

## РЫНОК НЕДВИЖИМОСТИ

# ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АНАЛИЗ РЫНКА НЕДВИЖИМОСТИ РОССИИ (ВВОДНЫЕ ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПОЛОЖЕНИЯ)

**С.Г. СТЕРНИК,**  
*кандидат медицинских наук,*  
*генеральный директор ООО «Стерникс Консалтинг»*

---

*В работе предложена система теоретических положений и основных понятий об инвестиционном анализе рынка недвижимости как области экономической теории и прикладной дисциплины, объектом исследования которой является рынок недвижимости России как сложная социально-экономическая система – сектор национальной экономики.*

**Ключевые слова:** *инвестиционная деятельность, недвижимость, рынок, анализ, ценообразование, тенденции, вероятности, ожидаемая стоимость, денежный поток, доходность.*

---

Изучение почти вековой истории функционирования рынков недвижимости в развитых странах мира приводит к выводу, что недостаточное внимание к научному качеству аналитической поддержки является одной из главных причин большинства крупных кризисов на рынках недвижимости. Характерным примером является кризис на рынке недвижимости США в конце 1980-х – начале 1990-х гг. и кризис 2007 г., длящийся по сегодняшний день. В основе сложившейся ситуации лежали нереальные рыночные ожидания, происходящие из неправильной структуры стимулов при анализе, слабой методологии анализа и неполного объема данных, характеризующих текущие условия.

В нашей стране на начальной стадии развития рынка недвижимости результаты мониторинга рынка и его анализа не удовлетворяли специалистов и потребителей и по иным причинам. Оказалось, что применение наработанных как за рубежом, так и в отечественной науке и практике методов экономического анализа малоприменимо в условиях переходной экономики. С одной стороны, зарубежные методы ориентированы на сформировавшийся информационно открытый

рынок, функционирующий в условиях стабильной политической и макроэкономической обстановки, стабильного и развитого законодательства. Сбор информации о рынке, ее обработка, анализ и прогнозирование не требуют специфических методов и чрезвычайных усилий. С другой стороны, оставшиеся в наследство отечественные методы экономического и статистического анализа отраслей плановой, централизованной экономики плохо адаптируются к понятиям и закономерностям рыночной экономики.

По этой причине возникла настоятельная потребность в создании научной методологии анализа рынка недвижимости, опирающейся на опыт стран с многолетними рыночными традициями и при этом приспособленной к специфике современного состояния переходного периода отечественной экономики и отечественного рынка недвижимости.

Эта проблема решалась широким кругом ученых и специалистов с 1993 г. Основная направленность работы состояла в создании методологии и технологии анализа рынка недвижимости в условиях переходной экономики. В 2000 – 2001 гг. по заказу Госстроя России была разработана концепция создания Федеральной информационно-аналитической системы рынка жилья [6].

Итоги 19-летнего (с 1990 по 2009 г.) развития методологии анализа рынка недвижимости России как сектора национальной экономики [2] позволили выделить механизмы формирования и системы методов инвестиционного анализа в следующих составляющих рынка по географическому и функциональному признакам:

– локальные рынки недвижимости России;

- региональные рынки недвижимости России;
- функциональные сегменты странового, региональных и локальных рынков по видам, под-видам, категориям и профилям функционального назначения недвижимости.

В основу отграничения области экономической теории «анализ рынка недвижимости» для дальнейшего научного исследования положены следующие фундаментальные экономические парадигмы:

- в качестве совокупности исследуемых объектов недвижимого имущества из всех перечисленных в соответствующем определении Гражданского кодекса РФ (далее – ГК РФ) в составе рынка недвижимости рассматриваются только земля и прочно связанные с ней здания, строения, сооружения;

- в качестве совокупности исследуемых процессов в составе понятия «рынок недвижимости» рассматриваются только такие, в которых хотя бы один участник процесса действует как предприниматель, а государство выполняет функции регулятора (при этом государство может являться или не являться участником процесса в качестве предпринимателя);

- рынок недвижимости как сектор национальной экономики России переходного периода является необходимым системным макроэкономическим инструментом возврата теневых доходов населения в «тело» ВВП страны.

