

УНИВЕРСИТЕТ ЗА НАЦИОНАЛНО И СВЕТОВНО СТОПАНСТВО
БИЗНЕС ФАКУЛТЕТ
Катедра „Недвижима собственост“

Щелян Стефанов Калчев

**ПОВИШАВАНЕ НА ВЪЗВРЪЩАЕМОСТТА
НА ИНВЕСТИЦИИТЕ В НЕДВИЖИМИ ИМОТИ
ПРЕЗ ПРИЗМАТА НА ОЦЕНЯВАНЕТО**

АВТОРЕФЕРАТ

на дисертационен труд за присъждане на образователната
и научна степен „доктор“ по професионално
направление 3.8. „Икономика“,
научна специалност „Икономика и управление
(оценяване на недвижими имоти)“

Научен ръководител
доц. д-р Георги Шинков Забунов

София, 2021

УНИВЕРСИТЕТ ЗА НАЦИОНАЛНО И СВЕТОВНО СТОПАНСТВО
БИЗНЕС ФАКУЛТЕТ
Катедра „Недвижима собственост“

Щелян Стефанов Калчев

**ПОВИШАВАНЕ НА ВЪЗВРЪЩАЕМОСТТА
НА ИНВЕСТИЦИИТЕ В НЕДВИЖИМИ ИМОТИ
ПРЕЗ ПРИЗМАТА НА ОЦЕНЯВАНЕТО**

АВТОРЕФЕРАТ

на дисертационен труд за присъждане на образователната
и научна степен „доктор“ по професионално
направление 3.8. „Икономика“,
научна специалност „Икономика и управление
(оценяване на недвижими имоти)“

Научен ръководител
доц. д-р Георги Шинков Забунов

Научно жури:
проф. д-р Пламен Благов Илиев
проф. д-р Румен Николаев Калчев
проф. д-р Стоян Андреев Стоянов
доц. д-р Георги Шинков Забунов
доц. д-р Драгомир Желчев Стефанов

София, 2021

Дисертационният труд е обсъден от катедра „Недвижима собственост“ при Университета за национално и световно стопанство (УНСС), гр. София, и е насочен за защита в Научно жури.

Дисертационният труд е с общ обем 233 стр. и е структуриран в увод, изложение в три глави, препоръки, заключение, списък на съкращенията, списък на таблиците и фигурите, списък с използваната литература и електронни издания, списък на публикациите на автора. Използваните източници са 159 на брой, от които литература на български език - 26 бр., литература на английски език - 81 бр., интернет публикации - 52 бр.

Авторът на дисертационния труд е задочен докторант в катедра „Недвижима собственост“ при УНСС – София.

Защитата на дисертационния труд ще се състои на 02.07.2021 г. от 14:00 ч. в зала 2032-А на Университета за национално и световно стопанство – София, на открито заседание на Научно жури, назначено със Заповед № 836/22.03.2021 г. на Ректора на УНСС.

Материалите по защитата са на разположение на заинтересованите лица в сектор „Научни съвети и конкурси“ и на интернет страницата на УНСС – София.

I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Недвижимите имоти представляват значителна част от световното и националното богатство. 60% от световните активи са вложени в недвижими вещи. Инвестирането в недвижими имоти в България след началото на политическия преход към демокрация и вече завършилия такъв към пазарна икономика се доказва като печеливша стратегия, която осигурява ръст на капиталовата стойност и регулярен доход от наем. Въпреки че съществуват множество други регионални, национални и интернационални инвестиционни алтернативи, вложенията в недвижими имоти на територията на държавата ни са фаворит след населението.

Значимостта на темата на дисертационния труд може да бъде оценена през призмата на данни относно инвестиционната активност в България. По оценка на експерти в сектора на покупко-продажбите в София с цел инвестиция се равняват между 25 и 30% от общия обем трансакции на пазара на годишна база. Това представлява значителен обем финансови средства, вложени в недвижими вещи.

Темата на дисертацията е значима поради факта, че в българската литература не се открива голям брой теоретични и емпирични изследвания по въпроса, които да характеризират връзката между оценяването на недвижими имоти и повишаването на възвръщаемостта при инвестициите в този клас активи, както и да се внесе яснота за значимостта ѝ в инвестиционния процес.

Актуалността на темата е породена от факта, че КОВИД-19 измени изискванията на българина за работното му място, което доведе до съществени промени и пренасочване на значителни капитали от сектора на бизнес имотите към жилищния сектор. Констатира се и друг факт: повишен интерес относно покупка на недвижими имоти с цел инвестиция поради предстоящото влизане на България в Еврозоната и опасенията на част от населението от висока инфлация.

Решенията за подбор на вида инвестиционен имот, неговите характеристики и локация, покупни и продажни цени, както и начинът на владение и разпореждане в мнозинството от случаите са взети на базата на информационно лимитирани и неопитни лични преценки на инвеститорите, вместо въз основа на обективна информация и чрез използването на структуриран подход. Това крие съществени рискове за инвестицията и понижава шанса за максимална възвръщаемост. Необходимо е създаването на инвестиционен процес, който следва логиката на най-добрите световни теории и практики. Нужно е да се познават предимствата и недостатъците на недвижимите имоти, да се използват подходите и методите на оценяването, да се борави със съвременната наука на целеполагането и стратегическото планиране, както и

да се прилагат ефективните инвестиционни стратегии. От висока степен на значимост за повишаване на печалбата на инвеститорите е откриването на връзката между оценяването на недвижими имоти и възвръщаемостта. Впливането ѝ в инвестиционния процес би донесло множество ползи за вложителя и се налага по ред причини. Една от тях се базира на теорията за най-добро и ефективно ползване на личен (или заемен) капитал, която предполага, че средствата трябва да бъдат инвестирани по възможно най-доходоносният начин, за да се постигнат оптимални финансови резултати.

Обект на дисертационния труд е възвръщаемостта на инвестициите в жилищни имоти в България.

Предмет на дисертационното изследване е влиянието на оценяването на недвижимите имоти върху възвръщаемостта на инвестициите в жилищни имоти.

Целта на дисертационния труд е да предложи подход за повишаване на възвръщаемостта на инвестициите в жилищни имоти чрез използване на методологията за оценяване на недвижими имоти.

За реализация на формулираната по-горе цел се поставят следните изследователски **задачи**:

1. Да се изясни теоретико-методологическата същност на недвижимите имоти и инвестициите в тях.
2. Да се анализират възвръщаемостта на инвестициите в недвижими имоти и оценяването им, за да се проследи логическата връзка между тях.
3. Да се систематизират действията на инвеститорите за постигане на инвестиционните цели като цялостен координиран процес, т.е. като процес със стратегически характер.
4. Да се разкрие същността на основните стратегии за инвестиране в жилищни имоти и да се изведат градивните им компоненти. На тази основа да се избере инвестиционна стратегия с оптимална възвръщаемост.
5. На основата на дълбочинни интервюта и анкета сред професионалисти да се изясни коя е най-разпространената стратегия за инвестиции в жилищни имоти, за да се приеме като основа за оценка на алтернативни стратегии.
6. Да се анализират характеристиките на избраната инвестиционна стратегия и да се апробира прилагането ѝ. Да се сравнят получените резултати с тези от избраната за основа за оценка стратегия. В зависимост от установения краен резултат да се приеме или отхвърли предложеният подход за повишаване на възвръщаемостта на инвестициите в жилищни имоти.

7. Да се формулират препоръки за повишаване на възвръщаемостта от инвестициите в жилищни имоти у нас.

Изследователската теза на дисертационния труд е, че прилагането на специфични подходи от методологията на оценяването на недвижими имоти и стратегическото мислене към процеса на инвестиране в жилищни имоти води до по-висока възвръщаемост. Същественият момент е, че инвестирането е цялостен и сложен процес, а не поредица от откъслечни и самостоятелни действия.

Хипотезата на научното изследване е, че е възможно съставяне на практически приложима методика, чрез която да се постигнат прогнозируеми и закономерно повторяеми положителни финансови резултати от прилагането на определена инвестиционна стратегия, т.е. повишаване на възвръщаемостта.

За постигането на посочените цели не се разчита на единна обща **методология**. За реализиране на конкретните изследователски задачи се използват подходящи за тях средства и методи – сравнителен анализ, анализ на статистически данни и други вторични източници, емпирични изследвания, анализ на законодателни актове, общ икономически анализ, стратегически анализ, научна абстракция, синтез, индукция, дедукция и др.

Ограничителните условия, при които е проведено изследването, се отнасят до следното:

- Научното изследване е фокусирано върху жилищните имоти.
- Пространственото ограничение е територията на София, България.

По отношение на инвестиционните субекти **фокусът** е върху индивидуални инвеститори и организациите на малки и средни инвеститори.

Поради големия хоризонт на инвестиционните анализи не са приемани конкретни **времеви ограничения**, но всички установени пазарни и други трендове, които се използват в изследването, са актуални, а именно, наблюдавани са през 2019, 2020 и началото на 2021 г.

Изследването използва за **информационна база** вторични информационни източници – като статистически данни и анализи от страната и чужбина, както и собствени проучвания чрез дълбочинни интервюта и анкетиране.

Потенциални бъдещи **ползватели** на резултатите от изследването са инвеститори, консултанти от сферата на недвижимите имоти, брокери, оценители и други професионалисти. Освен това резултатите биха представлявали интерес и за представители на научната общност – изследователи в сферата на инвестициите, недвижимите имоти и др.

II. СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Увод

Първа глава

**ОЦЕНЯВАНЕ НА НЕДВИЖИМИ ИМОТИ И ПОВИШАВАНЕ
НА ВЪЗВРЪЩАЕМОСТТА НА ИНВЕСТИЦИИТЕ – ВРЪЗКИ
И ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ**

- 1.1. Недвижими имоти и инвестиции в недвижими имоти – същност, приложение и значимост
- 1.2. Възвръщаемост на инвестициите в недвижими имоти
- 1.3. Оценка на недвижими имоти
- 1.4. Смесова връзка „инвестиции и оценяване на недвижими имоти“

Втора глава

**СТРАТЕГИИ ЗА ИНВЕСТИРАНЕ В НЕДВИЖИМИ ИМОТИ –
МЕТОДИЧЕСКИ АСПЕКТИ**

- 2.1. Инвестициите в недвижими имоти като стратегически процес
- 2.2. Инвестиционна стратегия и видове стратегии при инвестиране в недвижими имоти
- 2.3. Компоненти на инвестиционна стратегия

Трета глава

АПРОБАЦИЯ НА СТРАТЕГИЯТА

- 3.1. Дълбочинни интервюта
 - 3.1.1. Интервю № 1
 - 3.1.2. Интервю №2
 - 3.1.3. Интервю № 3
- 3.2. Проучване и методика на изследването
 - 3.2.1. Формиране на извадката в два етапа
 - 3.2.2. Подготовка на анкетното проучване
 - 3.2.3. Провеждане на проучването
 - 3.2.4. Резултати от изследването
 - 3.2.5. Анализ на резултати от изследването
- 3.3. „Покупка, подобрения, продажба – ЗП“ – инвестиционна стратегия за повишаване на възвръщаемостта от инвестиции в имоти в България
- 3.4. Аprobация на инвестиционна стратегия „покупка, подобрения, продажба (ЗП)“

Препоръки

Заклучение

III. КРАТКО СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Първа глава. ОЦЕНЯВАНЕ НА НЕДВИЖИМИ ИМОТИ И ПОВИШАВАНЕ НА ВЪЗВРЪЩАЕМОСТТА НА ИНВЕСТИЦИИТЕ – ВРЪЗКИ И ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ

В първа глава са разгледани, анализирани и систематизирани основни теоретично-методологически аспекти на **недвижимите имоти, инвестициите в тях и оценяването**. Разширени са наложените се в нашата литература схващания за недвижимата собственост със заимстван опит от развити икономики по примера на САЩ за възможности за въздействие върху пазара на недвижими имоти чрез публични стимули за повишаване на инвестиционната активност. Специално внимание е посветено на **логическата връзка** между оценяването на недвижими имоти и възвръщаемостта на инвестициите в жилищни обекти. Изведени са основни понятия, като „**обща възвръщаемост**“, „**риск**“ и „**инвестиционна стойност**“. Посредством теоретичен анализ на инвестирането и оценяването на недвижими имоти е преобразувана концепцията за инвестиционна стойност в авторските понятия **МОЦ и МПЦ**. Детайлно е проучена значимостта на инвестициите в недвижими имоти в глобален аспект и са посочени актуални статистически данни. Направени са изводи и препоръки, свързани с теорията и възможностите за внедряването ѝ в практиката.

1.1. Недвижими имоти и инвестиции в недвижими имоти – същност, приложение и значимост

Преди да бъдат разгледани в детайли, оценяването на недвижими имоти, инвестициите и връзката помежду им, ще се обърне специално внимание на категорията „недвижими имоти“ като същност и инвестиционен клас активи. Считани за част от националното богатство на държавите, предпоставка за създаване на национален доход и брутен вътрешен продукт, недвижимите имоти са едно от основните икономически блага. Въпреки че в българската икономическа литература няма ясно очертана граница за различие между тях, термините **недвижимост, недвижима вещ и обект на недвижимата собственост** може да бъдат използвани като синоними на **недвижим имот**. Ал.

Джеров¹ приема по-горе споменатите сходни понятия за еднозначни. Погледнато през призмата на цялостната теория на недвижимата собственост и нейната система от знания, съществуват следните изброени научни направления²:

- правно;
- териториално-устройствено и
- икономическо.

За да се изясни понятието недвижим имот, е наложително да се направи следното необходимо и важно уточнение. Категорията, която най-често се използва в тематичната литература и е позната на широката общественост, е дефинирана в **Закона за собствеността** (ЗС). Там тя е заместена с един от синонимите ѝ, но нейното значение остава същото. Чл. 110 на ЗС гласи³: „Недвижими вещи са: земята, растенията, сградите и други постройки и въобще всичко, което по естествен начин или от действието на човека е прикрепено трайно към земята или постройката“.

Според Денис Еванс⁴ недвижим имот означава „земята и всичко под и над почвата“, докато собствеността е описана като „всяко материално и нематериално нещо под владееенето на някого“. Ако приемем, че „някого“ може да бъде различно лице, то е важно да припомним, че недвижимият имот може да бъде собственост както на физически лица, така и на юридически от всякаква форма – от такива като едноличен търговец, през компании с ограничена отговорност, до акционерни дружества със специална инвестиционна цел или взаимни фондове.

Делайл⁵ дефинира недвижимия имот като понятие с двойко значение: „като финансов актив и като физически актив, който се състои от мястото и външните характеристики, които го заобикалят и го свързват с други парцели или дейности“. Според автора освен реален актив, който има своите физически компоненти, имотът е надарен с пакет от права, чийто обхват е определен от законови или политически процеси.

Ако се приеме, че недвижимият имот като цяло е комплексен продукт, съставен от множество пространствени, капиталови, юридически, икономи-

¹ Джеров, А. Вещно право. Сиела, 2010, стр. 85.

² Йовкова, Й., В. Стаменова, Г. Забунов, Г. Боянова, Д. Бояджиев, М. Гълъбов, Т. Пелов, Д. Стефанов, Н. Гилина, Н. Игнатова. Недвижима собственост. 2016, стр. 15.

³ Закон за собствеността, доп. ДВ, бр. 18 от 28.02.2020.

⁴ Evans, D. Evans, William, The Complete Real Estate Encyclopedia, McGraw-Hill, 2007, p. 329.

⁵ Delisle, J. R. Fundamentals of Real Estate: A Behavioral Approach, University of Washington Press, 2018, p. 6.6

чески, социални и демографски елементи, може да се приеме за вярно, че тълкуването на термина зависи и от ролята, поведението, както и от възприятията на ползвателите му или операторите на съответния пазар. Това може да се обясни по следния начин. За ползвателя на даден имот – независимо дали е в качеството му на собственик, или на наемател, за лични или бизнес нужди, вещта се характеризира с качества като площ, размери на помещения, състояние, общи части, транспортни връзки, етажност, изложение, достъпност, изгодна цена, разходи за поддръжка и др. В същото време за адвоката „недвижим имот“ е обект на вещното право; право на собственост или съсобственост; актив, който може да послужи за обезпечение; собственост със или без законови тежести; обект за правен анализ или т.нар. дюдилиджънс; права и задължения, обект на предварителни или окончателни договори; предмет на размяна и др.

Разглеждайки недвижимите имоти като индустрия, Бейкър и Чинлоу⁶ я разделят на две групи: строителство на домове за лично ползване и доходно-носни имоти. В първата група попада производственият процес на жилища, в който строителните предприемачи използват земя, труд, материали и капитал, за да създадат домове, които продават на крайни потребители или инвеститори, като след сделката процесът започва отначало. Втората група касае имотите, които генерират доходи и е връзката между процеса на строителство и дългосрочния инвестиционен процес. Авторите обособяват в тази група 5 основни категории недвижима собственост: офиси, индустриални, търговски (ритейл), хотели и апартаменти.

Наличието на право върху недвижима собственост не означава автоматично право на доход от нея. Напротив, negliжирането на основни правила ще доведе до преки разходи под формата на данъци, такси и ремонти, както и до загуби под формата на пропуснати ползи. За да генерират дълготрайни и регулярни приходи, да запазят и повишат материалната и нематериалната си стойност, имотите или части от тях трябва да се експлоатират чрез правилно планиране, устойчив подход и комплекс от дейности. Пропърти мениджмънтът (property – собственост) може да бъде характеризиран по един изчерпателен начин, тъй като обхватът на неговата дейност е широк и традициите в прилагането му са с богата история. С. Тагарев⁷ дефинира термина като: „дейност, управлявана на свой риск и насочена за извличане на печалба“, „професионална дейност, насочена към устойчиво функциониране, повишаване на доходността и ликвидността на недвижимата собственост“;

⁶ Baker, K., P. Chinloy. Private Real Estate Markets and Investments, Oxford Press, 2014, p. 13.

⁷ Тагарев, С. Пропърти мениджмънт. Сборник „Икономика и управление на недвижимата собственост“. 2011, стр. 165.

„осъществяване на комплекс от операции по експлоатация на сгради и съоръжения“; „сложен и всестрани процес“, „целенасочено, комплексно и систематично въздействие върху субекта на управление“ и др.

Пропърти мениджмънтът е една от най-важните и най-бързо развиващите се сфери в индустрията, свързана с недвижимите имоти. Кайл, Беард и Сподек⁸ определят три основни функции на пропърти мениджмънта:

- 1) да постига предварително заложените цели от собственика на актива;
- 2) да генерира доход за собствениците;
- 3) да съхрани и увеличи стойността на инвестиционния имот.

