

[Новостной деск] Бетонное предисловие к «Русскому списку». Мини-практикум по российским фондам коммерческой недвижимости, или «Третий сорт — ещё не брак!»

****это не инвестиционные рекомендации****

С Новым годом и Рождеством, коллеги! Сразу к делу.

Перед вами первый текст на тему «Русского списка 2025», и он посвящён российской коммерческой недвижимости, доступной через инфраструктуру российского финансового рынка. Чтение фидбэка на тему этого (на мой вкус, важного и крайне интересного в текущих условиях) класса активов мотивирует на прямо обстоятельный текст про российские фонды недвижимости. Предупреждаю сразу (и буду это повторять много раз в тексте), что тут не будет инвестиционных рекомендаций и даже конкретных названий в силу того, что биржевая ликвидность всех инструментов такого типа (на момент написания текста) — отвратительная. Более того, мне важно рассказать о своих принципах и представлениях о прекрасном, а остальное — это уже решения каждого отдельного инвестора. Впрочем, вполне практичная отправная точка (ещё раз: отправная точка, а не список покупок) для исследований — будет, и именно в форме списка.

Повторюсь, в России сейчас ноль фондов, которые полностью соответствуют моим представлениям о прекрасном, если применять полноценные международные стандарты. Ну нет в России (пока) аналога условного Realty Income Trust [NYSE: O] или STAG Industrial [NYSE: STAG], но всё-таки прогресс фиксируется, тем более, что у российской коммерческой недвижки есть потенциал, который оправдывает (на мой вкус) определённую толерантность к недостаткам финансовых инструментов из этого сектора.

Традиционные технические предуведомления:

Для новых читателей: дорогие коллеги, знакомство со мной лучше всего начинать с вот этого текста (я его специально оставил доступным для всех подписчиков): [Философское] Систематизация принципиального: вопросы про личные финансы, распределение активов в портфеле, «золото для чайников», критерии хорошей недвижки...

— <https://sponsr.ru/crimsonanalytics/39071> — там даже про котов есть.

Для полноты картины также рекомендую к прочтению -> [Философское] «Корпоративная скотина» — краткий учебник прикладного и финансового карьеризма — <https://sponsr.ru/crimsonanalytics/59984/>

Про ЗПИФы недвижимости — ещё раз, максимально медленно и практично.

У меня нет возможности составить публичный «русский список ЗПИФов недвижимости» — к сожалению, ликвидность в этих фондах настолько посредственная, что есть риск просто «сноса стакана» и серьёзного отклонения цены.

Пару бонус пойнтов:

1. Оказывается, некоторые наши дорогие брокеры (этим отметил, например, один жёлтенький банк, но не он один) довольно сильно, даже для квалов и даже для прайвэт-клиентов, ограничивают список доступных фондов недвижимости, которые можно купить на Мосбирже, т. е. фонды (в том числе те, которые представляются интересными лично мне) на Мосбирже есть, но купить их через брокерское приложение некоторых банков/брокеров нельзя, их там вообще

как бы не существует. Отсюда мораль: искать придётся не через приложения брокеров, а прямо самому. Собственно, ваш покорный слуга считает это полезной привычкой — сам так делаю с любыми бумагами и на любых биржах в любых странах: сначала нахожу, что мне интересно, а потом нахожу, через кого мне это можно купить, а не наоборот. Ограничивать себе диапазон потенциальных инвестиций из-за того, что конкретный банк/брокер не хочет или не может вам что-то показывать (в российском случае закрадывается подозрение в плане желания банков/брокеров просто направлять клиентов на свои продукты, закрывая доступ к «чужим» продуктам из того же класса) — это, на мой вкус, очень плохая идея.

2. Для фондов недвижимости нет скринеров и т. д. (Я, кстати, сильно-сильно-сильно не люблю пользоваться скринерами даже для акций, и даже на более развитых рынках — об этом как-то на старом проекте, емнип, говорил, и сейчас, когда работаю с фэмили-офис командами, тоже очень стараюсь объяснить аналитикам опасность доверия к скринерам, несмотря на то, что современные юные аналитики без скринеров чувствуют себя как тинейджеры, у которых отобрали доступ к тик-току.) Т. е. данные придётся (и это хороший навык) собирать в стиле «старой школы» — прямо у эмитентов. Там они хотя бы иногда соответствуют реальности.

Теперь пройдемся по критериям.

Лирическое отступление: ваш покорный слуга (уже писал об этом и повторяю) крайне скептически относится к «банковским» (где управляющая компания фонда недвижимости — это «банковская» управляющая компания, и присутствует соответствующий брендинг) фондам недвижимости (и не только недвижимости, но об этом в другой раз). Причина скепсиса заключается в том, что иногда главное конкурентное преимущество «банковских» фондов — это не качество управления, не качество активов и не уровень доходности — им это всё нафиг не нужно и даже вредно, в некоторой степени, если это отвлекает ресурсы от самого главного конкурентного преимущества. Самое главное (зачастую — единственное) конкурентное преимущество банковских фондов — это наличие (почти) каптивных покупателей в лице клиентов самого банка, которым их собственные менеджеры напихают эти продукты в рамках выполнения квартальных KPI по продажам. При наличии такой мощной «воронки продаж», куда можно засовывать клиентов с элегантностью запихивания ананаса в промышленную соковыжималку, никакой качественной работы в плане разработки, управления, максимизации total return и даже работы с фидбэком инвесторов не требуется. Если инвестор отвалится — это не беда, аккаунт-менеджеры «напихают» следующим клиентам. В этом смысле фонды недвижимости от крупных банков (я видел одно исключение, не идеальное, но там, по крайней мере, попробовали сделать хорошо от души) очень напоминают продукцию АвтоВАЗа советской эпохи — при отсутствии необходимости конкурировать за потребителя (в случае фондов за потребителя конкурирует отдел маркетинга и «продажники») улучшать продукт нет никаких стимулов, и, кстати, слишком компетентный инвестор-потребитель в данном случае — вообще нафиг не нужная головная боль.

Для справки: ваш покорный слуга достаточно долго работал внутри финансовой системы (не российской), чтобы знать, как оно бывает, и достаточно долго являюсь клиентом (и в моём окружении есть клиенты вообще всех российских банков и брокерских компаний хоть сколь-нибудь серьёзного размера) российских банков, чтобы знать, как оно бывает, с обеих сторон прилавка. Т. е. это мой опыт (и немного знания человеческой природы), а не природная вредность является мотивацией для таких оценок. Конец лирического отступления.

Чтобы вам было легче проводить исследования, ваш покорный слуга нашёл готовую отправную точку для вдумчивого изучения (вычёркивания, подчёркивания) — это список самых крупных российских фондов недвижимости от самых крупных управляющих компаний (включая небанковские, что очень важно; плюс с долями рынка) — это данные на 1 кв. 2024 — думаю, это охватывает всё, что интересно (по крайней мере, мне) на российском рынке:

УК	ЭПИФы (Н, Р, К)	Доля, %	Прирост СЧА	
			%	млрд Р
ИТОГО		100%	+7%	22,3
 СОВРЕМЕННЫЕ ФОНДЫ НЕДВИЖИМОСТИ	ЭПИФН Коммерческая недвижимость ЭПИФН Современный Арендный бизнес ЭПИФН Современный Арендный бизнес 3 ЭПИФН Современный Арендный бизнес 7 ЭПИФН Современная коммерческая недвижимость ЭПИФН Долгосрочный рентный бизнес ЭПИФН Современный 8	63,4%	+9%	+17,7
 PARUS	ЭПИФН PARUS-ОЭН ЭПИФН PARUS-СБЛ ЭПИФН PARUS-НОРДВЕЙ ЭПИФН PARUS-ЛОГИСТИКА ЭПИФН PARUS-ДВИНЦЕВ	20,0%	0%	0
 СБЕРЕЖЕНИЯ	ЭПИФН РД ЭПИФН РД 2 ЭПИФН Рентный доход ПРО	5,2%	+7%	+1,1
 ВЕЛЕС ТРАСТ <small>Фонды недвижимости</small>	ЭПИФН АТРИУМ ЭПИФН ТРЦ Перловский	2,4%	+1%	+0,1
 Альфа Капитал <small>делам Большие</small>	ЭПИФН Альфа-Капитал Арендный поток ЭПИФН Альфа-Капитал Арендный поток 2 ЭПИФН Альфа-Капитал Фастфуд ЭПИФН Альфа-Капитал Кухонные мамы ЭПИФН Альфа-Капитал Самолет Жилая недвижимость ЭПИФН Альфа-Капитал Складская недвижимость	2,4%	+34%	+2,1
 АКТИВО	ЭПИФН Активо 1, 2, 5, 6, 10, 11, 12, 14, 15, 16, 17, 18, 19	1,8%	0%	0
 ПЕРВАЯ <small>инвестиционная компания</small>	ЭПИФН Современный Арендный бизнес 2 ЭПИФН Современный 6	1,4%	+1%	0
 ТИНЬКОФФ ИНВЕСТИЦИИ	ЭПИФН Тинькофф Фонд Альтернативных Инвестиций II ЭПИФН Тинькофф Фонд Строящаяся Недвижимости I ЭПИФН Тинькофф Спейс II	1,5%	+41%	+1,5
	Прочие: Самолёт, MR Group, Рентавед и пр.	1,9%	-3%	-0,1



ООО «PARUS Управление Активизм» не дает гарантий или заверений и не принимает какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, которые могут быть получены на основании использования информации на этой странице. Информация о доходности может расцениваться не иначе как предположения. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

1

Лирическое отступление:

Перед тем как перейти к критериям, прямо очень прошу перечитать раздел про недвижимость в материале (он доступен всем действующим подписчикам проекта) -> [Философское] «Корпоративная скотина» — краткий учебник прикладного и финансового карьеризма — <https://sponsr.ru/crimsonanalytics/59984/>. Можно дать поиск по тексту на «rental reversion». Без этой части будет немного непонятно.

Также советую перечитать раздел по классификации фондов/объектов коммерческой недвижимости из текста -> [Новостной деск] Кримсон бухтит (ответы на вопросы): Стагфляция в России, Русагро, Алроса, Полюс, Южуралзолото, Белуга, фонды коммерческой недвижимости — <https://sponsr.ru/crimsonanalytics/64714/>. Можно дать поиск по тексту на «core». Ниже будет краткое изложение, а в старом тексте оно развёрнутое и с упоминанием примеров. Конец лирического отступления.

Напоминаю (пунктирно) классификацию (не мою, это плюс/минус интернациональный стандарт данного сектора, которым даже пользуются иногда в России те эмитенты/УК, у кого есть минимальное желание иметь дело с минимально компетентными инвесторами, знакомыми и с международными рынками, а не только с жертвами проезда по ушам в исполнении банковских «продажников»).

Есть 4 типа (воспринимайте как уровни кредитного рейтинга, если хотите, по аналогии с облигациями) объектов коммерческой недвижимости:

Core, Core Plus, Value Add, Opportunistic.

Core (примерный эквивалент: AAA, AA+):

Локация (единственное, что ни за какие деньги нельзя поменять в объекте): «Прайм» (Prime) — в переводе на человеческий «офигенная» («козырная»). В зависимости от типа недвижимости может означать разное. Например: самый центр Москвы для офисной недвижки или для торговой недвижки; «близко к МКАД» — для складской.

Арендаторы: мощные, стабильные, богатые компании, у которых есть (или может быть, если бы они захотели) кредитный рейтинг хорошего уровня (А и выше), в идеале на долгосрочных договорах.

Тип здания: свежий класс А (т. е. не требует особых вложений, реконструкции и т. д.).

Уровень закредитованности: 0–40% (ваш покорный слуга предпочитает более агрессивное определение: 0–30%).

Core Plus (примерный эквивалент: AA, AA-, A+, A, A-):

Это объекты, которые по некоторым параметрам соответствуют уровню Core, но по некоторым слегка (это важно!) не дотягивают до него. Например:

Локация: очень хорошая, но не прямо элитный люкс. Например: торговый центр в самом-самом центре города-миллионника или склад на КАДе в Петербурге.

Арендаторы: хорошие, но не прямо «федеральная элита» с высоким рейтингом. Например, региональная торговая сеть в случае склада.

Тип здания: «Старенький» А (т.е. не прямо лучший свежак).

Уровень закредитованности: 40–60%.

Value Add — по одному или нескольким параметрам прямо СИЛЬНО не попадает в категорию Core. Примеры: локация — Урюпинск, тип здания — «класс С», закредитованность больше 60%, 35% вакансия и главный арендатор — местная «диаспора» и её «склад для овощей», т. е. вариантов несоответствия — миллион. Перефразируя классика, можно сказать, что все классные (Core, Core Plus) объекты сильно похожи друг на друга, а каждый плохой объект — хреновый по-своему.

На более развитых рынках такие объекты часто берут ради улучшайзинга с последующей перепродажей (редко: эксплуатацией) — но это заслуженно считается очень рискованной способностью зарабатывать деньги, который лучше оставить профильным маньякам. На менее развитых рынках объекты такого рода часто продаются и покупаются без надежды на улучшение параметров, а чисто ради рентных (хоть каких-то) платежей. В качестве объекта покупки и инвестиций такого рода объекты (и фонды, в которых они есть) — это, на мой вкус, очень рискованная идея, даже если предлагается сравнительно высокая доходность, ибо она покупается с соответствующими рисками и «доходность на этикетке» может оказаться сильно завышенной по сравнению с реальностью.

Ещё есть **Opportunistic**: это фактически «темки из недвижки» — т. е. флиппинг, финансирование жилой застройки в надежде потом продать и т. д. — очень рискованно, вообще не консервативно, никакой «текущей доходности», куча «рисков исполнителя» и т. д. Но очень популярно среди некоторой категории российских инвесторов, которым нужны именно «темы». Пожелаем им удачи.

Ваш покорный слуга для консервативной части моего «русского списка» использует исключительно инвестиции в недвижимость типа Core, Core Plus, и ВСЁ. Ещё раз медленно про моё представление о прекрасном: Core, Core Plus и всё. Мне нужна текущая (и растущая во времени!) доходность, *rental reversion* (смотрите в текст про «корпоративную скотину» — там это важная тема) и защита от инфляции — кстати, Core и Core Plus в силу очень жестких требований к локациям в этом смысле работают надёжнее, чем другие типы недвижки (это универсальное правило на всех рынках).

В российском случае определить категорию фонда недвижимости далеко не всегда возможно, и особенно часто эта проблема возникает с «банковскими» фондами. Абстрактный пример: если в фонде много объектов, и там, например, один склад в Питере, три в Урюпинске и один в Анадыре, состояния складов (класс, год постройки и т. д.) неизвестны, неизвестны конкретные арендаторы и условия аренды (это сейчас на рынке в среднем вакансия 0%, и это не имеет значения, но это так не всегда будет и так не всегда было, т. е. качество арендаторов ИМЕЕТ ЗНАЧЕНИЕ) — то как определить его категорию и оценить доходность в контексте риска? Более

того, иногда выясняется (я не буду показывать пальцем в конкретный пример), что фонд сдаёт в аренду часть помещений связанной с собой структуре (из того же холдинга), и на этом «договоре» они подтягивают статистику по текущей доходности. У меня личное простое правило: если я не могу чётко и понятно (вот буквально за 30 минут, не более, а в идеале — за 10, без дополнительного напряжения и подключения сторонних источников информации или связей в конкретном банке/управляющей компании) определить, что конкретный фонд — это (по моим понятиям) Core или Core Plus, то я перестаю рассматривать такой фонд к покупке: котиков в мешках лучше покупать в зоомагазинах, они там дешевле и не такие опасные.