Последняя экономическая парадигма актуальна для ученых-экономистов, исследующих механизмы регулирования теневой экономики в России, и полностью отвечает сложившимся на сегодня научным взглядам в данной области. Так, О. А. Степичева указывает, что отличие формальной экономики от неформальной состоит в том, что регулирующие механизмы и нормы формальной экономики поддерживаются системой публичного права, а неформальной – правом, основанным на традициях и социальных нормах (что не исключает использования формальных норм как средства достижения неформального баланса интересов) [4]. Лауреат Нобелевской премии В. Леонтьев писал, что не нужно бояться теневой экономики, поскольку она все равно будет инвестировать капитал в легальный сектор, создавая новые рабочие места и улучшая инфраструктуру [3].

Поскольку рынок недвижимости в России, как и во всех странах мира, неотъемлемо включает в себя оборот как физических объектов, так и закрепляемых институционально прав на них, то задача формулирования ключевых понятий о рынке не-

движимости как предмете исследования не может сводиться в чистом виде к научно-экономическим определениям. Все они обязаны далее «кодифицироваться в правовом поле», т. е. выражать адекватное экономико-правовое содержание.

Далее на примере *задачи объектного дифференцирования* рынка (классификации объектов рынка по различным признакам) покажем, что адекватное экономико-правовое содержание в данном случае должно удовлетворять двум целям: идентифицированию объектов недвижимости как объектов права и квалифицированию объектов недвижимости как товара на рынке.

Целью классификации объектов недвижимости по морфотипу, по юридическому статусу, по назначению, по качеству, по местоположению, по цене и др. является выделение сегментов рынка недвижимости, различающихся по закономерностям ценообразования и бизнес-процессов. Сегменты рынка образуются посредством классификации всех элементов структуры рынка: *объектов, субъектов, процессов (операций)*.

В прикладной теории укрупненно различают три группы свойств и признаков, позволяющих анализировать фонд недвижимого имущества как раздельно, так и взаимосвязанно по данным признакам:

- недвижимое имущество как материальный (физический) объект;

- недвижимое имущество как комплекс экономико-правовых и социальных отношений, обеспечивающих порядок владения, распоряжения и пользования объектом;

- недвижимое имущество как экономическое благо, пригодное для обмена на другие блага.

Принципы, алгоритмы, степень точности и детализации любого *классифицирования*, т. е. *создания информационной модели множества неких элементов, расчлененного на группы по определенному признаку*, не универсальны. Они строго зависят от цели классифицирования.

Одно и то же исходное множество, даже при одном и том же декларируемом признаке группирования элементов, получит отличающиеся информационные модели, если цели классифицирования различны.

Например, с точки зрения системного анализа в процессе регистрации прав на недвижимое имущество при его возникновении, изменении или прекращении создается и фиксируется не что иное, как информационная модель физического объекта как элемента системы «фонд недвижимо-

го имущества» в правовой среде по состоянию на определенный момент времени.

Основными ключевыми элементами модели являются:

1) *модуль кадастровой информации*, определяющий инвентарный состав объекта права (натуральный, т. е. физический состав, выраженный техническими терминами и параметрами в установленном порядке, с указанием целевого назначения (цели, для которой законно может использоваться объект недвижимого имущества) и разрешенного использования (целевое назначение недвижимой вещи с перечнем всех ограничений использования);

2) *модуль гражданско-правовой информации*, определяющий элементы: «субъект», «объект» и «содержание правоотношений» (в том числе основания для возникновения, изменения и прекращения прав, связанных с недвижимым имуществом).

Понятно, что вовлечение объекта недвижимости в гражданский оборот может иметь иную правовую природу и возникать из правоотношений, урегулированных нормами градостроительного, административного, финансового, семейного, наследственного международного, международного частного и даже уголовного права. В связи с этим возможно появление в информационной модели дополнительных модулей иной правовой природы, но все они в конечном счете только создают основания для формирования обязательного гражданско-правового модуля;

3) *модуль рыночной информации* (формально имеет место, если основанием возникновения права явилась зарегистрированная сделка), в составе которого в ряде случаев может находиться не просто информация об условиях и цене конкретной сделки, но и официальное заключение оценщика о рыночной стоимости объекта на определенный момент времени.

Однако значительная часть указанной информации может оказаться избыточной для целей рыночного анализа, требующих иной информационной модели объекта — *модели, позволяющей квалифицировать объект как товар на рынке недвижимости*.

Современные прикладные экономисты признают, что экономическая характеристика объекта недвижимости в полной мере проявляется только при использовании его в качестве товара [7].

Следовательно, в интересах рыночного анализа классификация по первой группе признаков — недвижимое имущество как материальный (физический) объект и по второй группе признаков —

недвижимое имущество как комплекс экономико-правовых и социальных отношений, а также по любой другой группе признаков должна быть адекватна цели квалифицирования объекта по данному признаку как товара на рынке недвижимости.