Твърди се, че 60%⁹ от световните активи са под формата на недвижими имоти. Отбелязва се, че 22%¹⁰ от световните инвестиции в имоти са насочени в жилищния сектор с тотална капитализация от 68 млрд. дол. Същият доклад прогнозира общо нарастване (традиционни и алтернативни жилища) на вложенията в този сегмент и достигане до 30% от общия обем инвестиции до 2030 г. Според BNP Paribas Real Estate¹¹ обемите на инвестиционни сделки в Европа достигат 281 млрд. евро за 2019 г., което е ръст с 2,6% спрямо 2018 г.

Преобразуването на един ресурс, използван за текущо потребление, в такъв, който да бъде предмет на конкретна дейност, така че от нея да се получат повече ползи и по-голямо потребление в бъдещи моменти, е дефиницията за инвестиране на Петранов¹². Терминът може да се използва както за описание на сбора от всички дейности, включени в процеса, така и за актив, в който е инвестирано. Според Йовкова¹³ инвестициите в недвижими имоти имат важно значение за националната икономика, предприятията и организациите и отделните индивиди. Авторът дефинира термина „инвестиции“ като „съвкупност от дейности, свързани с изразходване на парични средства за придобиване на имоти, с цел посочените активи да носят на собственика доход, печалба или други полезни ефекти.“ Да се инвестира в имоти, според Стоун и Щраус означава „да отделиш пари, капитал или ресурси за нуждите

⁸ Кайл, Р., Ф. Беард, М. Сподек. Property management. Sixth edition, Dearborn Real Estate Education, 2000, p.1 – 2.

⁹ Savills World Research Report, Savills, 2016, p. 4.

¹⁰ Perspectives of today's real estate market, 2021 outlook, Nuveen Real Estate Global Research, <https://documents.nuveen.com/Documents/global/Default.aspx?uniqueId=a01ef6fd-cc06-46a5-b660-0f1b5d33a1c5>

¹¹ European property outlook report, BNP Paribas Real Estate, February 2020, p. 2

¹² Петранов, С. Инвестиции – теория и практика на финансовите инструменти и пазари. Първо издание. С., „Класика и стил“ ООД, 2010, стр. 18.

¹³ Йовкова, Й. Инвестиции в недвижими имоти и аспекти на финансирането им. С., УНСС, 2014, стр. 10 – 11.

на бизнес/и с цел спечелване на финансова отплата, разходването на пари или изваждането им от спестяванията с цел доход или печалба“¹⁴.

Видовете инвестиции се класифицират по различен начин. Според вида на имотите те могат да бъдат в жилищни, в търговски или в земеделски. Според етапа на развитието им може да са в инвестиции в строителство, често реферирано като „покупки на зелено“, или в завършени проекти. В зависимост от сектора може да се класифицират като вложения в стопански или в публичен сектор. Й. Йовкова¹⁵ обобщава две основни групи: директни инвестиции и индиректни инвестиции.

Законодателството в САЩ осигурява плодородна почва за инвеститорите на имоти и е създадо значителни предпоставки за печалби на участниците чрез благоприятни данъчни политики и финансови стимули. Отличен пример за това е 1031 Exchange, който често е определян като един от най-добрите начини за инвестиране в недвижими имоти и е считан от автори на специализирана литература за „най-великия инвестиционен инструмент на всички времена.“¹⁶. Други примери са FHA Loans, IRA, SD-IRA и т.н. Важно е да се отбележи, че в закона CARES, подписан от 45-тия президент на САЩ Доналд Тръмп, са дадени възможности на сектор „Недвижими имоти“ и на заетите лица в него за използване на данъчни облекчения, които могат да достигнат в размер от 170 млрд. дол.¹⁷

1.2. Възвръщаемост на инвестициите в недвижими имоти

Съществено значение за инвестициите в недвижими имоти са показателите на рентабилност. Важен и най-често прилаган в практиката измерител за представяне на капиталовложение е **ROI** (Return of Investments – възвръщаемост на инвестициите, **ВИ**; на места се среща само като „възвръщаемост“), често посочван като съотношение или процент. **ВИ** е показател на представянето на дадена инвестиция с цел да оцени ефикасността ѝ или да я съпостави с тази на други вложения.¹⁸ **ROI** е процент, който посочва „степената, до която доходите от една инвестиция надвишават или са по-ниски от цената на придобиване на същата“¹⁹.

¹⁴ Stone, M., S. Strauss. The Unofficial Guide to Real Estate Investing, Hungry Minds INC, USA, 199, p. 9.

¹⁵ Йовкова, Й. Инвестиции в недвижими имоти и аспекти на финансирането им. С., ИК – УНСС, 2014, стр. 14 – 15.

¹⁶ Cummings, Jack. The Tax Free Exchange Loophole, Wiley & Sons, 2005, p. 56.

¹⁷ <https://www.nytimes.com/2020/03/26/business/coronavirus-real-estate-investors-stimulus.html>

¹⁸ <https://www.investopedia.com/terms/r/returnoninvestment.asp>

¹⁹ <https://online.mason.wm.edu/blog/7-accounting-terms-to-know>

По същество **ROI (ВИ)** изразява рентабилността на една инвестиция. Индикаторът измерва прихода от конкретен актив спрямо сумата (разхода), необходима за придобиването му. Резултатът се измерва в проценти и формулата се представя по следния начин:

$$\text{ВИ} = (\text{МСИ} - \text{РИ})/\text{РИ},$$

където:

ВИ е възвръщаемостта на инвестициите;

МСИ – моментната стойност на инвестицията;

РИ – разходът за инвестицията (или цената на придобиване на имота).

От първостепенно значение е да се внесат пояснения за значението на термините „приход“ и „доход“. Според МСС 18²⁰ доходът е дефиниран като увеличение на икономическите ползи под формата на входящ поток или увеличение на активите, или намаление на пасивите, което води до увеличение на собствения капитал, различно от увеличенията, свързани с вноските на акционерите. В Стандарта се посочва също, че „доход са както приходите, така и печалбите“. Също и „приходът е доход, който се създава в хода на обичайната дейност на предприятието и се означава с различни наименования, като продажби, възнаграждения, лихви, дивиденди и възнаграждения за права“.

Положителната възвръщаемост при всяка инвестиция е сбор от два компонента – приход и капиталова печалба. Възможна е и отрицателна възвръщаемост в случай на негативен паричен поток и/или капиталова загуба. В специализираната литература възвръщаемостта, измерена чрез приход и печалба, се среща като **обща възвръщаемост – (ОВ) (R)**. Томсет²¹ определя **R** като цифровото изражение на нетната печалба от конкретна инвестиция. Нетната печалба включва нетния приход и капиталовата печалба за периода, през който е бил владян и експлоатиран имотът. Формулата е илюстрирана по следния начин:

$$\frac{\text{CG} + \text{I} + \text{T}}{\text{Y}} = \text{R},$$

където:

CG е капиталовата печалба/рът на капиталова стойност (Capital Gains);

I – общият нетен приход (total net income);

²⁰ Международен счетоводен стандарт № 18 Приходи, стр. 1.

²¹ Thomsett, M. The Real Estate Investors Pocket Calculator, AMACOM, New York, 2006, p. 81.

T – нетната данъчна полза (net tax benefit);

Y – годините владение (years held);

R – общата възвръщаемост (total return).

Рискът е в пряка връзка с възвръщаемостта на инвестициите. Инвеститорите в имоти трябва да отчитат връзката между възвръщаемост и риск, т.е. че колкото е по-голяма очакваната възвръщаемост, толкова по-висок е рискът. Затова анализирането му заема главна роля в подготвителния процес и е фактор със силно влияние при вземане и изпълнение на инвестиционни решения. Й. Йовкова характеризира риска като вероятна опасност фактическата възвръщаемост от инвестицията в имот да се отклони от прогнозната й стойност²², тоест да има разлика между заложените и реализираните нива. Адеър и Хъчисън²³ определят риска като „възможността планираната норма на възвръщаемост да не бъде осъществена“. Мнозина автори разграничават „риск“ и „несигурност“ и не могат да им дадат знак за равенство. Определяна като бъдещи незнани развиятия и непрогнозируеми вероятности, несигурността е невъзможна за измерване.

Манганели²⁴ дефинира 3 вида риск при инвестирането в недвижими имоти: бизнес, финансов и външен. В добавка Чарлз Елиз²⁵ предлага списък с рискове, които инвеститорът трябва да избягва. Те са: поемането на твърде много пазарен риск; неотстъпчивостта в процеса; нетърпението, породено от скоростта на растеж на инвестиционното портфолио; заемането на твърде много капитал; наивното оптимистично мислене; липсата на емоционална интелигентност и наличието на необоснована гордост.

1.3. Оценяване на недвижими имоти

Нуждата от оценяване на различни видове недвижими имоти се поражда от постоянното прилагане на правните действия, свързани с основните права по владението, ползването и разпореждането им. Независимо дали конкретният случай е сделки за покупко-продажба или наем; банково или небанково ипотечно кредитиране; за целите на данъчното облагане; при създаване или ликвидиране на юридически лица; съдебни дела или такива от частен характер; застрахователно дело; принудително отчуждаване; за обслужване нуж-

²² Йовкова, Й. Инвестиции в недвижими имоти и аспекти на финансирането им, 2014, стр. 33.

²³ Adair, A. and N. Hutchison. The reporting of risk in real estate appraisal property risk scoring, Journal of Property Investment & Finance, Vol. 23 No. 3, 2005, pp. 254 – 68.

²⁴ Manganelli, B. Real Estate Investing – Market Analysis, Valuation Techniques, and Risk Management, Springer, 2015, p. 63.