Для того чтобы угодить более привередливым инвесторам, более адекватные (российским реалиям) управляющие компании идут (и правильно делают!) по одному из двух путей:

1. Принцип: один фонд = один объект. Очень удобно, причём такие фонды (и это правильная позиция) прямо бравируют своей открытостью в плане описания того, что там внутри: класс объекта, арендатор, условия договора и т. д.
2. Принцип: один фонд = один ТИП объектов в плюс/минус однотипной локации. Грубо: если у вас в фонде два магазина «Пятёрочка» в спальных районах г. Москва (и фонд показывает адреса, договора и т. д.), то анализ не представляет особой сложности.

Есть ещё и третий подход (который стандартен в международной практике), но до него в России ещё не доросли (корпоративная, инвестиционная, управленческая культура ещё не та):

3. Можно иметь какой угодно микс объектов, но менеджмент фонда раскрывает (с квартальной периодичностью) структуру портфеля, сводные параметры (распределение по локациям, WAULT, portfolio rental reversion / reversionary yield и т. д.) и формулирует и придерживается чёткой стратегии, ради которой фонд, собственно, и покупают.

В качестве буквально первого попавшегося примера показываю, как выглядит третий подход на практике — вот скриншот из годовой презентации британского гипердиверсифицированного фонда недвижимости Picton Property Income:



Там [дальше ещё пошаговое обсуждение эволюции портфеля](#) (вплоть до «с кем продлили договор» и «вот этим подняли аренду на 10%»). В России пока такого уровня коммуникации с инвесторами для фондов с большим количеством объектов нет, в фондах на «1 объект» иногда бывает что-то похожее. На мой вкус, это стоит ценить.

Отдельно стоит сказать про типы коммерческой недвижимости: у них разная доходность, разная чувствительность к экономической ситуации в стране, разная скорость реакции на инфляцию в плане «текущего дохода» (арендного дохода) и (это важно и многим неочевидно) разная зависимость перформанса от качества управляющей команды.

Для простоты коммерческую недвижимость можно классифицировать так:

1. Стрит-ритейл товаров ежедневной необходимости. Типичный пример: небольшое отдельное здание или первый этаж, который сдаётся условному «Магниту» или «Пятёрочке».

Специфика:

— Низкая зависимость от состояния экономики: люди всё равно идут с работы в условную «Пятёрочку», чтобы купить чипсы и куру.

— Быстрая передача инфляции (причём продуктовой инфляции, что очень круто для частного инвестора) в доходы арендодателя, ибо аренда обычно привязана к обороту торговой точки (растут цены на товары -> растёт оборот -> растёт аренда). У этого есть обратная сторона: очень небольшой, часто отсутствующий вообще потенциал rental reversion (да, в очередной раз призываю всё-таки прочитать ту часть текста про «корпоративную скотину», это важно).

— Зависимость доходов от качества управленческой команды: низкое. Хорошая команда мало поможет, плохая (если ну не прямо совсем кретины) не сильно испортит.

— Важная российская специфика: ЛЮТЕЙШИЙ оверпрайс. Из-за того, что такие объекты очень ликвидны, имеют часто сравнительно доступный для более-менее состоятельных индивидуальных инвесторов (особенно чиновники из провинциального ЖКХ любят такое в Москве/Питере покупать, а ещё «девочки с Патриков» в последнее время стали частыми покупателями) ценник, очень просты в управлении и имеют надёжный денежный поток, спрос (часто нечувствительный к цене) сильно превышает предложение, а доходность ну просто «кот наплакал», т. е. ~8% (это сейчас).

2. Склады (особенно популярен в российских реалиях вариант: склад для маркетплейса типа «Озона»).

Специфика:

— Сравнительно низкая зависимость от состояния экономики (но только для Core, Core Plus) — если склад «подписан» на 10 лет с условным «Озоном» или «Сберлогистикой» — они будут платить, независимо от скорости роста ВВП и состояния экономики в целом. Если арендаторы у склада не такие «козырные», то могут быть нюансы в случае серьёзных экономических пертурбаций (это к вопросу о том, что арендаторов НАДО ЗНАТЬ и фонд вам в этом должен помогать, а не мешать).

— Скорость передачи инфляции в арендный доход: по-разному, и тут надо смотреть условия договора (или договоров, или «средние» параметры по всем договорам, эта статистика опять же должна быть доступна). Обычно стоимость аренды индексируется на ИПЦ, т. е. на «официальную инфляцию» (но бывает по-разному!), с неким «полом» (например, «не менее 3%») и «потолком» (например, «не выше 9%») — но тоже всё очень индивидуально.

Обычно получается, что инфляция, если она не слишком высокая, передаётся в стоимость аренды быстро, но если инфляция мощная (>9-10%), то возникает «зазор» между индексацией аренды и инфляцией, который будет «схлопнут» после истечения договора, когда происходит пересмотр самой цены, от которой идёт последующая индексация (иногда, на совсем горячем рынке, как сейчас, владелец склада может прямо «прогнать» арендатора и заставить его, под угрозой выселения, согласиться на более быстрое повышение цены ещё до истечения договора — но это редкость, не стоит рассчитывать на это как на базовый сценарий). Соответственно, потенциал rental reversion зависит от сроков и условий договоров, и он может быть от «мизерного» до «огромного» (я видел рост арендной платы на 30% за раз и даже ~100% за раз).

— Зависимость доходов от качества управленческой команды: низкое. Не такое низкое, как в случае стрит-ритейла, но всё-таки низкое. Хорошая команда поможет слегка поднять доходность, плохая (если ну не прямо совсем кретины) её чуть испортит, но вряд ли прямо обнулит.

— Важная российская специфика: в силу простоты исполнения (создания и управления фондами с такими объектами внутри) и в силу очень хороших результатов последних лет, как в плане роста выплат, так и роста цен на сами склады, это самый популярный вид российских фондов недвижимости, причём с очень большим отрывом. Вероятно, это к лучшему.

3. Офисы. (Ещё раз медленно подчёркиваю: всё, что ниже, — это про Core, Core Plus!)

— Высокая зависимость от состояния экономики. Когда экономике хреново, может происходить даунсайзинг занимаемых площадей, а также могут падать (!) ставки аренды. С другой стороны, когда экономика горячая, а хороших офисов дефицит (особенно в топовых локациях), можно получать высокий рост рыночной ставки аренды.

— Передача инфляции в доходы арендодателя: не столько быстрая, сколько сложная. Соотношение спроса и предложения офисной недвижки часто может быть важнее, чем уровень инфляции. В офисной недвижке часто практикуются договоры с double break option — обе стороны могут сравнительно безболезненно разорвать договор, и это приводит к тому, что рыночные цены аренды (если они сильно отклоняются от тех, что в договоре) сравнительно быстро (под угрозой разрыва договора) вводятся в уже действующие договоры, но всякое бывает. Сейчас хороших площадей в Москве, Питере мало, особенно если нужны крупные метражи.

— Зависимость доходов от качества управленческой команды: высочайшее. Хорошая команда может радикально улучшить доходы объекта (на это могут потребоваться инвестиции, но они того стоят), а рукожопые менеджеры могут сделать объект убыточным, даже если он в хорошей локации.

— Лирическое отступление: в ковид-эпоху офисная недвижка на планете в целом распродавалась с дикими дисконтами, и многие «офисные» фонды получили колоссальный ущерб. Рынок был уверен в том, что офисы уже никому особо не будут нужны, ибо «все будут теперь всегда на удалёнке». Те, кто не поверил в этот тезис и сделал ставку на то, что корпоративные боссы будут успешно требовать вернуть «быдло в стойло» (что и произошло через несколько лет), заработали огромные деньги на Core офисах.

Тренд на «удалёнку» не будет развёрнут полностью, но его эффекты на офисную недвижку (Core!) оказались сильно переоценёнными, особенно вот на фоне таких новостей:

NPR: Все сотрудники офиса Amazon должны вернуться на работу в офисе на пять дней в неделю. Во время пандемии Amazon позволила менеджерам выбирать, сколько дней сотрудники корпорации будут работать в офисе. [...] Начиная с сегодняшнего дня, подавляющее большинство сотрудников корпорации Amazon теперь обязаны

присутствовать на работе лично пять дней в неделю. И поскольку так много людей, которые могут работать из дома, все еще делают это — по крайней мере, частично — спустя пять лет после пандемии, эксперты по рабочим местам наблюдают, не повлияет ли решение Amazon на другие компании и не последуют ли их примеру. Amazon отказалась давать интервью для этой статьи, но в публичной записке генеральный директор Энди Джасси сказал, что полное возвращение в офис укрепит корпоративную культуру, сотрудничество и наставничество.