Рынок как общее научное понятие в соответствии с фундаментальной экономической теорией — система возмездного общественного перераспределения благ. Рыночная экономика — система создания и обмена благ, в которой каждый субъект обмена имеет право накапливать блага путем предпринимательской деятельности. Социальная функция рыночной экономики заключается в частичном безвозмездном государственном перераспределении создаваемых благ от субъектов предпринимательской деятельности к субъектам, которые таковыми не являются.

Понятие «рынок недвижимости» юридически не закреплено, поэтому приведенное далее определение сформировано, во-первых, на основе строгого применения и синтеза существующих на сегодняшний день ключевых правовых понятий, во-вторых — на основе изучения и развития взглядов и идей, принятых в мировой литературе и отечественной практике [5].

Ключевые опорные понятия применительно к задаче формирования определения «рынок недвижимости» с точки зрения системного анализа:

1) *недвижимая вещь и недвижимое имущество*. Как было отмечено ранее, из перечня видов, определенных ГК РФ, включать в анализ рынка только имущество, физически связанное с землей (водные, воздушные и космические суда исключаются). Кроме того, будем различать физические объекты (*недвижимая вещь*) и объекты зарегистрированного права (*недвижимое имущество*).

Таким образом, образуются следующие определения:

— *недвижимая вещь, недвижимый объект (Real Estate)* — это земельный участок и все улучшения на нем, прочно связанные с землей, т. е. объекты, перемещение которых без несоразмерного ущерба их назначению невозможно;

— *недвижимость, недвижимое имущество (Real Property)* — это недвижимая вещь, индивидуальные характеристики которой учтены в Государственном кадастре недвижимости и право собственности на которую зарегистрировано в Едином государственном реестре прав на недвижимое имущество и сделок с ним;

2) *право собственности, а также иные имущественные и неимущественные (например — обяза-*

тельствственные) права по отношению к недвижимому имуществу. В частности, ГК РФ определяет права владения, распоряжения, пользования имуществом; право передачи права владения, пользования, распоряжения имуществом другим лицам, оставаясь собственником; право передачи имущества в залог и обременение его другими способами; право передачи имущества в доверительное управление другому лицу; право распоряжения имуществом иным образом, не противоречащим закону и иным правовым актам и не нарушающим права и охраняемые законом интересы других лиц (ст. 209 ГК РФ);

3) *предпринимательская деятельность*. В частности, в Конституции РФ 1993 г. впервые в новейшей истории было закреплено право свободы экономической и предпринимательской деятельности. В принятой Государственной Думой РФ в 1994 году части первой ГК РФ определен принцип свободного перемещения товаров, услуг и финансовых средств по всей территории РФ. Статья 2 ГК РФ определяет предпринимательскую деятельность как самостоятельную, осуществляемую на свой риск деятельность, направленную на систематическое получение прибыли от пользования имуществом, продажи товаров, выполнения работ или оказания услуг лицами, зарегистрированными в этом качестве в установленном законом порядке;

4) *равенство участников гражданских отношений*. В частности, ГК РФ основными принципами гражданского законодательства были определены:

- принципы равенства участников гражданских отношений;
- неприкосновенности собственности;
- свободы договора;
- недопустимости произвольного вмешательства кого-либо в частные дела;
- необходимости беспрепятственного осуществления гражданских прав, обеспечения восстановления нарушенных прав, их судебной защиты;

5) *охраняемые законом интересы государства и иных лиц*. В частности, ст. 1 ГК РФ определяет, что ограничение гражданских прав в Российской Федерации возможно только на основании федерального закона и только в той мере, в какой это необходимо для защиты прав, свобод и охраняемых законом интересов государства и иных лиц.

Перечисленные базовые экономические парадигмы и опорные понятия позволили выделить и отграничить элементы изучаемой системы явлений и сформулировать ключевые экономико-правовые определения как элементов, так и самой системы –

рынка недвижимости как объекта дальнейшего научного исследования.

**Рынок недвижимости (Realty Market)** – сектор национальной экономики, объединяющий в сложную социально-экономическую систему элементы «субъекты», «объекты», «процессы» и «функции управления ими» при создании, развитии и обороте недвижимости в интересах общественного потребления, при условии, когда хотя бы один из субъектов ставит целью накопление благ путем предпринимательской деятельности, а государство обладает правом и обязанностью регулирования рынка и частичного перераспределения благ от субъектов-предпринимателей к субъектам, не являющимся таковыми.