²⁵ Ellis, C. Winning the Loser's Game – Timeless Strategies for Successful Investing, Seventh edition, McGraw & Hill, 2017, p. 99.

дите на общинските и държавните администрации; прогнозиране и реализация на инвестиционни проекти и др., обектът на сделката е недвижима вещ и тя се нуждае от професионален, безпристрастен анализ и извод относно нейната стойност. В Международните стандарти за оценяване (IVS) на IVSC²⁶ са заложени 4 типа имущество: недвижимо, движимо, бизнес и финансово. За целите на изследването и в конкретния случай фокусът е основно върху първия тип, което се приема за синоним на недвижима собственост. Оценяването на недвижимите вещи според Тихомир Пелов е „процес на определяне на паричния еквивалент на стойността на имуществото за конкретни цели и към конкретна дата“²⁷. Пламен Илиев смята оценяването за технологичен процес, пълен и адекватен на характера на обекта, който „установява стойността му въз основа на системи от принципи, подходи и методи, с определена цел и към даден момент от времето“²⁸. Една от най-детайлните дефиниции за оценяването дава Милингтън²⁹. Според него това е „изкуство или наука в определянето на стойност за специфична цел, за конкретен интерес към конкретен имот, в определен момент във времето, което взема предвид всички характеристики на имота и също така отбелязва всички съществени фактори на пазара, включително и възможностите за алтернативни инвестиции“.

Според Пламен Илиев³⁰ съставните части на оценяването като процес са осем на брой, подредени в следната последователност: 1. Определяне на проблема и формиране на заданието за оценка. 2. Изготвяне на план за извършване на оценката и нейното осигуряване. 3. Обработка и анализ на необходимата информация. 4. Определяне и анализ на най-доброто и максимално ефективно използване на обекта за оценка. 5. Определяне на стойността на земята 6. Определяне на ориентировъчната стойност на оценявания обект от гледна точка на разходния, приходния и сравнителния подход. 7. Анализ на резултатите от методите. 8. Изготвяне на доклад.

В IVS 105³¹ са заложени три подхода за определяне на стойността на недвижимите имоти: подходът на разходите, подходът на приходите и пазарни-

²⁶ Международен комитет по стандартите за оценяване на имущество, www.ivsc.org

²⁷ Пелов, Т. Оценяване и ценообразуване на недвижими имоти. ИК – УНСС, 2012, стр. 15.

²⁸ Илиев, П. Оценяване на недвижими имоти. Икономически университет Варна, 2011, стр. 24.

²⁹ Millington, A. F. Introduction to property valuation. London: Routledge. 2014, p. 8.

³⁰ Илиев, П. Оценяване на недвижими имоти. Икономически университет – Варна, 2011, стр. 25.

³¹ <https://www.rics.org/globalassets/rics-website/media/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/rics-valuation--global-standards-jan.pdf>

ят подход. В българската литература те са познати като подход на разходите, подход на доходите и пазарен подход, което е почти идентично с международните стандарти.

1.4. Смесова връзка „инвестиции и оценяване на недвижими имоти“

Оценители на недвижими имоти често дефинират **пазарната стойност** като най-вероятната цена за продажба при нормални пазарни условия.³² Алтернативно тя може да бъде определена като стойността, която типичен купувач би обозначил за имот, обект на сделката. Освен пазарна стойност в БСО е въведена в оборот категорията **инвестиционна стойност**. Според БСО³³ инвестиционната стойност е специална и се извежда при оценяване на определен обект за конкретни инвестиционни цели, с конкретен инвеститор с установени критерии. Когато се говори за конкретен обект, стандартът посочва основните категории. От категорията, в която влиза обектът на експертната оценка, зависят и използваните методи и подходи.

Инвестиционната стойност се базира на специфичните очаквания и възможности на капиталовложителя, а не на пазара като цяло. Важно е да се маркира, че тя варира като стойност за купувача и продавача. Този субект, който продава инвестиционен имот, определя инвестиционната стойност като минималната сума, която може да приеме за актива си. Обратното важи за купувача – това е максималната сума, която е готов да заплати в замяна на недвижимия имот. **Инвестиционната стойност се различава от пазарната**, защото индивидуалните инвеститори имат редица ограничителни условия: различни концепции и инвестиционни стратегии, очаквания, предположения и възможности, които зависят от опита им, достъпа до информация, финансовите им ресурси или достъпността до чужд капитал заедно с неговата цена, краткосрочните и дългосрочните им планове, атрактивността на конкретния имот, степента на риска, данъчната им политика и най-вече изискванията им за възвръщаемост.

Инвестиционната стойност, основен стандарт на стойността при оценяването, илюстрира целите, стратегията и интересите на определен инвеститор, независимо дали е в ролята на купувач, продавач, наемател или наемодател. Тя е съвкупност от възможностите, представите, предположенията и ограничаващите условия на конкретен субект спрямо обекта на инвестиция.

³² Ryan, D., W. Archer. Real Estate Principles, Fifth Edition, McGraw and Hill, 2018, p. 162 – 163.

³³ Български стандарти за оценяване, Камара на независимите оценители в България. 2018, стр. 33.

За целите на изследването като синоним на инвестиционна стойност ще бъдат въведени понятията **МОЦ** и **МПЦ**, където:

- **МОЦ** – максималната офертна цена или най-високата сума, която конкретен инвеститор може да плати за недвижим имот.
- **МПЦ** – минималната продажна цена или най-ниската сума, която конкретен инвеститор може да приеме за свой недвижим имот.

В разликата между инвестиционна и пазарна стойност, познанието за принципите на тяхното дефиниране и последващото поведение на инвеститора, се крие възможността за повишаване на възвръщаемостта от недвижими имоти чрез оценяването. Може да се предположи, че определянето на коректна инвестиционната стойност при покупка или продажба на недвижим имот е ключов елемент за постигането на по-висока доходност.

Обобщаването на чуждестранния и на практическия опит на автора и синтезирането на основните моменти от връзката „оценяване – повишаване на възвръщаемостта на инвестициите в жилищни недвижими имоти“ дават основание за формулиране на модел за инвестиционен процес с цел постигане на по-висока възвръщаемост. В него утвърдените от теорията и практиката управленски похвати; подходите и методите за оценяване на недвижими имоти; пазарните условия и други, трябва да се съчетаят по такъв начин, че да се реализира предварително заложената печалба от конкретен жилищен имот.

Втора глава. СТРАТЕГИИ ЗА ИНВЕСТИРАНЕ В НЕДВИЖИМИ ИМОТИ – МЕТОДИЧЕСКИ АСПЕКТИ

Във втора глава на дисертационния труд са систематизирани действията на инвеститорите за постигане на инвестиционните цели като цялостен координиран процес, т.е. като **процес със стратегически характер**. На базата на специфичните цели на инвеститорите стратегическото планиране е приложено към инвестициите. Чрез използване на утвърдени инструменти, като **SWOT** анализа, модела за целеполагане **SMART** и др., е разработен подход за координиране на инвестиционните действия. Въведено е понятието „**инвестиционен процес**“, изследвани са 4-те му етапа. Чрез анализ на специализираната литература и проучването на добри бизнес практики в страната и в чужбина е формулирано понятието „**инвестиционна стратегия**“. Изведени са основните типове инвестиционни стратегии при недвижимите имоти и са разгледани техните ключови индикатори за представяне (КИП), както и конкретни инструменти за изчисляване на възвръщаемост и други значими показатели. Предложено е графично представяне на **градивните компоненти на инвестиционната стратегия**, като в детайли е анализирана структу-

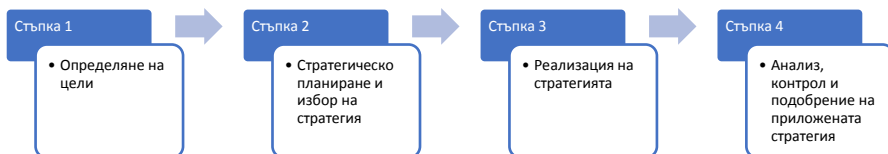
рата им. Избрана е инвестиционна стратегия с оптимална възвръщаемост, която да послужи за доказване на хипотезата на труда – **покупка, подобрение, продажба (ЗП)**.

2.1. Инвестициите в недвижими имоти като стратегически процес

Очакваната възвръщаемост вероятно е най-важният критерий, който се взема под внимание при избор на инвестиционно решение.³⁴ Инвестирането не трябва да се разглежда като еднократен акт, плод на случайност и оползотворяване на добри пазарни възможности. Към инвестирането в жилищни имоти трябва да се подходи като към комплексен процес, който има задължителни компоненти с характерна структура, последователност и взаимовръзки, както и нужда от управление. Процесът се характеризира като съвкупност от дейности, които чрез сложни взаимовръзки и взаимодействия трябва да водят до постигане на предварително определен резултат.

За нуждите на настоящия труд е приета следната структура на процеса по **инвестиране в недвижими имоти (или модел на инвестиционен процес)** (фиг. 2.1):

- 1) определяне на цели;
- 2) стратегическо планиране и избор на стратегия;
- 3) реализация на стратегията;
- 4) анализ, подобрене и контрол на приложената стратегия.



Анри Файол, един от най-изтъкнатите теоретици и практики в мениджмънта през ранните години на XX век, определя **пет функции** на мениджъра:

- 1) планиране;
- 2) организиране;
- 3) разпореждане;
- 4) координиране;
- 5) контролиране.

³⁴ Ilmanen, A. Expected Returns on Major Asset Classes, Wiley & CFA Institute, 2012, p. 1.