[npr.org/2025/01/02/nx-s1-5237654/this-is-the-day-amazons-return-to-office-policy-takes-effect](https://www.npr.org/2025/01/02/nx-s1-5237654/this-is-the-day-amazons-return-to-office-policy-takes-effect)

— На российском рынке есть некоторое количество «офисных» фондов, но у меня нет какого-то жёсткого мнения по данному классу коммерческой недвижимости: восстановительный рост после шока 2022 года однозначно произошёл, а что будет дальше — хрен его знает, но потенциал роста (особенно в случае самых Core объектов) ещё может быть не исчерпанным. Если всё-таки выбирать какой-то офисный фонд, то, на мой вкус, радикальный приоритет стоит отдавать объектам с премиальной локацией в Москве.

4. Торговые центры

— Зависимость от экономического цикла: в целом высокая, но сильно «плавает» в зависимости от конкретного объекта, якорных арендаторов и т. д. При этом Core-объекты (в качестве экстремального примера можно представить себе Московский ЦУМ или Harrods) редко оказываются прямо в убыточном положении даже при рецессии, а при мощном экономическом росте (хотя бы для того класса потребителей, который они обслуживают), торговые центры могут буквально «печатать деньги».

— Передача инфляции в доходы арендодателя: быстрая. Не такая быстрая, как в чистом стрит-ритейле, но всё-таки есть. Зависит по большому счёту от того, какая часть от объёма аренды привязана (и с каким коэффициентом) к обороту конкретных арендаторов.

Как и у стрит-ритейла, есть неочевидный бонус: аренда (конкретный % зависит от конкретного объекта, договоров и т. д.) части арендаторов по сути привязана к «инфляции цен НА ПОЛКАХ магазинов» (а не табличках Росстата), что на длинных дистанциях может давать просто удивительные результаты.

— Зависимость доходов от качества управленческой команды: высочайшее в кубе. Более высокая зависимость только у специализированной и отельной недвижимости. Хорошая команда может улучшить доход ТЦ в разы (на это могут потребоваться инвестиции, но они того стоят), но рукожопые менеджеры могут легко (очень легко, буквально за пару кварталов) довести объект до убытков, а фонд — до коллапса. Этот тип коммерческой недвижимости просто безжалостен в плане роли менеджмента, т. е. при плохом менеджменте даже самая топовая (прямо гипер-Prime) локация не спасёт.

— Специфика: в ковид, а также по мере развития онлайн-шоппинга, рынок стал верить в то, что «торговым центрам — хана», и это мнение до сих пор разделяется многими аналитиками на Западе и в России, причём в России ситуация осложняется ещё и уходом западных брендов, которые были главными точками притяжения для российских шопперов, а замена условного «Шанель» на «Хохлому» обычно (по крайней мере на первом этапе) не даёт сравнимого финансового результата. Ваш покорный слуга позитивно относился и относится к перспективам лучших (Core, Core Plus) торговых центров (везде: от США до России), несмотря на ковид, онлайн и всё такое. Потребительская психология радикально иррациональна, а «экспириенс» покупки (или даже прогулки по центру, которая часто сопровождается «мелкими покупками») является по сути одним из важных компонентов ценности многих (особенно сравнительно дорогих или длительного потребления) товаров.

На рынке есть пара «торговых» фондов, но с абсолютно отвратительной ликвидностью (даже по меркам отвратительной ликвидности сектора в целом), при этом, вероятно, их количество серьёзно увеличится на рынке по мере снижения ставки ЦБ (для выкупа объектов часто используются кредитные средства) и по мере вывода на биржу фондов, которые появились на волне покупок торговых центров у иностранцев, которые были вынуждены уйти с рынка из-за СВО (в России было МНОГО очень интересных объектов с иностранными владельцами и высокими доходами, которые за бесценок достались российским игрокам, часто из финансового сектора, часто с привлечением инвесторских денег, но без листинга на Мосбирже).

— На мой вкус: отличный класс для диверсификации портфеля коммерческой недвижимости, но предъявляет серьёзные требования к менеджменту, локации и инвесторской толерантности к риску.

Пунктиром ещё несколько типов коммерческой недвижимости и соответствующих фондов. В России (по крайней мере, мне) даже на внебиржевом рынке они особо не представлены (именно в виде фондов), но стоят упоминания:

Отели (и все вариации на тему): невероятно высокие риски в целом, невероятная зависимость от экономической ситуации, колоссальная зависимость от менеджмента. «Отельные» фонды и проекты — буквально кладбище бабла инвесторов. За редчайшим исключением — это очень опасные инвестиции. Бывают исключения (типа живучего даже в ковид американского APLE), но моя твёрдая убеждённость заключается в том, что в 99% случаев инвестору-неспециалисту лучше тупо купить склад. Иногда прямые как шпала инвестиционные идеи — самые лучшие.

Рентная жилая недвижимость: «доходные дома», апартаменты под сдачу и т. д. В России (в силу крайне низкой доходности сдачи в аренду жилой недвижки, по крайней мере на сейчас) — непопулярный формат, обычно фонды, связанные с жилой недвижимостью, занимаются «флиппингом» или схемой «построить + продать». Когда появятся российские версии именно рентных (нацеленных на получение текущей доходности от сдачи в аренду) фондов жилой недвижимости, напишу об этом отдельно, но на западных рынках ваш покорный их всё равно особо не любил. Главная причина: астрономические политические риски. Для властей любой страны владельцы жилой недвижки под сдачу (будь то граждане или тем более фонды) — это буквально враги народа и пиньята, которую можно периодически бить налоговой или регуляторной палкой для получения дешёвого рейтинга. Очень опасный и не очень прибыльный бизнес на самом деле.

Light industrial: фактически «производственные (упаковочные, исследовательские) площадки» для предприятий, которым не требуется что-то совсем специализированное или тяжёлое в плане электроэнергии, тепла, воды и т. д. В России, в силу роста внутреннего производства очень широкой номенклатуры товаров, развивается тренд на привлечение инвесторов к строительству производственных площадок light industrial с последующей сдачей в аренду, но этого (а) нет на бирже и (б) это всё-таки очень рискованные инвестиции с высокой зависимостью от экономической активности именно производственного сектора. На мировых рынках есть интересные фонды такого рода, но в плане соотношения доходность / риск — это не самый лучший класс.

Специализированная недвижимость: здания, которые обладают уникальными свойствами (а также соответствующей документацией, лицензиями и т. д.) и которые сдаются специализированным арендаторам из узкого сектора. Широта вариантов в мировой практике поражает воображение. От более-менее банальных «холодных складов» и до экзотических вещей типа больниц/клиник (фонд владеет зданием, которое арендуют частные больницы/клиники/лаборатории), частных тюрем, казино (лицензия казино «висит»

на объекте, арендаторов привлекают как операторов), дома для престарелых и даже вышки мобильной связи, места на которых сдаются в аренду местным операторам для размещения их оборудования. В России пока не представлены, но всё впереди, по мере развития финансового рынка. Обычно инвестиции в фонды такого рода требуют внимательного изучения конкретной темы, предполагают астрономические риски, но могут быть невероятно прибыльными: в списке моих личных недавних спекулятивных историй такого рода читатели «Кофе с банкиром» могут вспомнить «Траммп-трейд» на GEO — фонд, владеющий частными американскими тюрьмами, где, скорее всего, будут размещать миллионы депортируемых мигрантов: там был бинарный кейс — или вероятное банкротство, если побеждают демократы, или золотые горы, если побеждает Трамп.