*Базовыми экономическими функциями* рынка недвижимости являются:

– создание объектов недвижимого имущества для обеспечения национальной экономики и общественного потребления – конечная социальная функция рынка недвижимости, осуществляемая путем предпринимательской деятельности, регулируемой государством. Это *внешняя базовая экономическая функция* рынка недвижимости как системы по отношению к предмету данного рынка;

– возмездное перераспределение (частичное или полное) возникающих объектов недвижимости и прав на них – *внутренняя базовая экономическая функция* рынка недвижимости как системы по отношению к предмету данного рынка (элементам системы).

Две базовые экономические функции рынка недвижимости как сектора национальной экономики включают пять функциональных задач:

– *экономически эффективное решение социальных задач*, связанных с созданием и использованием полезных свойств недвижимости;

– *экономическое перераспределение всех видов прав на объекты недвижимости* от одного экономического субъекта к другому;

– *экономическая и правовая защита возникающих у субъектов прав* (обеспечение экономической ликвидности вещных и иных прав на недвижимое имущество);

– *экономическое перераспределение инвестиционных потоков* между конкурирующими способами использования земель и видами недвижимости;

– *экономически свободное (саморегулируемое) формирование цен* на объекты и услуги.

Полученная система ключевых понятий позволяет выделить следующую актуальную самостоятельную область экономической теории.

*Анализ рынка недвижимости России* — область экономической теории, объектом научного исследования которой является рынок недвижимости как сложная саморегулируемая и управляемая социально-экономическая система, составляющая сектор национальной экономики переходного периода России, предметами научного исследования которой являются механизм функционирования рынка (процессы, свойства и закономерности функционирования рынка) и научное обоснование возможностей управления комплексной эффективностью деятельности как внутри указанного сектора национальной экономики, так и во взаимодействии его с другими секторами и экономикой в целом.

В научных исследованиях и в практической деятельности анализ рынка недвижимости проводится с различными целями (институциональное развитие, региональное развитие, оценка имущества и бизнеса, отраслевой и корпоративный маркетинг и др.). В соответствии с общественно востребованными целями и задачами общий анализ рынка как область экономической теории и прикладная дисциплина развивается в различные специализированные виды анализа.

*Инвестиционным анализом рынка недвижимости* России, рынков регионов, городов, районов, локальных рынков, а также отдельных инвестиционных проектов будем называть систему научных и прикладных понятий, принципов и методов, целью которых является исследование и прогнозирование инвестиционной привлекательности рынков в интересах устойчивого экономического развития.

Любые системные и частные задачи инвестиционного анализа рынка недвижимости направлены на поиск баланса интересов между прибыльностью инвестиций и общественными потребностями, поскольку устойчивое экономическое развитие возможно только при обеспечении комплексной (градостроительной, социальной и экономической) эффективности инвестирования и функционирования рынков.

Далее сгруппированы в научную систему и методологически доработаны применительно к российской практике понятия и методы инвестиционного анализа рынка недвижимости CCIM Institute [1], отражающие международные стандарты в данной сфере деятельности. По ряду актуальных на российском рынке задач впервые разработаны и введены в указанную систему недостающие, по нашему мнению, понятия, принципы и методы.

*Тип собственности* — *Property type*. Классификация инвестиционной недвижимости по ее основ-

ному использованию. К четырем основным типам собственности по глоссарию CCIM Institute относятся промышленная, офисная, жилая собственность и собственность для розничной торговли.

*Коммерческая недвижимость* — *Commercial real estate*. Любая многосемейная жилая, офисная, промышленная собственность или собственность, предназначенная для розничной торговли, которая может быть куплена или продана на рынке недвижимости.

*Ликвидность* — *Liquidity*. Возможность быстрого преобразования инвестиции в денежные средства без убытка для основной суммы.

*Реализуемость* — *Marketability*. Возможность быстро продать инвестицию при фактическом состоянии рынка по сложившейся на рынке цене.

Приведенная система определений является вполне пригодной для российского рынка недвижимости. Необходимость для российского рынка детализации основных типов (у нас они называются «виды», «подвиды») коммерческой недвижимости на более мелкие категории (например, гостиничную, общественного питания, развлекательную и др.) не требует дальнейшего обсуждения, так как не противоречит международному пониманию основных типов. Вместе с тем жилую недвижимость мы относим к отдельному виду. Что касается отнесения к коммерческой исключительно многосемейной (т.е. не односемейной) жилой собственности, то девелопмент коттеджных поселков, несомненно, также можно рассматривать как комплексный девелопмент многосемейной жилой собственности, объединяющей односемейные дома.

