимо различия между типом фирмы и типом управляющего фондом, обсуждавшегося ранее. В последнем случае клиенты и конкуренты играли ключевую роль в определении доходности, предлагаемой фондами, которая, в свою очередь, формировала базовые целевые ставки доходности в анализе.

Около 95% респондентов сообщили, что они использовали пороговую ставку в той или иной форме.

С точки зрения правил принятия решений, как и в предыдущих исследованиях, ставка внутренней доходности (IRR) доминирует на рынке.

Чистая текущая стоимость (NPV) — рекомендуемый метод для стандартных проектов в теории финансов — занимает лишь четвертое место после двух метрических подходов: доходности капитала и дохода на затраты.

Меньшие фирмы и фонды чаще использовали метрические подходы, чем крупнейшие организации; крупнейшие организации чаще применяли метод чистой текущей стоимости (NPV), хотя некоторые различия в применении незначительны.

Было обнаружено ограниченное количество свидетельств использования передовых количественных методов, таких как анализ реальных опционов, вероятностное сценарное моделирование и тому подобное, даже там, где они могли бы хорошо подходить для рассматриваемых проектов.

Аналогично, немногие сообщили об использовании формальных моделей ценообразования активов, как в анализе, так и в качестве основы для определения стоимости капитала, при этом модель CAPM упоминалась лишь в нескольких ответах на опрос. Моделирование методом Монте-Карло использовалось меньшинством, как правило, более крупных, фондов.

Более трех четвертей выборки анализировали и устанавливали пороговые ставки доходности на уровне отдельных проектов или активов. Опять же, был отмечен широкий спектр подходов к расчету пороговых ставок доходности.

Существует разделение между структурами фондового типа (здесь требования клиентов и предложения конкурентов выступали в качестве ограничения и направляли управляющих фондами к определенным целевым показателям абсолютной доходности) и структурами фирменного типа.

В последнем случае, по-видимому, больше внимания уделялось подходу, основанному на безрисковой доходности плюс премии за риск, который, кажется, больше соответствует или вытекает из традиционных методов оценки на основе доходности, чем более формальному подходу к стоимости капитала, как это рекомендуется в учебниках по финансам.

Аналогично, наблюдалось широкое разнообразие практики с точки зрения частоты обновления пороговых ставок (некоторые постоянно обновляются, некоторые создаются для конкретных проектов, некоторые почти не меняются со временем) и временного горизонта анализа. Структура инвестиционного инструмента объясняет часть, но не всю эту вариацию.

Таким образом, исследование, в соответствии с данными интервью, показывает существенное расхождение с рекомендуемой практикой капиталовложений из финансовой литературы и широкое разнообразие моделей, инструментов принятия решений и подходов. Одной из возникающих тем является различие между идеей «фирмы» — основой корпоративных финансов — и структурами фондов, которые распространены в сфере недвижимости, где управляющие фондами привлекают акционерный капитал от внешних инвесторов, чьи целевые ставки доходности (и альтернативные ставки доходности, предлагаемые другими фондами и управляющими) определяют предлагаемую доходность, искомые активы и структуру капитала. Хотя это можно скорректировать в соответствии с финансовой теорией (с помощью подхода, основанного на потоке средств в капитал), очевидно, что клиенты и конкуренты влияют на требуемые процентные ставки и принимаемые решения.

УЧАСТНИКИ ОПРОСА

Aberdeen Asset Management ADIA
Alstria Office AG APAM Real Estate Aviva
Investors Befimmo SCA BlackRock
Brydell Partners C2 Capital
Canmoor Asset Management Crown
Estate
Dexterwood
DTZ Investment Management Dubai
World Trade Centre Eurocommercial
Properties NV GIC Real Estate Intn'l Pte
Ltd Grosvenor
Hansteen Holdings
Hearthstone Investment Management
Ltd Hermes REIM
Howard Ventures Inmobiliaria Colonial
S.A. Kingfisher Property
Land Securities Group LaSalle
Investment Management Lightstone
Properties plc

M&G
M7 Real Estate Meyer Bergman
Old Park Lane Management Ltd
Oxenwood Real Estate LLP Paloma
Capital
Patrizia
PGGM Investments Pramerica Financial
Primary Health Properties PSP Swiss
Property AG
Quintain Estates and Development
Stanhope Plc
TH Real Estate Townsend
Standard Life Real Estate
Union Investment Real Estate GmbH
Vastned
Wereldhave NV
Westate Investment Management Ltd
Westmount Real Estate
Züblin Immobilien Holding AG

