

## Йеппе де Боер:

журналист:

Екатерина Крылова

фото:

Дмитрий Четверухин

➤ Что будет сигналом восстановления рынка? Каковы перспективы рынка слияний и поглощений? Является ли российская недвижимость по-прежнему привлекательной для западного капитала? Йеппе де Боер из компании Renaissance Capital делится своими соображениями с позиций инвестиционного банкира. Де Боер перешел в Renaissance Capital из Goldman Sachs в 2007 году, где он руководит инвестициями в недвижимость – областью, в которой его фирма является лидером рынка.

# «Рынок слияний и поглощений в России набирает обороты»

– Как вы думаете, когда можно ожидать восстановления рынков? Достигли ли мы дна?

– Похоже, что цены на нефть и курс рубля стабилизировались. Надеюсь, что это и можно назвать дном; трудно представить себе, что все может быть еще хуже. Это в первую очередь относится к рынку акций, который упал очень сильно, и к финансовому рынку. Следующий вопрос в том, когда произойдет восстановление рынка. Это в значительной степени зависит от цен на нефть и от обменного курса рубля, а динамика рублевого курса, в свою очередь, также зависит от того, что происходит с долларом. В последние месяцы доллар очень укрепился. Буквально все на нашей планете бросились скупать доллары – от правительств богатых стран, имеющих избыток наличности, и умудренных опытом хеджевых фондов Нью-Йорка до простых российских бабушек, все начали переводить свои материальные ценности в доллары. Но эта тенденция скоро обратится вспять. Настанет момент, когда правительства, корпорации и частные инвесторы начнут избавляться от долларов США. Мне кажется, этот процесс уже начинается. Ослабление доллара будет прежде всего означать повышение обменного курса рубля к доллару и, во-вторых, это будет сигналом к тому, что деньги будут вложены в более прибыльные активы, такие как недвижимость и реальный сектор экономики в целом.

– Россия восстановится быстрее или медленнее остального мира?

– Здесь следует отметить несколько интересных моментов. Прежде всего долгосрочная тенденция роста российского и других перспективных развивающихся рынков остается неизменной. Фундаментальная тенденция заключается в том, что на развивающиеся рынки приходится все большая часть международной торговли и все большая доля рынка «бизнес для бизнеса». Эта тенденция никуда не денется. Во-вторых, один из главных факторов, который будет притор-

маживать экономику Северной Америки и Западной Европы еще долгие годы, – это огромное бремя долга. Государство, корпорации и домохозяйства на Западе аккумулировали колоссальные долги. Что касается России, то бремя долга здесь ничтожно мало. Этот второй фактор поможет России двигаться вперед быстрее относительно западных экономик. В-третьих, если взять, к примеру, Китай, то для восстановления его экономики потребуется восстановление всего мирового рынка, тогда как для восстановления российского рынка достаточно восстановления цен на нефть, что, вероятно, произойдет намного быстрее. Это всего лишь несколько фундаментальных причин, по которым мы можем с оптимизмом смотреть на будущее России. Если перенести эту логику на сектор недвижимости, то по большому счету все те факторы, которые делали его очень привлекательным для международных инвесторов год назад, никуда не исчезли. Я имею в виду долгосрочные позитивные тенденции, недостаток качественного предложения на рынке недвижимости и относительно строгие градостроительные нормы. Все эти факторы присутствуют и сегодня, за исключением того, что нынешние цены значительно упали по сравнению с прошлогодним уровнем. Эти фундаментальные факторы делают российский рынок недвижимости весьма привлекательным для международных инвесторов.

– Является ли Россия и сегодня привлекательным местом для западных институциональных инвесторов в сфере недвижимости по сравнению с Европой?

– Многие инвесторы в настоящее время избегают России, поскольку Великобритания, к примеру, кажется им более привлекательным рынком. Мы не считаем подобную стратегию оправданной. На первый взгляд британская недвижимость выглядит привлекательной. Доходность инвестиций выросла с 4,5–5 до 7,5–8%, и банковское финансирование по-прежнему доступно. Однако цены на недвижимость вряд