В данной системе определений необходимо обратить внимание на соотношение таких понятий как *ликвидность* и *реализуемость*. Второе понятие экономически шире, чем первое, и позволяет сделать вывод, что *ликвидность* — это *реализуемость по накопленной к определенному моменту инвестиционной стоимости, определяющая возможность (точку) безубыточного выхода инвестора из проекта на любой стадии*.

В связи с изложенным представляется важным уточнить, что определение ликвидности конкретного девелоперского проекта как актива не является задачей собственно инвестиционного анализа рынка, в ходе которого производится только предварительная оценка финансовой реализуемости на основании среднерыночных затрат и среднерыночной доходности типового девелопмента. Определение текущей ликвидности конкретного проекта — это задача инвестиционного анализа конкретного проекта и инвестиционного проектирования или

управления проектом (на любой стадии). Выполняется она инвестиционным консультантом и/или управляющим проектом и осуществляется на основании не только анализа рынка, но сначала укрупненного, а затем все более детализированного исследования конкретных инвестиционных затрат и параметров финансирования конкретного проекта. Нередко на практике (в том числе по канонам SSIM Institute – в обязательном порядке) инвестиционный консультант последовательно обеспечивает функции:

- инвестиционного анализа рынка;
- проектного маркетинга;
- инвестиционного проектирования;
- экономического управления проектом (в некоторых случаях), включая реализацию продуктов проекта.

Практически набор этих функций, вместе с еще двумя – функцией привлечения финансирования и функцией технического заказчика по проектированию и строительству – составляет полный цикл *fee-development* (наемного профессионального девелопмента<sup>1</sup>).

Системное применение инвестиционного анализа рынка в рамках и в интересах всего комплекса перечисленных функций управления инвестициями в девелопменте сводится к трем обобщенным целям:

- 1) прогнозирование инвестиционной привлекательности и рисков определенного рынка (сегмента);

- 2) прогнозирование инвестиционной эффективности и рыночных рисков определенного проекта;

- 3) поиск рыночных закономерностей и механизмов, позволяющих разработать управленческие шаги по повышению эффективности и снижению

<sup>1</sup> Fee-девелопер (от англ. fee – «вознаграждение») – это компания, создающая девелоперский проект под заказ, без собственных финансовых вложений. Обеспечив полный комплекс услуг (маркетинговая концепция проекта, предпроектные согласования, архитектурный блок, процесс строительства, стратегия продвижения, продажи и проч.), fee-девелопер получает комиссию в размере 10–20% от стоимости всего проекта. Это модель бизнеса, в которой функции инвестора и девелопера жестко разведены. Fee-девелопмент объектов недвижимости – это управление инвестиционным проектом в сфере недвижимости, задача которого – повышение эффективности капиталовложений, обеспечение максимальной финансовой отдачи и снижение производимых затрат. Необходимо отметить, что качественное изменение недвижимости с целью возрастания ее стоимости – это, определенно, девелопмент объекта недвижимости. При этом цель девелопмента – не просто создание или реконструкция недвижимости, а получение дохода за счет этих коммерческих объектов.

рисков определенного проекта на определенном рынке (проектный маркетинг).

Необходимо подчеркнуть, что инвестиционный анализ всегда, по определению, направлен на формирование прогноза некоего будущего в пределах *инвестиционного горизонта* предполагаемого девелопмента.

На уровне прикладного применения в управлении проектами под *инвестиционным анализом рынка недвижимости* будем понимать *системный процесс получения и анализа инвестиционно значимой информации о рынке*, необходимой на различных стадиях девелоперских проектов для достижения целей и задач:

- обеспечения ликвидности (рыночной реализуемости) создаваемой недвижимости;

- снижения рыночных рисков инвестиций в создание ликвидной недвижимости;

- управления экономической эффективностью инвестиционных проектов (потоками затрат и доходов по объемам и срокам).

Методология инвестиционного анализа на рынке недвижимости сложна по своей сути и существенно отличается, например, от инвестиционного анализа промышленных проектов и др. Классификация типов инвестиций и инвестиционных решений в экономической теории и на практике имеет существенное значение в силу того, что различные инвестиции могут иметь различные цели и экономические последствия для инвесторов. При этом каждый тип инвестиций, как правило, имеет свой отдельный рынок и должен анализироваться с применением соответствующих методологий.