БИБЛИОГРАФИЯ

- Arnold G. C. and Hatzopoulos P. D. (2000). The theory-practice gap in capital budgeting: evidence from the United Kingdom. *Journal of Business Finance & Accounting*, 27, 603-626.
- Baldwin C.Y. and Clark K.B. (1994). Capital-budgeting systems and capabilities investments in U.S. companies after the Second World War. *Business History Review* 69, 73-109.
- Baum A. and Hartzell D. (2012). *Global Property Investment: Strategies, Structures, Decisions*. Wiley- Blackwell, Chichester.
- Berk J. (1999). A simple approach for deciding when to invest. *American Economic Review*, 89, 1319- 1326.
- Berk J. and DeMarzo P. (2014). *Corporate Finance*. 3rd Edition, Pearson, Harlow.
- Brealey R.A., Myers S.C. and Allen F. (2006). *Corporate Finance*. 7th Edition, McGraw-Hill, New York.
- Brealey R.A., Myers S.C. and Marcus A.J. (2007). *Fundamentals of Corporate Finance*. 5th Edition, McGraw-Hill, New York.
- Brennan M.J. and Trigeorgis L. (2000). Real options: Development and new contributions, in: M.J. Brennan and L. Trigeorgis, eds., *Project Flexibility, Agency, and Competition*. New York and Oxford, Oxford University Press, Chapter 1.
- Brown G.R. and Matysiak G.A. (2000). *Real Estate Investment: A Capital Market Approach*. Harlow, Prentice Hall.
- Chevalier-Roignant B. and Trigeorgis L. (2011). *Competitive Strategy: Options and Games*. MIT Press, Cambridge MA.
- Chittenden F. and Derregia M. (2015). Uncertainty, irreversibility and the use of 'rules of thumb' in capital budgeting. *British Accounting Review*, 47, 225-236.
- Copeland T. and Antikarov V. (2003). *Real Options: A Practitioner's Guide*. Texere, New York.
- Cremmers M. and Lizieri C. (2015). How active is your real estate fund manager? *Journal of Alternative Investments*, 18, 22-36
- Danielson M.G. and Scott J.A. (2006). The capital budgeting decisions of small businesses. *Journal of Applied Finance*, 16(2), 45-56.
- Dittmann I., Maug E. and Kemper J. (2004). How fundamental are fundamental values? Valuation methods and their impact on the performance of German venture capitalists. *European Financial Management*, 10(4), 609-638.
- Geltner D.M., Miller N.G., Clayton J. and Eichholtz P. (2007). *Commercial Real Estate: Analysis & Investments*. Mason, Thomson South-Western.
- Graham J.R. and Harvey C.R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2), 187-243.
- Harjoto M.A. and Paglia J.K. (2012). Cost of capital and capital budgeting for privately-held firms: Evidence from business owners survey. *Journal of Accounting and Finance*, 12(5), 71.
- Helsley R. and Strange W. (2008). A game-theoretic analysis of skyscrapers. *Journal of Urban Economics* 64(1), 49-64.
- Jacobs M.T. and Shivdasani A. (2012). Do you know your cost of capital? Probably not, if your company is like most. *Harvard Business Review*, 118-124

- Jagannathan R., Matsa D.A., Meier I. and Tarhan V. (2016). Why do firms use high discount rates? *Journal of Financial Economics*, 120, 445-463.
- Kaplan S.N. and Ruback R.S. (1995). The valuation of cashflow forecasts: An empirical analysis. *Journal of Finance*, 50, 1059–1093.
- Krautz S., Fuerst F. (2015). Size Signals Success: Evidence from Real Estate Private equity. *Journal of Portfolio Management*, Real Estate Special Issue 2015 1-9.
- McDonald R.L. (2000). Real options and rules of thumb in capital budgeting, in: M.J. Brennan and L. Trigeorgis, eds., *Project Flexibility, Agency, and Competition*. New York and Oxford: Oxford University Press, Chapter 2.
- Manigart S., De Waele K., Wright M., Robbie K., Desbrières P., Sapienza H. and Beekman A. (2000). Venture capitalists, investment appraisal and accounting information: a comparative study of the USA, UK, France, Belgium and Holland. *European Financial Management*, 6, 389-403.
- Pike R. (1996). A longitudinal survey on capital budgeting practices. *Journal of Business Finance and Accounting*, 23, 79-92.
- Poterba J.M. and Summers L.H. (1995). A CEO survey of U.S. Companies' time horizons and hurdle rates. *Sloan Management Review*, 37, pp.43-53.
- Ross S.A., Westerfield R.W. and Jordan B.D. (2006). *Corporate Finance Fundamentals*. 7th Edition, McGraw-Hill, New York.
- Smit H.T.J. and Trigeorgis L. (2004). *Strategic Investment: Real Options and Games*. Princeton University Press, Princeton and Oxford.