ли будут расти с учетом того, что большая часть британской экономики – это финансовый сектор, который в настоящий момент испытывает серьезные затруднения. От 30 до 40% всех рабочих мест в инвестиционном банковском деле, возможно, исчезли навсегда. Эта ситуация также повлияет на смежные отрасли, такие как юридические и бухгалтерские фирмы. Это означает, что на протяжении многих лет арендные ставки в Великобритании будут находиться под давлением. Цены на недвижимость в континентальной Европе едва ли претерпели какую-то коррекцию, поэтому, возможно, кризис нанесет еще один удар, прежде чем рынок там снова станет привлекательным. Если сравнить эти рынки с российским рынком, то последний становится все более привлекательным. Долгосрочная тенденция роста ВВП здесь останется неизменной, дефицит предложения остается, а цены падают очень быстро. Единственная причина, по которой инвесторы могут нервничать, – это уровень арендных ставок, особенно в секторе офисной недвижимости. Наверно, цена аренды в районе \$2000/кв. м была слишком оптимистичным ожиданием. В нынешней ситуации стоимость аренды первоклассных офисов может опуститься до \$600–700/кв. м. В этом случае у офисной недвижимости будет превосходный потенциал роста в части арендных ставок. В мировом масштабе существует взаимосвязь между уровнем арендных ставок, с одной стороны, и размером городов, строгостью градостроительных норм и долгосрочным ростом ВВП, с другой. Москва является крупнейшим городом Европы, ее экономические перспективы очень хорошие, а градостроительные нормы весьма строгие. Это означает, что в долгосрочной перспективе арендные ставки на офисную недвижимость в Москве будут находиться где-то в районе \$1000/кв. м, что вполне сопоставимо с Лондоном и Парижем.

– Каковы приоритеты Renaissance Capital в отношении недвижимости? Как они изменились за последний год?

— Как инвестиционный банк, оказывающий полный спектр услуг, Renaissance выходит на рынок с разными предложениями в зависимости от ситуации. Восемнадцать месяцев тому назад мы занимались первичным размещением акций и размещением общественных акций для таких клиентов, как «Открытые инвестиции», KDD и EPH. Когда рынок первичного размещения акций перестал расти, мы развили большую активность в сфере размещения ценных бумаг по закрытой подписке: например, год назад мы помогли российской девелоперской компании «Теорема» организовать такое размещение. Когда положение на рынке ухудшилось, мы стали уделять больше внимания реструктуризации долгов, которая, как мы ожидаем, станет главной темой в течение следующих шести месяцев. Поскольку реструктуризация долга, как правило, не предполагает новых денежных вливаний, за реструктуризацией долгов скорее всего последует новый раунд привлечения капиталов с помощью долговых и/или долевого инструментов.

— Каковы перспективы котировки на бирже акций компаний, работающих на рынке недвижимости?

— Ценовые ориентиры для всех публичных компаний в области недвижимости, разработанные нашим отделом исследования акционерного капитала, в пять, десять или даже пятнадцать раз превышают их нынешний уровень. Публичные компании в области недвижимости представляют огромный интерес для инвесторов, но многим компаниям необходимо реструктурировать свои долги, прежде чем инвесторы начнут всерьез их рассматривать. Некоторые компании значительно меньше зависят от долгового финансирования, и их акции, конечно же, очень привлекательны в качестве потенциальных инвестиций. В то же время может пройти немало времени, прежде чем акции девелоперских компаний будут торговаться на уровне прошлогодних цен.

— Мы видим, что многие проекты в Москве и России заморожены. Не кажется ли вам, что девелоперский сектор в России чрезмерно зависит от банковских кредитов и эмиссии облигаций? Или европейские девелоперы находятся в таком же положении?

— В любой стране мира девелопмент требует огромных капиталовложений. Объекты недвижимости достаточно длительное время генерируют отрицательные финансовые потоки, и лишь спустя длительное время они начинают приносить прибыль. По этой причине девелопмент объектов недвижимости в любой стране находится в сильной зависимости от финансирования. Не только в России, но и во всем мире девелоперские проекты приторможены. Резонно

задать вопрос, должны ли были российские девелоперы что-то делать иначе. В ряде случаев российские девелоперы начинали реализацию масштабных проектов, не имея гарантий финансирования всех этапов строительства, и это было очень рискованно. Более консервативные девелоперы, заранее позаботившись о надлежащем финансировании всех этапов реализации своих проектов, сегодня могут спокойно их завершать. Слишком часто девелоперы полагались на удачное размещение акций, облигаций или других финансовых инструментов. Как только финансовые потоки иссякли, у них начались проблемы. В ряде случаев российские девелоперы действительно вели себя более агрессивно на рынке, чем их европейские коллеги.

— Существуют ли сейчас какие-то альтернативные способы финансирования девелоперских проектов помимо кредитных линий, открываемых банками? Мы слышим много разговоров о том, что частные российские компании готовы вкладывать средства в строительство недвижимости.