В мировой экономической литературе инвестиции классифицируются по экономическому типу объекта инвестирования на инвестиции в реальные активы, инвестиции в финансовые активы и инвестиции в нематериальные активы. Под реальными (материальными) активами понимаются физические объекты со сроком службы более одного года, в том числе зарегистрированные вещные права на недвижимое имущество, под финансовыми активами – ценные бумаги, под нематериальными активами – авторские и смежные права, патенты, лицензии, торговые марки и т. п. Одной из разновидностей инвестиций в реальные активы являются инвестиции в недвижимость, особенности анализа и оценки которых для управления их эффективностью являются темой рассмотрения.

По мнению автора, все инвестиционные операции на рынке недвижимости принципиально сводятся только к трем составным бизнес-процессам:

— *спекулятивное* инвестирование в приобретение готового объекта недвижимости на вторичном или первичном рынке с целью дальнейшей дилерской продажи без внесения изменений в объект в расчете на рост рыночной стоимости (*извлечение дохода только от роста капитала — дилерские операции*);

— *консервативное* инвестирование в приобретение готового объекта недвижимости на вторичном рынке без внесения изменений в объект в течение инвестиционного срока с целью *извлечения дохода от эксплуатации* (например — сдачи в аренду) и последующей продажи (*рентные операции*);

— *инновационное* инвестирование в создание нового или изменение существующего объекта недвижимости с целью *извлечения дохода от реализации на первичном рынке нового продукта* в виде продажи, сдачи в аренду и др. (*девелоперские операции*).

Последний вид деятельности (девелопмент недвижимости или инвестиционно-строительная деятельность) характеризуется двумя особенностями:

— имеет составной экономический тип инвестиций, причем состав меняется во времени (стоимость нематериальных активов в виде распорядительных документов о правах на девелопмент, лицензий, и др. и финансовых активов проекта в виде векселей и др. постепенно переносится в материальные активы — вещные права — через незавершенные капитальные вложения);

— регулируется не только гражданским законодательством об обороте вещных прав на недвижимое имущество, но и градостроительным законодательством. Это институциональное свойство среды проекта порождает существенные отличия в анализе эффективности и управлении стоимостью девелоперских проектов по сравнению со спекулятивными и консервативными инвестиционными проектами на рынке недвижимости.

В общем случае управление эффективностью и стоимостью инвестиционного проекта различается в трех фазах жизненного цикла проекта, разграниченных по признаку состава финансовых потоков:

— *предынвестиционная фаза* — с момента замысла инвестиционного проекта до начала денежных потоков инвестиционных затрат;

— *инвестиционная фаза* — с момента начала инвестиционных затрат до начала денежных потоков выручки от реализации продуктов инвестиционного проекта (при этом замысел проекта в течение данной фазы может претерпевать изменения);

— *операционная фаза* — с момента начала выручки до конца инвестиционного горизонта проекта, т. е. до завершения проекта (при этом замысел проекта может продолжать претерпевать изменения, а также инвестиционные затраты могут продолжаться или возобновляться помимо операционных затрат).

Отдельно рассматривается управление эффективностью и стоимостью проекта в *ликвидационной фазе* в зависимости от причин, обстоятельств и сроков ликвидации проекта.

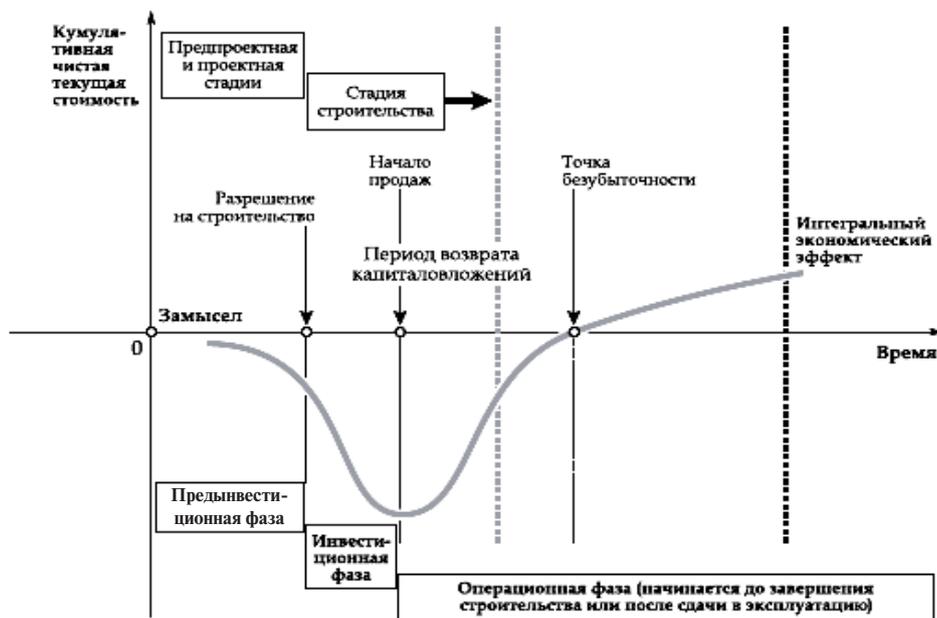
Особенность жизненного цикла девелоперского проекта на территории Российской Федерации заключается в том, что он в силу закона подчиняется стадийности градостроительной деятельности.