Думаю, из перечисления выше можно понять, что ваш покорный слуга с огромным интересом относится почти ко всем секторам коммерческой недвижимости, но если это ваше первое родео, я бы предложил рассматривать прежде всего инвестиции, у которых бизнес-модели просты и прямы как рельса.

Быстрая заметка про качество менеджмента. Идеально определить качество менеджмента со стороны, на мой вкус, невозможно, ибо человеческий фактор никогда не является до конца предсказуемым. Хороший чек-лист с моей точки зрения выглядит так:

1. Идёт ли менеджмент фонда/управляющей компании на контакт? Готов ли он или его представитель отвечать на вопросы, есть ли у фонда развёрнутые и хорошие (про это будет ниже детальнее) презентационные материалы и отчёты?
2. Какой конкретный опыт в реализации АНАЛОГИЧНЫХ проектов (не аналогичных зданий! А именно полной копии фондов того же типа, с теми же классами объектов и т. д.) у конкретной управляющей компании и/или у её основателей и/или у холдинговой компании (т.е. «старшего брата», если есть в группе)? Можно ли посмотреть на примеры этих фондов, их перформанс, их выплаты, их объекты и т. д.?
3. Это моё прямо сугубо личное и субъективное мнение, но я «вычитаю очки» из моей оценки менеджмента, если я понимаю, что менеджмент аффилирован с конкретной строительной компанией/девелопером (на всякий случай: фонду нанять для каких-то работ строителей — норм, не норм — это когда фонд фактически впаривает продукцию девелопера, вероятно, сидя на коммисе/зарплате/доле от продаж). Мне прямо хочется, чтобы объектом/фондом управляли такие же инвесторы, как и я, которые отчитываются перед инвесторами в фонд, а не люди, которые по сути являются отростком отдела продаж девелоперской компании, ибо даже потенциальный конфликт интересов мне в этой истории не нравится.

Но всё-таки самый-самый хороший, на мой вкус, критерий — это именно (положительный!) опыт подобных проектов в прошлом. Базовый принцип оценки человеческого фактора, которому меня учили, звучит так: прошлое поведение — (не идеальный, но) лучший предсказатель будущего поведения (не перформанса, не результатов, а именно поведения!).

Важный момент: я считаю прямо очень хорошим (недостаточным в изоляции, но очень важным) признаком, если фонд готов предоставить инвестору максимально детальную финансовую модель будущих периодов. Понятно, что модель — это не гарантия будущих выплат, и модели, конечно же, строятся на неких предположениях, допущениях и т. д., но наличие модели — это всё равно очень важно, потому что потом менеджменту по крайней мере надо будет отчитываться о причинах отклонения и стараться всё-таки ей соответствовать. Если «модели нет, мы так далеко не загадываем» или «зачем вам это надо? Мы будем платить, мы классные, смотрите, какой мы крутой банк и сколько инвесторов нам уже доверяют» или «ну кто же знает, что там будет в будущем, мы самые классные в любом случае, мы вам сообщим по мере принятия решений о выплатах» — вот это прямо сразу в мусорную корзину.

Сейчас покажу две финансовые модели, которые соответствуют моим критериям в плане детализации. ПОДЧЁРКИВАЮ КРАСНЫМ: ЭТО НЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ. Это ПРИМЕРЫ того, как выглядят финансовые модели, чтобы мне потом не объяснять в почте «а что такое финансовая модель и можно ли пример, как она выглядит».

Пример раз (предупреждаю ещё раз: это не рекомендация!):

Прогноз экономических показателей на 10 лет (до НДФЛ)											Внутренняя норма доходности (IRR): 18,3%	
1. ФАПТ — фондированный арендный паёк, 2. НДС — расчеты налогов по бухгалтерским, 3. НДС — чистый операционный доход												
* Арендный платёж поставлен на основании «обязательных» договоров												
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	ИТОГО	
ДОХОДЫ, Р	481 994 928	297 632 280	317 347 488	338 406 223	360 901 318	384 932 063	410 604 654	438 032 677	467 337 625	502 261 224	3 999 450 480	
Арендные платежи *	257 503 142	276 444 672	292 536 747	301 858 731	322 495 501	354 537 839	378 082 834	403 234 330	430 103 394	458 808 820	3 483 606 009	
ФАПТ	244 918 974	262 404 718	281 020 547	299 844 788	319 183 310	347 439 830	364 436 242	388 993 049	415 240 643	443 295 890	3 364 576 189	
Платежи из ФПО	9 504 168	9 886 534	10 279 708	10 693 896	11 138 632	11 563 275	12 025 804	12 506 836	13 007 760	13 527 394	114 508 058	
Прочие доходы	1 080 000	1 185 000	1 236 000	1 323 046	1 435 680	1 534 756	1 620 789	1 734 244	1 855 640	1 985 526	14 621 764	
Возмещение ИТ	18 158 888	23 187 638	24 810 741	26 547 492	28 406 817	30 394 324	32 521 820	34 788 347	37 234 331	43 432 426	299 471 570	
Возмещение НДС	206 432 901										206 432 901	
РАСХОДЫ, Р	(128 752 131)	(121 600 257)	(129 640 832)	(138 226 761)	(147 395 560)	(157 187 346)	(167 645 019)	(178 814 454)	(190 744 710)	(203 090 214)	(1 563 097 284)	
Коммерческие расходы	(13 672 338)	(15 329 375)	(17 102 431)	(18 999 691)	(21 029 578)	(23 201 644)	(25 525 758)	(28 012 542)	(30 673 441)	(33 520 562)	(377 087 181)	
НДС к уплате	(11 137 705)	(17 587 074)	(42 643 323)	(42 634 202)	(45 641 547)	(48 477 566)	(51 593 181)	(54 990 318)	(58 671 818)	(63 083 534)	(473 970 792)	
Налог на имущество	(8 620 000)	(8 944 000)	(9 301 760)	(9 673 803)	(10 060 784)	(10 463 211)	(10 881 744)	(11 317 013)	(11 769 694)	(12 240 482)	(103 252 519)	
Земельный налог	(464 000)	(462 627)	(507 106)	(522 003)	(542 883)	(564 598)	(587 782)	(610 689)	(635 096)	(660 500)	(5 571 536)	
ФНО *	(191 900)	(149 714)	(160 794)	(171 408)	(183 407)	(196 243)	(209 982)	(224 680)	(240 408)	(257 237)	(1 983 397)	
Справочные материалы	(438 943)	(497 068)	(525 445)	(562 224)	(602 580)	(643 693)	(688 748)	(736 963)	(788 548)	(843 747)	(6 560 962)	
Аудит и оценка	(74 900)	(187 143)	(200 243)	(214 362)	(229 258)	(245 304)	(262 478)	(280 850)	(300 518)	(321 547)	(2 416 447)	
Услуги юристов	(6 174 288)	(6 626 488)	(7 068 942)	(7 543 748)	(8 053 233)	(8 608 758)	(9 205 947)	(9 846 567)	(10 528 576)	(11 252 777)	(85 306 729)	
Расходы на эксплуатацию	(34 870 933)	(37 309 499)	(39 918 602)	(42 710 238)	(45 697 182)	(48 883 105)	(52 370 423)	(56 171 382)	(59 886 347)	(64 076 805)	(487 644 592)	
Текущий ремонт	(2 618 200)	(2 801 474)	(2 987 577)	(3 287 408)	(3 431 906)	(3 672 161)	(3 929 312)	(4 204 287)	(4 498 535)	(4 813 434)	(36 774 234)	
Капитальный ремонт	(19 000 000)										(19 000 000)	
Расходы на маркетинг	(1 390 000)	(1 701 000)	(1 820 391)	(1 947 818)	(2 084 166)	(2 230 057)	(2 386 160)	(2 553 183)	(2 731 916)	(2 923 733)	(21 948 152)	
Прочие	549 189										1 000 000	
ЧОД *, Р	353 242 797	176 032 023	187 706 656	200 179 462	213 505 759	227 744 717	242 959 635	259 218 223	276 592 915	299 171 010	2 436 353 196	
Комиссия по управлению, Р	(23 646 623)	(25 582 169)	(26 584 913)	(27 644 718)	(28 777 434)	(29 987 748)	(31 269 046)	(32 662 994)	(34 159 843)	(35 689 985)	(296 427 030)	
ДОХОД НА РАСПРЕДЕЛЕНИЕ, Р	329 596 174	150 439 854	161 121 743	172 534 743	184 728 325	197 756 969	211 670 619	226 555 227	242 433 070	263 481 025	2 140 946 166	
ДОХОДНОСТЬ (к НДС)	22,8%	10,4%	11,2%	11,9%	12,8%	13,7%	14,7%	15,7%	16,8%	18,3%		
ДОХОДНОСТЬ (без НДС)	9,9%	12,7%	13,0%	13,9%	14,9%	16,0%	17,1%	18,3%	19,6%	21,3%		