Според Емънс „целите са концентрирано изражение на бъдеща ориентация и житейско предназначение и осигуряват удобно и мощно средство за измерване на съществените елементи на един положителен живот“³⁵. Целите са мислен и желан резултат от дадена дейност. Известно е, че неясните цели постигат неясни резултати. Във връзка с това основна задача на всеки инвеститор (в частност на инвеститора в имоти) е ясно да дефинира целите, като ги съобрази със своите лични подбуди и мотивация. За да изпълняват ролята на набелязаната дестинация в процеса на инвестирането, целите трябва да отговарят на определени изисквания. Една от най-разпространените концепции за функционалност при определянето на цели, е **SMART**. Твърди се, че системата е създадена и внедрена в обръщение от Питър Дракър, но не се откриват безспорни доказателства за авторството му. В този научен труд е прието използването на следните думи за акронима **SMART: Specific** (специфична), **Measurable** (измерима), **Achievable** (постижима), **Relevant** (свързана), **Time-based** (свързана с времеви отрязък).

След формулиране на специфични, измерими, постижими, релевантни и времево ориентирани цели задачата на инвеститора в имоти е да състави стратегия за тяхното изпълнение. В специализираната литература по мениджмънт съществуват няколко трактовки. Често определян като основател на стратегията и стратегическото планиране, Алфред Чандлър³⁶ отбелязва следното: „Стратегията е определянето на основните дългосрочни цели и задачи на дадено предприятие, както и усвояване на набор от действия и разпределяне на ресурсите, необходими за изпълнението на целите“.

Питър Дракър³⁷ твърди, че стратегията представлява отговор на въпроса: „Какъв е нашият бизнес и какъв трябва да бъде?“. Тя също определя кои са ключовите дейности в един бизнес. Дракър дефинира стратегията по-подробно като модел от дейности, които имат за цел да реализират задачите на организацията и да адаптират обхвата, дейностите и ресурсите ѝ към постоянно променящата се околна среда в дългосрочен план. Според Майкъл Портър³⁸ стратегията е създаването на уникална и ценна позиция на пазара, съдържаща различен набор от дейности. Тя изисква от компаниите да правят

³⁵ Emmons, R. A. (2003). Personal goals, life meaning, and virtue: Wellsprings of a positive life. In C. L. M. Keyes & J. Haidt (Eds.), *Flourishing: Positive psychology and the life well-lived* (p. 105 – 128). American Psychological Association. <https://doi.org/10.1037/10594-005>

³⁶ Chandler, A. *Strategy and Structure*, Martino Fine Books, reprint, 2013, p. 72.

³⁷ Drucker, P. *Management tasks, Responsibilities, Practices*, 15th edition, Truman Talley Books, 2007, p. 57.

³⁸ Porter, M. What is Strategy, *Harvard Business Review*, November-December 1996, p. 60 – 68.

размени в процеса на съревнованието си с конкуренти, а именно да изберат какво да не произвеждат.

След като се разглеждат общите постановки на стратегията, редно е да се обърне внимание на най-значимото в инвестиционната стратегия. Това са специфичният подход на инвестиционния субект и финансовият план, индивидуално построени върху основите на конкретни цели и нужди, специфични интереси, възможности и ограничения, съобразени с времевия хоризонт и толерантността към риск. Стратегиите може да бъдат категоризирани като активни или пасивни; ниско- или високорискови; като ориентирани към бърз растеж на капиталовата стойност или към опазване на благосъстоянието; краткосрочни, средносрочни или дългосрочни; преки или косвени; инвестиции с гарантиран и с предполагаем доход; консервативни, умерени и агресивни; и множество други.

Освен израз на персоналните интереси и цели на инвеститора инвестиционната стратегия трябва е селектирана след задълбочен анализ на силните, слабите страни, заплахите и възможностите, които са особени за бизнеса. SWOT е инструмент за вътрешен и външен анализ на дадена организация. SWOT (CCB3 – силни, слаби (страни), възможности, заплахи; фиг. 2.3) е система за оценка на моментното състояние на икономическия субект. Благодарение на такава рамка лесно може да се определи конкурентоспособността на един бизнес и да се избере подходящата стратегия за постигане на формулираните задачи.

Анализът, подобрението и контролът на приложената стратегия са последната стъпка в предложения инвестиционен процес за вложения в недвижими имоти. Оценяването на стратегията и контролът върху действията включват измервания на резултатността посредством КИП (ключови индикатори на представянето), преглед на вътрешни и външни предизвикателства, както и предприемане на коригиращи стъпки при необходимост.

В контекста на метриките всеки инвеститор в недвижими имоти се нуждае от ключови индикатори на представянето (КИП). Многообразната палитра от възможности за проследяване може да бъде минимизирана чрез съпоставяне на целите и установените от теорията параметри. Примерите за КИП са многобройни. Техният избор и приложение зависят от целите и нуждите на капиталовложителя, конкретната инвестиционна стратегия.

2.2 Инвестиционна стратегия и видове стратегии при инвестиране в недвижими имоти

Основен принцип при инвестиционните имоти с конкретно предназначение е те да бъдат отдавани под наем по начин, който гарантира най-високата доходност. Най-високата доходност на целия обект или части от него допри-

нася за постигане на максимално висока обща възвръщаемост, като по този начин влияе положително на пазарната оценка към специфична дата. Общата възвръщаемост е процент от съотношението между:

1) сбора от доходите от наем и повишението на капиталовата стойност спрямо покупната цена за точно определен период и

2) разхода за придобиване на актива, в случая недвижим имот.

След детайлното проучване на теорията и практиката относно тематиката на стратегията в общата ѝ постановка е необходимо да се въведе специализирана дефиниция на термина **инвестиционна стратегия за капиталовложение в недвижими имоти** (накратко **инвестиционна стратегия**).

Тя може да бъде обобщена по следния начин: набор от правила, поведения и процедури, създадени да направляват действията на инвеститор, индивидуален или институционален, в стремежа му да постигне предварително зададените основни цели. Стратегията следва да бъде съобразена с личните потребности, убеждения, преференции и очаквания на инвеститора, достъпа му до паричен, стокос и производителен капитал, ноу-хау, времеви ресурси, особеностите на социалната, демографската и икономическата среда, в т.ч. и на пазара на имоти, възприятия за възвръщаемост, ниво на толерантност към риск, времеви хоризонт на инвестицията, тенденции и прогнози, културно-социални фактори и др.

Целта на инвестиционната стратегия е да увеличи постъпленията от наем, да влияе положително върху капиталовата стойност и общата възвръщаемост, да намали тяхното непостоянство във времето, да подsigури положителен паричен поток в трудни икономически времена, да подsigури ефективна изходна позиция при ликвидиране на актива или портфолиото от активи. Адекватно подбраната стратегия е безценна за инвеститора в имоти. Тя използва силните страни на субекта, за да се възползва от възможностите на пазара. Помага за трансформиране на слабите страни в силни и предпазва от заплахите на външната среда.

Съществуват десетки ниши и стратегии за инвестиране в недвижими имоти. Доркин и Търнър³⁹ извеждат **10-те най-често** използвани подхода сред индивидуалните американски инвеститори. Те образно са наречени така:

- Купи и задръж (buy and hold).
- Превъртане на имоти (house flipping).
- Продажба на едро (wholesaling real estate).
- Развитие на строителни проекти (real estate development).
- Инвестиране до ключ (turnkey investing).

³⁹ Dorkin, J., B. Turner. How to Invest in Real Estate, Bigget Pockets Publishing, 2018, chapter 5, p. 156 – 219.

- Имотно „хакване“ (house hacking, собственикът живее в част от имота, а другите отдава под наем).
- Инвестиране в краткосрочни или ваканционни наеми (short-term or vocational investing).
- Живей и превъртай (live-in flipping, собственикът живее в имота, докато го ремонтира. Следва продажба).
- КРОРП: купи, ремонтирай, отдай, рефинансирай, повтори (BRRRR: buy, rehab, rent, refinance, repeat).

Инвестиции в студентски общежития.

Ако стратегията е условно посоката на движение, нишата е изходната точка. Д. Шауб⁴⁰ определя **12 ниши за печалба** при сделки с недвижими имоти при променящ се пазар, а към настоящия момент пазарът в страната е именно такъв.

Инвестиционните стратегии при недвижимите имоти се класифицират според различни критерии. Един от най-важните е относително обвързването с процеса по инвестиране и количеството време, ресурси и стрес. По този критерий те се делят на **активни и пасивни** инвестиции, респективно на активни и пасивни инвестиционни стратегии.

Според практиката на автора най-популярните активни инвестиционни стратегии в България са следните:

1. Купи и задръж

Най-разпространената класическа инвестиционна стратегия е „купи и задръж“. Считана е за една от най-семплите и разбираеми форми на вложение в този сектор. Определяна е също като „най-сигурната и една от най-добрите инвестиции като цяло“⁴¹. Нейната концепция се основава върху покупката на имот, който се отдава под дългосрочен наем. Тази стратегия подsigурява атрактивна обща възвръщаемост, която се формира от приходи от наем и повишаване на капиталова стойност във времето.

2. Превъртане на имоти

„Превъртане на имоти“ е превод от английското име на тази инвестиционна стратегия (house flipping). В средите на практикуващите е позната и като fix and flip (ремонтирай и превърти), в случаите на ремонт преди препродажбата. Стратегията е „отличен начин за натрупване на благосъстояние

⁴⁰ Schaub, J. Building Real Estate Wealth in a Changing Market, McGraw and Hill, 2007, p. 85 – 99.