*Предпроектная и проектная стадии градостроительной деятельности* обратимы (в разрешении на строительство в итоге может быть отказано), поэтому обе данные стадии относятся к *предынвестиционной фазе*. Затраты, осуществляемые инвестором в этой фазе, могут быть значительными по финансовому объему и срокам, но они до получения разрешения на строительство являются венчурными, в балансе компании относятся к расходам будущих периодов и в случае отказа в разрешении на строительство переходят на статью убытков.

Инвестиционная фаза проекта де-юре наступает только на стадии строительства, т. е. с момента получения разрешения на строительство в установленном порядке. С указанного момента все предыдущие целевые затраты предпроектной и проектной стадии могут быть переведены в балансе компании на незавершенные капитальные вложения, т. е. признаны инвестиционными.

Операционная фаза проекта де-юре наступает только после сдачи объекта в эксплуатацию (завершения стадии строительства), но де-факто в бизнес-планах и в управленческом (не бухгалтерском) учете девелоперских проектов долевую уступку прав требования на стадии строительства часто называют *продажами* и целевое финансирование учитывают в бизнес-планах как выручку, а осуществление дальнейших инвестиционных затрат за счет поступивших инвестиций называют и учитывают как *реинвестирование выручки*.

В отличие от указанного ранее, в спекулятивных и консервативных проектах на рынке недвижимости предынвестиционную и инвестиционную фазу принято «сжимать» в единую «нулевую» фазу (термин CCIM Institute). Необходимо отметить, что методика данного института и при анализе девелоперских проектов аналогичным образом сводит предынвестиционную и инвестиционную фазы



Соотношения фаз инвестиционного проекта и стадий градостроительной деятельности в «жизненном» цикле девелопмента недвижимости

(предпроектную и проектную стадии строительства) в нулевую фазу, выражаемую одной-единственной временной и экономической точкой. При этом, независимо от фактической длительности нулевой фазы и реального графика затрат в этой фазе, в качестве стоимости первоначальной инвестиции (investments) при дальнейшем анализе проекта применяется фиксированная текущая стоимость затрат, накопленная на момент времени «0» — это точка перехода к операционной фазе.

На первый взгляд, «моментальную» оценку затрат в нулевой фазе экономически следует трактовать, например, как стоимость приобретения объекта (в спекулятивных и консервативных проектах) или как суммарную инвестиционную стоимость строительства (в девелоперских проектах). Но нельзя не обратить внимание, что декларирование данной точки в современном инвестиционном анализе носит абсолютно формальный смысл. Так, например, отсутствие реальной выручки в проекте в течение любого времени, после прохождения данной точки, или, наоборот, продолжение реальных инвестиционных затрат, положения данной точки не меняет. Ее единственный математический смысл — отсечение той суммы первоначальных инвестиций, которая необходима как параметр расчета внутренней ставки дохода проекта IRR. Без этого расчет математически невозможен, и, по существу, все остальные затраты и поступления проекта математическая модель (формула) данного показателя интерпретирует как операционные.

В связи с этим возникает широкое поле для ошибок в оценке реальной эффективности инвестиционных проектов. Достаточно привести следующий пример: если в готовом бизнес-плане девелоперского проекта, в программе Project Expert, методически выверенной по международным стандартам инвестиционного анализа UNIDO<sup>2</sup>, не менять ни одной цифры денежных потоков, использовать учет инвестиционных затрат как операционных, показатель внутренней ставки дохода проекта может измениться не только на единицы и

десятки, но и на сотни процентов.