Что тут видно:

- Ожидаемые выплаты (в той же презентации есть ещё и разбивка по месяцам ближайшего года, чтобы инвестор мог оценить сезонность и т. д.);
- Прикидочные хотя бы оценки индексации аренды. Так как объект в фонде — торговый центр в Ульяновске, там не может быть какой-то железной формулы, но, по крайней мере, есть какие-то оценки от менеджмента, которые можно оценить на реалистичность или её отсутствие;
- Указаны расходы с разбивкой по типам и т. д., включая (это важно!) резервы на ремонт и т. д.

Пример два (предупреждаю последний раз: это не рекомендация!):

https://disk.yandex.ru/i/jtdE61_iu5YGUA

Это пример сложной модельки для более продвинутых инвесторов (тут и индексация, и наличие кредитного плеча, и выпуск дополнительных паёв для погашения кредитного плеча и т. д.), но даже для быстрой оценки можно посмотреть специальный лист с суммарными показателями по доходностям, выплатам по годам и т. д. — хотя бы можно рассчитать, какая цена пая (при потенциальной покупке) соответствует той или иной доходности. Фонд торгуется на бирже — т. е. там цена плавает, а расчёты всё приведены к цене размещения паёв, но, по крайней мере, можно подсчитать для себя, что цена Икс рублей за пай — это ещё норм по доходности, а Игрек — уже нет. Очень-очень-очень многие фонды в России не предоставляют адекватных данных для таких расчётов и оценок даже близко, тем более на будущее.

Теперь стоит привести цифровой пример того, почему коммерческая недвижимость (рендная, Core или Core Plus) — потенциально очень хороший класс активов для терпеливых

и долгосрочных инвесторов. Это можно объяснить абстрактно, но психика обычно это плохо считает, поэтому попробую сделать на максимально конкретных цифрах.

Для начала надо отключить (хотя бы на некоторое время) представление о пае инвестиционного фонда как о некой «фишке в казино», ценность которой отражается на графике её биржевой цены. В случае фондов недвижимости (на мой вкус) даже больше, чем в случае с акциями, желательно отучить себя от отношения к ценным бумагам как к инструменту для «купи + продай». Владельцы бизнесов (даже миноритарные партнёры) не начинают свой день с попытки узнать, за сколько он может загнать кому-нибудь свою долю в условной прачечной, бургерной или автомастерской. Их интересуют прежде всего доходы ОТ бизнеса, а не доходы от потенциальной продажи своей доли в бизнесе. То же самое с недвижимой, даже на бытовом уровне: люди, которые сдают квартиры в аренду, живо интересуются уровнем аренды в гораздо большей степени, чем текущей ценой на вторичный квадратный метр. С акциями и паями у многих не получается думать в таких терминах, потому им СМИ и «эксперты» вбили в голову идею «игры на бирже» и что нужно обязательно «купить дешевле + продать дороже», хотя биржа изначально существует не для лудомании, а для того, чтобы можно было заниматься долгосрочным инвестированием капитала. Так вот, ещё раз, абстрагируемся от цены на пай/акцию/квадратный метр. Смотрим на доходность от цены покупки.

Итак, конкретный пример (специально не пишу фонд и ещё раз подчёркиваю, что это не инвестиционные рекомендации, ваши инвестиционные решения — это ваша ответственность):

В 2022 некий российский фонд (внутри один склад) выплачивает пайщикам 7,42 рубля на пай в месяц (до налогов). Для простоты считаем, что инвестор купил паи по цене изначального размещения в 1000 рублей.

В 2023 фонд платит 9,08 рублей на пай в месяц.

В 2024 он же платит 9,5 рублей на пай в месяц.

В 2025 он же платит 13,33 рублей на пай в месяц — а вот здесь уже (раньше, чем предполагалось изначально, менеджмент прогнул арендатора до истечения договора) реализовался тот самый «rental reversion»/reversionary yield, который упоминался многократно в тексте.

Контрольный вопрос: теоретически (тут не бывает железных гарантий, делаем просто теоретическое упражнение) при последующем увеличении арендных платежей на 5% ежегодно, какую доходность будут получать на свои первоначальные 1000 рублей инвесторы в 2030 году?

Обращаю внимание на несколько аспектов, которые являются банальными, но часто ускользают от внимания:

1. Да, доходность на пай НИЖЕ (прямо сильно ниже) ставки по депозитам прямо сейчас, но зато она ещё и будет расти от текущих уровней, даже когда ставка ЦБ (и ставки по депозитам, доходы от LQDT и т. д.) пойдёт ВНИЗ. Знаю, что в России популярна позиция «ну если что, я ж самый хитрый и быстрый — я переложусь быстренько», но этот план может не сработать, и, кстати, уже сейчас ценник многих фондов недвижимости довольно чувствительно отличается от минимумов, зафиксированных на фоне СВО или повышения ставки ЦБ.

2. Текущая доходность (выплаты в месяц) для тех, кто уже купил, имеет очень неплохие шансы на то, чтобы расти и дальше, а скорость роста будет зависеть от инфляции (ну и желательно, чтобы какой-то совсем ужасной катастрофы в экономике не произошло, конечно). РЕДКИЙ финансовый инструмент обладает таким свойством. Напоминаю, что у «нормальных»

облигаций доходность фиксирована, а флоутеры могут платить как больше, так и меньше, в зависимости от движений ставки. Фонды коммерческой недвижимости, безусловно, не могут именно гарантировать рост выплат (есть экономические риски, которые варьируются в зависимости от объекта, но хоть какой-то уровень экономического риска всё равно есть даже у самых надёжных и козырно расположенных складов, офисов или торговых центров), но только у рентных фондов недвижимости (т. е. нацеленных на получение и выплату инвестором ежемесячного/ежеквартального текущего дохода) и у консервативных дивидендных акций есть прямо структурная предрасположенность к тому, чтобы задача постоянного увеличения выплат инвесторам была главной задачей бизнеса (ну вместо всякой эфемерной фигни типа «роста капитализации/цены», для которой требуется ещё и чтобы мнение рынка совпало с мнением менеджмента о том, насколько офигенна конкретная компания).

Наверное, сейчас самое время указать на несколько серьёзных минусов данного класса финансовых инструментов в российских реалиях (на более развитых рынках такие проблемы встречаются крайне редко, а у нас ещё некоторое время, видимо, будут «болезни роста»):

1. У всех фондов недвижимости, которые торгуются на Мосбирже, ликвидность варьируется в диапазоне от «катастрофически низкая» до «отвратительная». В некоторые моменты, например, когда управляющая компания выставляет в биржевой стакан дополнительные паи какого-то фонда (для того чтобы снизить кредитное плечо, т. е. деньги, полученные за паи, идут на ускоренное погашение кредита, висящего на объекте) — можно сравнительно легко зайти в позицию (но не выйти!) на более-менее серьёзные (для частного инвестора) объёмы, но во все остальные периоды и закупить позицию, и выйти из позиции — удовольствие сильно ниже среднего, т. е. даже в самых лучших случаях, на глаз, ликвидность из серии «чуть хуже, чем второй эшелон российских акций». Ситуация лучше, чем она была в 2022–2023, но всё ещё отвратительная, если сравнивать с международными стандартами. Это означает, что при покупке какого-то фонда недвижимости нужно быть готовым к тому, чтобы держать эти паи прямо ОЧЕНЬ ДОЛГО, ибо быстрый выход из позиции (продажа), в случае если вы передумаете или изменятся обстоятельства, прямо «влетит в копеечку» в плане цены продажи, которую придётся сильно снизить по сравнению с рыночной, для того чтобы избавиться от любого значимого объёма.