⁴¹ Chader, S. HOLD: How to Find, Buy and Rent Houses for Wealth, Rellek Publishing Partners, USA, 2013, p. xix.

за кратък период“ и е „възможност за доход, равняващ се на заплата от пълен работен ден, независимо къде живеете“.⁴²

Това е активна и краткотрайна инвестиция, изисква значително количество време, знания и информация, паричен капитал и усилия. Целта на инвеститора е да открива жилища в лошо състояние, да ги купува на по-ниска от пазарната стойност, в някои случаи да извърши строително-ремонтни дейности и да препродаде вещта, достигайки предварително заложена печалба. Според Есаджиян⁴³ стратегията се състои от 4 основни етапа: откриване (на сделки), финансиране, ремонт и превъртане (продажба).

3. Продажба на едро

Real estate wholesaling (продажба на едро на недвижими имоти) е термин, използван в индустрията, за да опише процеса по откриване на подценени имоти и трансферирането на права по сделката с тях към инвеститори. Прието е, че чрез прилагането на тази инвестиционна стратегия се постига печалба по най-експедитивния начин в сравнение с другите посочени начини.⁴⁴ Този подход не изисква голям по обем капитал, задълбочена експертиза, но е необходим значителен времеви ресурс.⁴⁵ Може да бъде прилаган успешно от неопитни капиталовложители, при условие че се вземат предвид всичките му специфики. Обектът на такива трансакции, най-често за жилищни имоти, са еднофамилни къщи или апартаменти.

4. Развитие на строителни обекти/строителство на жилищни сгради

В условията на растеж на **БВП**, демографски прираст, намаляващи безработица и лихвени нива по ипотечни кредити, политическа стабилност и положителни икономически прогнози се създават условия за ускоряване на дейността на строителния сектор. Освен повишаване на обемите на застрояване площи от регулярните участници браншът привлича инвеститори от други сектори на икономиката. Причината са повишеното търсене на строителна продукция, жилищни и бизнес имоти и възможността за атрактивни печалби. Инвеститорът може да участва в съдружие с други себеподобни икономически субекти, като наема подизпълнители за всяка дейност. Друга популярна тактика е обединението на сили със строителен предприемач, който отговаря за техническото и за фактическото изпълнение на обекта, докато инвеститорът участва пасивно или активно с предварително уточнени за-

⁴² Leighton, J. How to Flip Your First House, Jeff Leighton, ISBN 9781980540014, 2019, p. 8 – 10.

⁴³ Esajian, P. Real Estate Rehab Investing Bible, Wiley & Sons, New Jersey, 2014, p. 3 – 5.

⁴⁴ Shah, A., A. Virelles. The Art of Wholesaling Properties, iUniverse Publishing, Bloomington, USA, 2015, p. 7 – 10.

⁴⁵ Turner, B. The Book on Investing in Real Estate With No Money Down, Bigger Pockets Publishing, Denver, CO, USA, 2016, p. 136.

дължения. Общата възвръщаемост от подобна стратегия варира между 35 и 70%, а характерният времеви хоризонт е 24 – 36 месеца в зависимост от мащаба, административната тежест, капиталовите ресурси и състоянието на пазара.

5. Инвестиране в краткосрочни или ваканционни наеми (short-term or vacation homes investing)

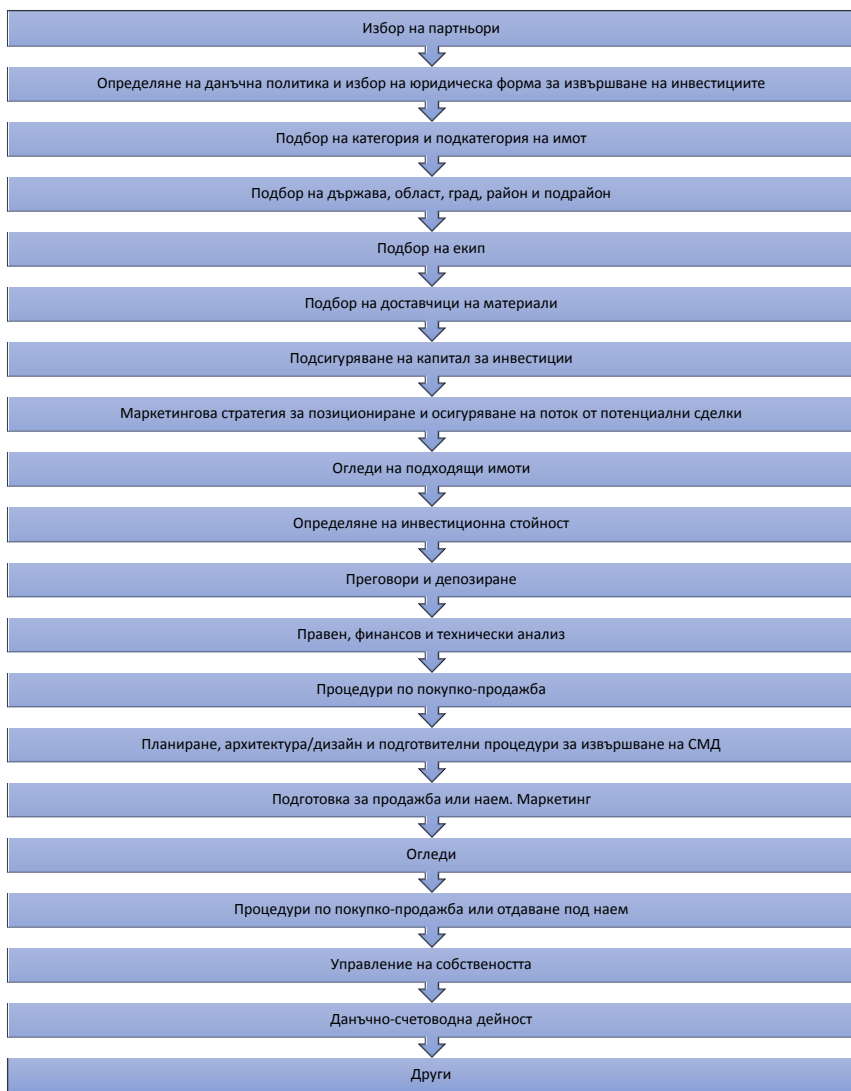
През последното десетилетие икономическият подем, глобализацията, мобилността на човека и подобряването на възможностите за пътуване оказват положително влияние на туристическия бранш. Пътуванията с бизнес или лични цели отбелязват неимоверен ръст, което пороци нуждата от по-голям обем леглова база. Освен промяна в интензитета на движение е отчетена и промяна на потребителските нужди. Във връзка с това се зароди нов сегмент на пазара на имоти, а именно краткосрочните наеми. Използвани при бизнес пътувания или екскурзии, жилищата, които предлагат всички необходими удобства, изместват фокуса от старите квартири за нощувки и печелят пазарен дял от хотелите. Зад тази промяна на пазара стои напълно логичен факт – създаването и управлението на имот за краткосрочни наеми е инвестиция с възвръщаемост между 15 и 25% годишно.

2.3. Компоненти на инвестиционна стратегия

Всяка инвестиционна стратегия има своите специфики, преимущества и недостатъци, заплахи и възможности под формата на външни фактори. Въпреки своите уникални характеристики различните подходи към постигане на заложените инвеститорски цели имат сходни компоненти. След като се формулират, компонентите може да се обозначат като гръбнак на избраната стратегия.

Правилното дефиниране и имплементиране на компонентите предполага по-висок шанс за успех на инвестицията, намалява риска от загуби, разчита на приетата теория и различава на практика професионалния подход за инвестиране от непрофесионалния, случайния, неустойчивия.

Особено значение в структурата има компонентът **определяне на инвестиционна стойност**. Той описва и демонстрира пряката връзка между похватите на оценяването и възможностите за повишаване на общата възвръщаемост. За целите на дисертацията се предлага **структура на компонентите на инвестиционна стратегия**.



Във втора глава са разгледани различни аспекти на инвестиционния процес. Основните изводи, които могат да се обобщят, са следните:

- Необходимо е създаването на модел за процес за успешно осъществяване на дейността инвестиране в недвижими имоти.

- Нужно е въвеждане и дефиниране на термина „инвестиционна стратегия при сделки с недвижими имоти“.
- Необходимо е да се приложат постиженията от науката в целеполагането, планирането и контрола към инвестирането в недвижими имоти.
- SWOT анализът може да намери своето приложение в инвестиционния процес.
- SMART целите са приложими в инвестиционния процес.
- Стратегиите за инвестиране в активи от финансовия сектор може бъдат адаптирани и приложени при инвестициите в имоти.
- Определянето на приоритетните ключови индикатори за продуктивност е с първостепенно значение за постигане на целите на инвеститора.
- С цел създаване на ясни план и структура след избора на стратегия е необходимо въвеждането на списък с компоненти.

Резултатите от втора глава могат да бъдат синтезирани в следния ред:

- След изследване на теорията и практиката са въведени термините „инвестиционен процес“ и „инвестиционна стратегия“. Посочени са техните дефиниции.
- Предложени са SWOT анализ и модел на SMART цели, приложими към процеса на инвестиране в имоти.
- Посочени са разликите между активни и пасивни инвестиционни стратегии.
- Използвани са примери за най-широко използваните стратегии в сектора.
- Посочени са специфичните за инвестирането ключови индикатори за продуктивност.
- Създаден е списък с 20 параметъра на инвестиционната стратегия.