Не останавливаясь на достоинствах и недостатках показателя IRR как основного и почти единственного в методике SCIM Institute при анализе эффективности инвестиций в недвижимость, подчеркнем, что сама идея нулевой фазы и нулевой точки инвестиционного проекта представляется автору теоретически и практически приемлемой. Но не для индивидуального анализа и управления проектами, а для сравнительной экспресс-оценки доходности в сегментах рынка, когда предельной индивидуальной точностью можно пренебречь. При этом необходимо «возвести в принцип», что любые вторичные (производные) показатели доходности сегментов рынка базируются не на внутренней ставке дохода, а на итоговом индексе прибыльности проектов (на отношении валовой прибыли к валовым затратам, приведенным к одному моменту — нулевой точке).

Конкретные задачи и содержание инвестиционного анализа существенно зависят от стадии (фазы) инвестирования в понимании международных стандартов и стадии (этапа) градостроительной деятельности в инвестиционно-строительном проекте с точки зрения Градостроительного кодекса РФ (см. рисунок).

<sup>2</sup> UNITED NATIONS INDUSTRIAL DEVELOPMENT ORGANIZATIONS — Организация Объединенных Наций по промышленному развитию, с 1989 г. работает и в России на основе соглашения между Правительством Российской Федерации и Организацией Объединенных Наций по промышленному развитию (ЮНИДО).

На практике часто задачи *инвестиционного анализа рынка на предпроектной стадии ограничиваются исследованием рыночной реализуемости и рыночных рисков проекта.*

В наибольшей степени нуждаются в аналитической поддержке и проектном маркетинге прежде всего *предынвестиционная фаза (probability study)* инвестирования и начинающаяся в ее рамках *предпроектная стадия градостроительной деятельности*, так как именно на этой стадии отсутствие научно обоснованного экономического подхода приводит к критическим рискам и ошибкам. Уточним еще раз, что предынвестиционная фаза девелоперского проекта (в России) характеризуется следующими признаками:

– отсутствием у конкретного инвестора-девелопера распорядительного документа на право девелопмента конкретного объекта (как градостроительной деятельности), придающего ему статус *застройщика по Градостроительному кодексу РФ*;

– возможностью как наличия, так и *отсутствия у девелопера зарегистрированных вещных прав на объект девелоперского проекта* (участок, недвижимый объект).

После получения распорядительного документа на право градостроительной деятельности (только на предпроектную проработку, на проектирование или последовательно на все стадии градостроительной деятельности в установленном порядке) в рамках предынвестиционной фазы начинается первая стадия подготовки строительства/реконструкции – предпроектная.

Безусловно, изложенная система теоретических положений и понятий является основой мето-

дологии инвестиционного анализа рынка недвижимости и в более поздних стадиях градостроительной деятельности – в проектной и строительной стадиях (*инвестиционная фаза*), а также в стадии реализации площадей, эксплуатации площадей и при любых других способах управления недвижимой собственностью (*операционная фаза*).

#### Список литературы

1. Анализ рынка для коммерческих инвестиций в недвижимость / Институт ССИМ, Чикаго, 2000.
2. Анализ рынка недвижимости для профессионалов / Г. М. Стерник, С. Г. Стерник. М.: ЗАО «Издательство «Экономика» 2009. 606 с.
3. Голованов Н. М., Перекислов В. Е., Фадеев В. А. Теневая экономика и легализация преступных доходов. СПб.: «Питер», 2003.
4. Степичева О. А. Развитие механизмов регулирования теневой экономики в России: автореферат дис. на соиск.... док. экон. наук. Тамбов, 2008.
5. Стерник Г. М. Рынок недвижимости России как сектор рыночной экономики // Федеральный справочник: июль – декабрь 1999 г. Вып. 6-й. Изд-во: «Родина-ПРО». М., 2000. С. 415 – 452.
6. Стерник Г. М. [и др.]. Отчет по НИР «Концепция создания Федеральной информационно-аналитической системы рынка жилья»: по заказу Госстроя РФ, 2001.
7. Черняк В. З. Управление недвижимостью. М.: Изд-во: «Экзамен», 2006. 319 с.

## ИЗДАТЕЛЬСКИЕ УСЛУГИ

Издательский дом «ФИНАНСЫ И КРЕДИТ»  
занимается выпуском специализированных финансово-  
экономических и бухгалтерских журналов, а также  
**монографий, деловой и учебной литературы**  
Минимальный тираж – 500 экз.

По вопросам, связанным с изданием книг,  
обращайтесь в отдел монографий

(495) 721-85-75 [post@fin-izdat.ru](mailto:post@fin-izdat.ru)