2. У листованных на Мосбирже фондов недвижимости (и это один из немногих факторов, которые «роднят» российские и иностранные биржевые фонды) — слегка отвратительный набор инвесторов, причём речь идёт именно о фондах, паи которых размещены на бирже. Ваш покорный слуга уже как-то писал об этом, показывая исследование отдела альтернативных инвестиций JP Morgan, который работает с крупными частными клиентами и фэмили офисами. Стоит немного процитировать из того материала — sponsr.ru/crimsonanalytics/61995:

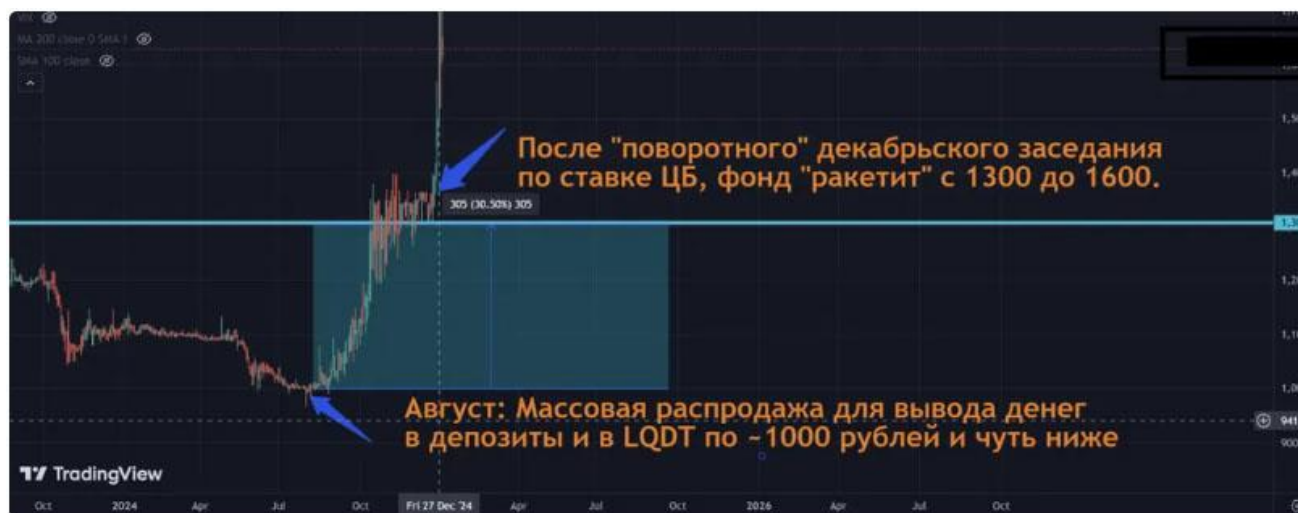
«У листованных на бирже фондов недвижимости, причём на глобальном уровне, включая США/ЕС/Азию, — они фигурируют в таблице как „Global REITs“, уровень корреляции с объектами недвижимости консервативного типа („core“, т. е. с ценами на уже построенные и сданные в аренду на долгий срок высококлассным арендаторам коммерческими зданиями) за период 2008–2023 равен или примерно НУЛЮ, или даже является слегка (-0,3) отрицательным (!) в случае американской недвижимости.

При этом у нелистованной недвижимости в целом корреляция с мировым рынком облигаций (global bonds) — отрицательная, а у листованной (т. е. у REITs) — сильно (+0,5 — это много) положительная. Получается, цены часто двигаются разнонаправлено, и этот феномен является очень долгоживущим.

В мире физической недвижимости практически невозможно купить объект с серьёзной скидкой к его реальной рыночной (оценочной) стоимости, а в мире листовой недвижимости случается как премия к рыночной стоимости недвижимости, входящей в условный REIT или ЗПИФ, так и серьёзный дисконт к рыночной стоимости недвижимости в фонде — это нормально, биржевой рынок вообще часто не до конца рационален и склонен довольно сильно переоценивать (в обе стороны) краткосрочные факторы в оценке активов, которые вообще-то нужны для того, чтобы их держать годами, если не десятилетиями. [...] Нужно ещё учитывать, что многие (но, конечно, далеко не все) из купивших такого рода паи в ЗПИФ-ах покупали их как «замену облигациям» (или «замену депозитам»), и, соответственно, у них сейчас [прим. Кримсон: текст написан в августе 2024] острый «buyers remorse» — т. е. ощущение жгучего недовольства из-за того, что можно положить деньги на депозит и получить больше доходность (на год или, чаще, на квартал-два, ибо дальше не думают), ну и, соответственно, они предпочитают выйти (часто — с убытком) из своей позиции в фондах недвижимости ради того, чтобы эту большую доходность получить.

Стоит учитывать, что те, кто сейчас «разменивают» дивидендные акции и/или ЗПИФы недвижимости на депозиты (а также облигации с фиксированными купонами и/или флоутеры), фактически делают ставку на то, что когда ставку будут снижать, то они смогут «переложиться» назад по хорошим ценам и продолжить получать высокую доходность, но это именно ставка, то есть никаких гарантий того, что условные ЗПИФы или хорошие дивидендные бумаги будут стоить хотя бы «как сейчас», нет и быть не может. Конечно, может повезти и удастся всё выкупить потом дешевле, но может и не повезти, если за время сравнительно высокой ставки бумаги всё-таки уйдут вверх, после того как из них выйдут все любители «сравнивать доходности». Плюс (иногда об этом стоит напомнить) может не повести прямо совсем сильно: если, не дай Бог, мы влетим в «турецкий вариант», когда даже ставка в 50% даже близко не успевала за инфляцией в ~70%, причём держатели акций (даже если считать в долларах) оказались в плюсе, а держатели лировых депозитов получили снижение покупательной способности своих денег на минус 20% в год, и это в самом лучшем случае, ибо ~70% — это была официальная инфляция, которая к реальности имеет не самое прямое отношение.»

Кстати, насчёт «успеть переложиться по-быстрому». Текст, который цитируется выше, был опубликован 2 августа 2024 и случайно совпал с минимумом биржевой цены того фонда, на примере которого я выше показывал рост арендной доходности и reversion yield выше. Очень забавно получилось: как раз в эти дни «любители сравнивать доходность и сидеть надёжно в LQDT» выходили из фонда по цене около 1000 рублей и перекладывались в депозиты (некоторые ещё и истеричные письма мне в почту писали), а сейчас биржевая стоимость паёв этого же фонда ~1600 рублей. Может, ещё будет возможность «поймать» какие-то объёмы по 1300, когда (если) фонд будет проводить дополнительную эмиссию паёв для погашения/снижения кредита, который висит на объекте, но всё равно даже 1300 — это явно не 1000 (и это не считая, что фонд ещё платил каждый месяц примерно 0,9% дохода пайщикам деньгами), но зато истерички «хорошо посидели полгода в депозитах», заработали свои ~11% (в лучшем случае, за полгода) по сравнению с примерно ~5% доходности от недвижки за этот период и ~30% роста её цены (повторюсь, на бирже сейчас вообще +60% по текущей цене, но считаем прямо крайне консервативно и с запасом), плюс потеря возможности зайти назад по старым хорошим ценникам. Как уже было сказано, любителям «быстро перекладываться» далеко не всегда везёт.