В настоящото изследване се предполага, че съществуват възможности за повишаване на средната обща възвръщаемост от инвестиции в имоти в България, които могат да се разкрият с помощта техники, заимствани от оценяването на недвижими имоти. За да бъде проверена тази хипотеза, е необходимо да се проведат емпирични изследвания и да се използват реални данни от пазара на недвижими имоти у нас.

За базова средна възвръщаемост при инвестиции в имоти в България (и по специално в София) за целите на настоящата дисертация ще бъдат приети нивата при най-широко използваната стратегия у нас, а именно „купи и задръж“. В трета глава ще бъдат посочени и анализирани данни от НСИ за ръста на цените през 2020 г., както и информация от най-големия портал за недвижими имоти в България - imot.bg с цел определяне на доходност от наем. Данните, характерни за тази стратегия, ще бъдат приложени като ре-

ференция и съпоставени спрямо същите на друга инвестиционна стратегия – „превъртане на имоти“, която се счита като възможност за повишаване на възвръщаемостта от инвестиции в България.

Глава трета. АПРОБАЦИЯ НА СТРАТЕГИЯТА

В трета глава дисертацията е фокусирана върху проведените в съответствие с поставените научноизследователски задачи емпирични проучвания, резултатите и изводите от тях. На основата на дълбочинни интервюта и анкета сред професионални брокери и агенти на недвижими имоти е изяснено коя е най-разпространената стратегия за инвестиции в жилищни имоти („**купи и задръж**“), за да се приеме като основа за оценка на алтернативни стратегии. Анализирани са характеристиките на избраната стратегия „**покупка, подобрения, продажба**“ (ЗП). Разработена е авторска методика за повишаване на възвръщаемостта на инвестициите в жилищни имоти, чиито главни части са структурата на компонентите на инвестиционната стратегия и на формуляра за финансов анализ. Компонентите на инвестиционната стратегия са посочени като двадесет на брой, като тяхната цел е да отразят всички необходими предпоставки за реализацията ѝ. **Формулярът за финансов анализ** конкретизира **връзката между оценяването на недвижимите имоти и повишаването на възвръщаемостта**. В неговото съдържание са включени: бъдещата пазарна стойност на имота след подобренията (с отчитане на пазарните тенденции); разходите за покупка, владееене, ремонт, финансиране и продажба; минималната брутна печалба (над средната годишна възвръщаемост за страната); необходимият капитал; максималната офертна цена.

3.1. Дълбочинни интервюта

Настоящото изследване е създадено за целите на дисертационния труд. Използван е емпиричен изследователски подход с метода дълбочинно интервю, както и изследователските стратегии „изследване на случаи“ и „обоснована теория“ (grounded theory).⁴⁶

Технологията на дълбочинните интервюта е следната:

1. Дефиниране на предметното поле на изследване
2. Определяне на целите
3. Дефиниране на въпроси
4. Избор на единици за изследване
5. Конструиране на инструментариум

⁴⁶ Ченгелова, Е. Интервюта в социалните науки. С., изд. „Омда“, 2016, стр. 69 – 70, ISBN 978-954-9719-87-1.

6. Избор на техники за интервюиране
7. Теренно реализиране на интервютата
8. Обработване, анализ и интерпретация на информацията

За целите на това изследване са проведени 3 (три) дълбочинни интервюта.

Интервюираният от първото интервю е член на Кралския институт на сертифицираните оценители (**RICS**) и признат европейски оценител на недвижими имоти (**REV**). От 12 години е независим оценител на недвижими имоти, машини и съоръжения, земеделски земи, търговски предприятия и интелектуална собственост. От май 2019 г. е **председател на УС на Камарата на професионалните оценители в България**.

Централен изследователски въпрос: Фактори, влияещи на оценката и стойността на жилищен недвижим имот. **Подвъпроси:** 1. Кои са основните фактори, които влияят на оценката на жилищен имот? 2. Какви рискове поема инвеститорът, ако определя сам цената на един имот? 3. Кои подобрения в инвестиционен имот влияят най-много на възвръщаемостта спрямо вложените средства? 4. Как оценителят и експертната оценка може да помогнат в процеса на анализ преди покупка на инвестиционен имот?

Посочени са изводите.

Интервюираният в интервю №2 е управител на компания за инвестиции в недвижими имоти. Започва дейността си във Варна, купувайки жилища с цел отдаване под наем. През следващите 4 години осъществява покупка и отдаване на дългосрочен наем на 62 апартамента в Испания. Междувременно продължава да инвестира във и около Варна, а през 2019 г. закупува инвестиционни едностайни жилища във Велико Търново, които ремонтира основно и продава на други инвеститори с гарантиран за тях месечен наем. Последните му придобивания на жилищни имоти с цел отдаване под наем са в Божурище – 13 км от центъра на София. Основната инвестиционна стратегия на интервюирания е „купи и задръж“.

Централен изследователски въпрос: Определяне на инвестиционна стойност с цел по-висока доходност при покупка, продажба и наем на жилищни имоти. **Подвъпроси:** 1. Как калкулира инвестиционната стойност при покупка и продажба на апартаменти? 2. Как експертните оценки влияят на решенията му за продажба на активи? 3. Към каква доходност се стреми от апартаментите под наем? 4. Какви методи използва за повишаване на доходността от имоти под наем?

Посочени са изводите.

Интервюираният в интервю №3 е инвеститор в имоти от началото на XXI век. Започва като строително-инвестиционен предприемач и построява сгради с над 350 апартамента в София и Русе. През 2013 г. сменя инвестиционната си стратегия и от „строителство на нови жилищни сгради“ се пренасочва към „превъртане на имоти“ (след ремонт). Всяка година купува, ремонти-

ра и препродава между 5 и 7 жилищни имота в столицата. Работи с личен и заемен паричен капитал.

Централен изследователски въпрос: Практически аспекти на стратегията „превъртане на имоти“. **Подвъпроси:** 1) Каква е възвръщаемостта на стратегията? 2) Как похватите на оценяването помагат за постигане на финансовите цели? 3) Как подбира имотите, в които да инвестира? 4) Каква е цената на привлечения паричен капитал? 5) Какъв екип е нужен, за да се изпълнява стратегията „превъртане на имоти“?

Посочени са изводите.

3.2. Проучване и методика на изследването

3.2.1. Формиране на извадката в два етапа

Първи етап: подбор на респонденти, които максимално да покриват следните предварително заложиени критерии:

- Професионални брокери или агенти на недвижими имоти, чието основно работно занимание е посредничество при покупко-продажба и наемане на жилищни недвижими имоти в България.
- Брокери или агенти, които са членове на НСНИ (Национално сдружение недвижими имоти).⁴⁷
- Брокери или агенти, регистрирани в Професионалния регистър на брокери или агенти на недвижими имоти.⁴⁸
- Брокери или агенти, които се ползват с добра репутация на пазара.
- Брокери или агенти с повече от 3 години стаж по специалността.
- Брокери или агенти, обслужващи клиенти – инвеститори в недвижими имоти.

Втори етап: формиране на извадката. На този етап са селектирани 150 брокери или агенти на недвижими имоти, които покриват критериите, и анкетата е изпратена. Получени са 87 попълнени анкетни карти.

3.2.2. Подготовка на анкетното проучване

1. Дефиниране на целта:

а) да се добие информация за прилаганите инвестиционни стратегии от брокери, агенти и инвеститори в жилищни имоти; да се установи предполагаема връзка между възвръщаемост и оценяване на имоти, както и да се проучат нагласите им за пазара на жилищни имоти;

⁴⁷ www.nсни.bg

⁴⁸ <https://publicregister.bg/bg/>

2. Дефиниране на конкретна информация, получена като резултат от анкетата, а именно:

а) да се добие информация от професионални брокери и агенти на недвижими имоти за най-широко използваната и за най-рентабилната инвестиционна стратегия на българския пазар;

б) да се проучат очакванията за развитието на пазара на имоти, в частност възможностите и заплахите пред него, възвръщаемостта и др.;

в) да се проучи твърдението, че София е най-предпочитаният град за инвестиции;

г) да се добие информация за нагласите на брокери, агенти и инвеститори относно теми, свързани с процеса по инвестиране в жилищни имоти, в частност – липсата или наличието на стратегия при инвестиране в имоти, използването на експертни оценки и фактори за успешна сделка с жилищни имоти.

3. Провеждане на анкетното проучване, което се състои от следната структура:

а) разпращане на линк към анкетна карта по електронен път към 150 предварително селектирани респонденти;

б) получаване на попълнени анкетни карти, равни на 87 броя;

в) обработване и анализиране на събраната информация.

Въпросите в анкетата са 11 на брой, описани по следния начин:

1. Според Вас кой е най-широкоразпространеният начин в България за инвестиране в жилищни недвижими имоти?

2. Кой начин за инвестиране в недвижими имоти, според Вас, дава най-високата възвръщаемост?

3. В следващите 6-12 месеца очаквам цените на жилищните недвижими имоти в България да се повишават.

4. В следващите 3-5 години очаквам възвръщаемостта на инвестициите в жилищни недвижими имоти в България да се повишава.

5. Считаю София за най-добрия град за инвестиране в жилищни недвижими имоти в България.

6. Моите клиенти имат ясни цели и стратегия при инвестиране в жилищни недвижими имоти.

7. За инвестиционна сделка е задължително използването на експертна оценка за имота, обект на покупката или продажбата.

8. За успешна инвестиция в жилищни имоти най-важно е да разполагаш с необходимите средства, а експертните знания и опит са второстепенни.

9. Коя е най-голямата заплаха за пазара на имоти в България?