— Поскольку мы сейчас находимся на самом дне, многие организации, осуществлявшие долговое финансирование, ушли с рынка. Некоторые полугосударственные учреждения в России, включая Сбербанк, рассматривают возможность предоставления дополнительной наличности, необходимой для завершения некоторых проектов. Частные международные инвестиционные фонды также открыты для бизнеса в этой отрасли. Наконец, существует несколько закрытых акционерных обществ, которые имеют средства, специально предназначенные для вложения в российскую недвижимость. В настоящее время эти фонды выжидают и тщательно анализируют все имеющиеся возможности. В течение следующих шести месяцев они начнут инвестировать средства в российскую недвижимость.

— Ожидаете ли вы подъема на рынке слияний и поглощений?

— Несомненно, большинство крупных проектов в области недвижимости в России — потенциальные кандидаты на продажу. При прохождении дна рынка появляются покупатели, понимающие долгосрочную привлекательность российского рынка. Просто рынок здесь рос гораздо быстрее, чем в Западной Европе, например. Местные компании, не обремененные большими долгами, могут слиться с компаниями, имеющими большие долги, и мы также можем увидеть сделки по реорганизации, в результате которых управляющая компания может получить контроль над более крупной организационной структурой. Слияния могут также происходить в результате давления со стороны банков, пытающихся консолидировать заложенные активы. В качестве примера можно

привести поглощение компании Олега Дерипаски «Главстрой Санкт-Петербург» компанией Сулеймана Керимова «Нафта-Москва». Мне кажется, что сделки, связанные с передачей права собственности, будут набирать обороты в России.

— Что, по-вашему, может препятствовать подобным сделкам?

— Одно из препятствий — это ценовые ожидания или, вернее, несоответствие между ожиданиями продавцов и покупателей. Многие продавцы хотят сохранить цены, близкие к докризисным. Второе препятствие состоит в том, что во многих случаях, когда вы имеете дело с потенциальным продавцом, вы можете также иметь дело с банком потенциального продавца. Продавцы не могут по своему желанию продавать объекты недвижимости, находящиеся в залоге у банков, а это значит, что в таких сделках вам придется учитывать интересы нескольких сторон.

— Как вы думаете, сможет ли государство стать крупным игроком на рынке коммерческой недвижимости в обозримом будущем?

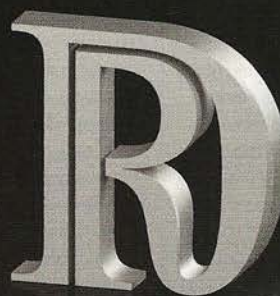
— Государство является важным игроком в любой стране, в том числе и на российском рынке недвижимости, потому что оно контролирует процесс градостроительства и выдает разрешения. Понятно также, что государство рассчитывает на то, что крупные застройщики жилой недвижимости обеспечат граждан доступным жильем. В этом смысле российское правительство ничем не отличается от правительств других стран. Поэтому я не удивился, увидев немалое число девелоперов жилой недвижимости в списке компаний, которые могут рассчитывать на получение государственной помощи. Что касается коммерческой стороны этого вопроса, то я не вижу особой логики в прямом участии государства в строительстве объектов недвижимости.

— Все согласны с тем, что на рынке сейчас много «проблемных активов». Что вы думаете по этому поводу?

— Есть существенная разница между проблемными активами и проблемными продавцами. Многие продавцы сегодня и впрямь находятся в незавидном положении. На рынке мало игроков, не имеющих проблем в настоящее время, когда финансирование иссякло. Многие прилагают огромные усилия к тому, чтобы рефинансировать свои долги. Совокупное долговое бремя в российской недвижимости и строительной индустрии приблизилось к \$80 млрд. Менее 10% этого долга торгуется на бирже в виде евробондов и рублевых облигаций, остальное — это долг перед российскими банками. Это означает, что банки в перспективе могут стать крупнейшими собственниками на российском рынке недвижимости.

## РД Менеджмент сервисез

Комплексное управление недвижимостью класса А



## RD Management services

A-Class Total Facility Management

125009, Москва, Романов пер., д.4  
 Тел. +7 (495) 772-77-00  
 Факс +7 (495) 772-77-04  
 office\_rdms@romanovdvor.ru  
 www.rdms.ru

4, Romanov lane, 125009, Moscow  
 Tel. +7 (495) 772 77 00  
 Fax +7 (495) 772 77 04  
 office\_rdms@romanovdvor.ru  
 www.rdms.ru