На западных рынках всё то же самое, причём даже в более жёстких вариантах, там до сих пор можно брать некоторые (британские, европейские, гонконгские) REITs с дисконтом к (даже очень-очень консервативно оценённой) стоимости физической недвижимости внутри этих фондов, причём даже в случаях, когда недвижимость является условными «большими Пятёрочками» (для тех, кто жил в Европе/UK — «коробки», в которых сидят Carrefour или Tesco) тоже наблюдаются последствия массового выхода эмоционально нестабильных инвесторов (или фондов с «макроэкономизмом головного мозга»), которые распродают даже очень стабильную коммерческую недвижку при первом же росте ставок по депозитам или облигациям. Желающие посмотреть на вопиющий пример этого феномена (это не инвестиционная рекомендация, тем более, что это LSE и не факт, что хочется владеть именно британской недвижкой такого рода) могут ознакомиться с LSE: SUPR, Supermarket Income REIT, у которого нетто-стоимость недвижки внутри ~90 пенсов на акцию, стоит он на бирже ~70, vacancy rate — 0,5%, дивдоход ~8% при dividend cover ~1.

Эта особенность биржевых фондов недвижимости — серьёзный минус для тех, кто не может терпеть «красные цифры на экране». На всякий случай: нет, опыт (тем более, чужой) никого ничему не учит, в США первый биржевой фонд недвижки появился в начале 1970-х (тоже на фоне спроса на антиинфляционные инструменты), но феномен «распродаж истеричек (и жертв макроэкономизма головного мозга)» повторяется уже 50 (!) лет, снова и снова, так что даже JP Morgan указывает клиентам на эту особенность такого рода фондов как на некий перманентный факт. С другой стороны, периодические панические распродажи — это просто супер для тех, у кого хватает нервов на покупки, когда лемминги бегают по потолку и истерят в инфополе, ибо аналогичных дисконтов на коммерческую недвижимость на внебиржевом рынке найти практически невозможно, за исключением совсем экстремальных случаев вроде эпизодов в самом начале СВО.

И последнее.

Давайте рассмотрим 4 крайних, то есть находящихся по краям «веера сценариев», варианта развития событий в российской экономике и подумаем, как себя будут чувствовать инвесторы в хорошую (Core & Core Plus, низкая зависимость от экономического цикла) коммерческую недвижимость. На мой вкус, вот эти варианты закрывают прямо большую часть (но весь, конечно) диапазон сценариев:

Вариант 1: Экономику «догоняет» отложенный эффект повышенной ставки ЦБ, инфляция резко падает на фоне резкого замедления экономической активности (экономика в рецессии или почти в рецессии), что приводит к ускоренному началу цикла снижения ставки ЦБ. Эффект на коммерческую (повторяю: Core, Core Plus, низкая зависимость от экономических циклов, т. е. хорошую) недвижимость: цена на саму недвижку — вверх (как только начинается снижение

ставки), из-за наплыва желающих получить долгосрочную высокую доходность на фоне падающей доходности депозитов, облигаций, флоутеров и т. д. Платежи от аренды в пользу инвесторов — рост, возможно, по «нижней границе» диапазонов индексации, т. е., например, на 4–5% в год (примечание: 4–5% рост в абсолютных значениях, т. е. была аренда 1 рубль, на следующий год стала 1,04 рубля, например).

Вариант 2: Набиуллину «продавливают» на снижение ставки ещё до того, как реализуется «Вариант 1», т. е. исключительно из-за желания государства угодить бизнесу и/или избежать даже минимальных шансов на рецессию. Эффект на коммерческую недвижимость: цена на самую недвигу — резко вверх, из-за наплыва желающих получить долгосрочную высокую доходность на фоне падающей доходности депозитов, облигаций, флоутеров + дополнительный спрос из-за желания инвесторов защитить себя от инфляции (и пофиг на цену). Платежи от аренды в пользу инвесторов — рост, возможно, по «верхней границе» диапазонов индексации, т. е., например, на 9% в год + для активов, у которых медленная передача реальной инфляции в стоимость аренды, возникает потенциал rental reversion.

Вариант 3: «План Б = ставка + терпение» © Набиуллина. Текущий уровень ставки и текущий уровень инфляции сохраняются на некоторое время. С ценами — хрен его знает (скорее всего, будут торговаться в зависимости от ожиданий будущей ставки). Платежи от аренды в пользу инвесторов — рост, возможно, по «верхней границе» диапазонов индексации, т. е., например, на 9% в год + для активов, у которых не быстрая передача инфляции в стоимость аренды, возникает потенциал rental reversion.

Вариант 4: «Турция» — инфляционный шок по любым причинам. Сверхвысокая инфляция или даже гиперинфляция из-за увеличенного бюджетного импульса или смены руководства ЦБ вместе с денежно-кредитной политикой. Цены — ракетой вверх (рост «стоимости замены» + резкий наплыв покупателей, желающих защитить свои активы от инфляции и готовые эту защиту покупать за любые деньги, примерно как было с секонд-хэнд тачками в Иране). Платежи от аренды в пользу инвесторов — ракетой вверх, с потенциальной реализацией rental reversion буквально за месяцы, независимо от условий договоров, ибо при сильной девальвации валюты штрафные санкции за разрывы действующих договоров становятся несущественными.

Вашего покорного слугу прекрасно устроят все 4 варианта, и стоит отметить, что прямо очень редко можно встретить ситуацию, когда есть класс активов, для которого хорошими выглядят варианты, которые закрывают большую часть возможных сценариев развития событий.

На сегодня — всё.

В Европе юным финансистам старшие коллеги иногда показывают офисные здания в исторических центрах Цюриха, Лондона, Милана, Парижа и предлагают подсчитать доходность тех, кто эти здания приобрел в конце 1940-х (или в конце 1840-х в старой Европе, или в середине 1990-х в Восточной Европе) сразу после войны, а потом индексировал аренду до сегодняшнего дня. Иногда такие здания находятся в семейных трастах, в правилах которых прописан запрет на продажу этих «ядренных активов», чтобы очередное молодое поколение не разменяло эти «семейные драгоценности» на какую-нибудь новомодную хрень. Кстати, название класса недвижки «Core» пошло именно от традиции держать такие активы в качестве «ядра» портфеля (ну, помимо основных вложений в бизнес или бизнесы).

Хорошо, что российский рынок финансовых инструментов постепенно начинает демократизировать доступ к коммерческой недвижимости (мы сейчас где-то на уровне самого начала 1970-х в США или конца 1960-х в Европе, это неплохой результат, ибо по дериватам мы ещё на уровне 1850-х годов США или начала 1800-х Лондона/Амстердама). Воспользуются этой возможностью не все (потому что русский инвестор — прошаренный, он умеет считать в столбик и решительно выбирает депозит,

у которого вот прямо сейчас доходность выше, чем у условного офиса в центре Москвы, например), а ещё меньшее количество сможет выдержать красные циферки на экране (а они когда-нибудь 100% будут). Но это к лучшему, и было бы вообще удивительно, если бы на данном конкретном классе активов не работал [главный принцип построения долгосрочных](#) (стабильных, вековых) семейных капиталов: [экстраординарных результатов нельзя добиться ординарными методами](#).

Для меня определённые шансы влезть в этот сектор в России на сравнительно раннем (с точки зрения доступа через финансовые рынки) этапе развития в некоторой степени компенсирует те многочисленные «шероховатости», которые присутствуют в современных российских финансовых продуктах.

Желаю вам счастливого Рождества и приятного окончания новогодних каникул!

Лирическое отступление: ответы на письма — до 9 января. Сорри, конец года создал настоящее эпистолярное цунами, даже по меркам моей крайне активной переписки.

Традиционно: назначьте себя котом или кошкой и отрубите нафиг доступ токсичных источников «хайпа под видом информации» к вашей нервной системе. Ваши нервы будут целее, кошелек толще, а мурчание — привлекательнее. Новый год прошёл, но стать Дедом Морозом для кого-то, кому сложнее, чем вам, точно не поздно. Обнимите близких, игнорируйте истеричек, мурчите громче. Всё получится!

**** Данная информация не является инвестиционной рекомендацией, и все финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям или ожиданиям. Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является исключительно Вашей задачей и ответственностью. Автор не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения ****

Данный документ не является инвестиционной рекомендацией

Данный документ не является личной инвестиционной рекомендацией

Данный документ не является предложением по покупке или продаже финансовых инструментов или услуг