10. Ако сте отговорили на въпрос № 9 „Друго“, моля, напишете какво имате предвид:

11. Къде работите?

3.2.3. Провеждане на проучването

Линк към анкетата е изпратен към респондентите чрез различни способи, между които електронна поща и приложения за моментна комуникация (Viber, Facebook messenger). Респондентите са помолени да попълнят анкетата в срок от 14 дни.

3.2.4. Резултати от изследването

След обработване на резултатите от проведеното проучване сред професионални брокери и агенти на недвижими имоти са установени резултати, **подробно визуализирани и изложени във втори параграф на трета глава.**

Анализирани са данни с цел установяване на СОВ (средна обща възвръщаемост) на жилищни имоти в гр. София. Според данни на НСИ⁴⁹ за 2020 г. ръстът на **капиталовата стойност** на жилищата в София е 8,6% (табл. 3.1). За установяване на доходността от наем са анализирани и нанесени в таблица най-предпочитаните видове имоти: едностаини, двустаини и тристаини апартаменти в 97 софийски квартала. Данните обхващат средните **офертни** цени на видовете имоти за продажба и наем, както и осреднените им цени за всеки квартал (таб. 3.2). След калкулация на може да се приеме, че **средната брутна доходност от наем в гр. София е 4,57%. Извод:** средната обща възвръщаемост на инвестиционната стратегия „купи и задръж“ в жилищни имоти в София е **13,17%**. За целите на изследването тя се приема за 13% и ще послужи за референтна стойност.

Във връзка с проведения анализ на средните за София цени за покупка и наем на база данни от www.imot.bg⁵⁰ се прибавя още една колона към таблицата, а именно „брутен наемнен множител“ (**БНМ**) (вж. таблица 3.3 по-долу).

БНМ дава възможност да се установи броят на brutните месечни наеми, с които може да се „откупи“ жилището⁵¹.

Формулата за неговото изчисление е:

БНМ = Покупна цена на жилищен имот/брутен месечен наем

Методът на БНМ, който е част от приходния подход при оценяването на недвижими имоти⁵², е ефективен инструмент за оценка на brutната доход-

⁴⁹ <https://www.nsi.bg/bg/content/3157/ицж-за-шестте-града-в-българия-с-население-над-120-000-жители-съответното-тримесечие-на>

⁵⁰ <https://www.imot.bg/pgi/imot.cgi?act=14>

⁵¹ Ratterman, M. Considerations in Gross Rent Multiplier, The Appraisal Journal, vol. 74, iss. 3, Chicago, 2006, p. 226-231.

ност от наем, която е елемент на ОВ. **По-ниските стойности на БНМ означават по-кратък срок за „откупване“ на инвестиционен имот или по-висока брутна доходност от наем.** За София средният БНМ е 262. В табл. 3.3 е видно кои са софийските квартали с най-добри показатели за „откупване“, респективно с най-голям шанс за максимална брутна доходност.

Интересен е въпросът дали анкетата не може да се използва като основа за по-сложни и неявни на пръв поглед изводи. Отчитайки, че въпросите са извлечени от дълбочинните интервюта на професионалисти с висока квалификация, не е изключено формулировката им да отразява по-абстрактни взаимозависимости. Обикновено сложни понятия, като например ценности (които лежат в основата на всички предпочитания, включително и към имоти), не могат да се откриват с директни въпроси от типа „Честен ли сте?“ Това налага изследователят да разработи и тества набор от основни характеристики, адекватно описващи честността – в изследванията се наричат айтеми (елементарни изходни понятия, които описват сложната абстрактна концепция и не могат да се разложат на по-малки и по-конкретни съставни части). В описаните случаи в статистиката се прилага процедурата за факторен анализ.⁵³ Тя позволява изследователят да оцени доколко неговите допускания в действителност се споделят от респондентите. Дава се възможност и за експериментална проверка дали в отговорите на конкретни въпроси не се съдържат и по-дълбоки, и по-абстрактни схващания и убеждения.

3.3. „Покупка, подобрения, продажба – 3П“ – инвестиционна стратегия за повишаване на възвръщаемостта от инвестиции в имоти в България

Необходимо е да се предложи пояснение на стратегията „превъртане на имоти“, тъй като тя съществува в различни версии. Тази инвеститорска политика може да бъде прилагана поне в два варианта. Първият е спекулативна покупка на имот под пазарна стойност от мотивиран продавач с цел препродажба, след определен период и без извършване на строително-ремонтни дейности. Вторият вариант е покупка на инвестиционен имот при същите условия и с цел препродажба, след предварително планиран период, през който се извършват строително-ремонтни дейности. Разликите между двата варианта са значими, като основните са, че чрез втория:

- се придава реална и добавена стойност на конкретен имот;
- се оказва положително влияние на заобикалящата среда;

⁵² Български стандарти за оценяване, Камера на независимите оценители в България, 2018, стр. 106.

⁵³ Stephanie Glen. "Factor Analysis: Easy Definition" From StatisticsHowTo.com: Elementary Statistics for the rest of us! <https://www.statisticshowto.com/factor-analysis/>

- се спомага повишаването на ликвидността на пазара;
- се осигурява високо търсен от пазара продукт, а именно ремонтирано и готово за насяне жилище.

За целите на това изследване и във връзка с горното авторът предлага нов термин, който да замести „превъртане на имоти“, а именно **„покупка, подобреня, продажба“** (ЗП). Счита се, че трактовката описва по-добре същността и значимостта на тази инвестиционна стратегия и внася допълнителна яснота. Флипър, конкретния случай и за целите на този труд означава инвеститор, капиталовложител или лице, изпълняващо стратегията ЗП.

В този труд се счита, че стратегията „превъртане на имоти“, базирана на формулиран процес, тествани практики и доказана теория, може да осигури по-висока от средната за страната възвръщаемост на инвестицията. За да се докаже или отхвърли подобно твърдение, е наложително стратегията да се апробира в български условия. Преди да се пристъпи към реален тест, е важно да се анализират данните от най-големия пазар на недвижими имоти, прилагащ подобна политика, а именно този в САЩ. Те ще предоставят нова информация, която да внесе подробности за възвръщаемостта от подобна инвестиционна стратегия. Поради липсата на подобни официални данни от европейски държави, институции или компании ще бъдат анализирани само американски източници.

Стратегията „ЗП“ може да бъде изключително доходна, в случай че следва ясна бизнес логика и процедури. Депкен и Холанс⁵⁴ изчисляват, че в пика на пазарен бум инвеститорите може да постигнат до 60% годишна възвръщаемост. Регулярните тримесечни доклади и анализи на ATTOM Data Solutions⁵⁵, основен доставчик на данни за пазара на недвижими имоти в САЩ, разкриват конкретни измерения за финансовите параметри на стратегията. Брутна печалба⁵⁶ на типична сделка в национален мащаб за трето тримесечие на 2020 г. е 73 766 дол. За сравнение със същият период на 2019 г. сумата възлиза на 61 800 дол.

За да се съпостави общата възвръщаемост на инвестиционните стратегии „купи и задръж“ и ЗП в САЩ, е удачно да се анализират местните данни от „купи и задръж“. US Census Bureau (USCB – американски еквивалент на НСИ) отчитат брутна годишна доходност от наем на жилищни имоти в САЩ

⁵⁴ Depken, C., H. Hollans. An Empirical Analysis of Residential Property Flipping, The Journal of Real Estate Finance and Economics 39(3):248-263, July 2009, p. 18, DOI: 10.1007/s11146-009-9181-3

⁵⁵ www.attomdata.com

⁵⁶ <https://www.attomdata.com/news/market-trends/flipping/attom-data-solutions-q3-2020-u-s-home-flipping-report/#>

в размер на 4,71%⁵⁷ за 2020 г. Средната цена на жилище в САЩ според Националната асоциация на брокерите на имоти се е увеличила с 15% за 2020 г. спрямо 2019 г.⁵⁸. Калкулацията на посочените данни посочва почти **20% обща възвръщаемост** за инвеститори на американския пазар, избрали стратегията „купи и задръж“.

От посочените по-горе данни за дейността на флипърите е видно, че ЗП има потенциала да предложи **по-висока възвръщаемост** спрямо стратегията „купи и задръж“ (изводът е валиден за територията на САЩ).

3.4. Аprobация на инвестиционна стратегия „покупка, подобрения, продажба (ЗП)“

В този параграф е разгледан детайлно пример (с реални данни) за прилагане на инвестиционната стратегия ЗП и нейната компонентна структура, за да се демонстрира моделът на инвестиционен процес, който да осигури по-висока възвръщаемост чрез похватите на оценяването в сравнение с най-често прилаганата в България политика на „купи и задръж“. Създаден е авторски модел, който е обозначен като **формуляр за финансов анализ. Той съдържа:**

- Базови данни за предложението: град, квартал, вид имот, офертна цена, конструкция.
- ЕПЦ (евентуална продажна цена). Тя се основава на предполагаемата бъдеща стойност на актива след ремонтните дейности и с взети под внимание тенденции на пазара на имоти. За целите на дисертацията ще бъде обозначавана и с термина „**стойност след подобрения**“. Изготвя се от оценител или професионален брокер.
- Разходи. При инвестицията са формулирани 5 вида разходи по: покупка, владееене, ремонт, финансиране, продажба.
- Минимална печалба. Минималната сума, на която трябва да се равнява brutната печалба (преди данъци) от обекта. Тя може да бъде процент от разходите или фиксирана сума. Може да се въведе ръчно или да се калкулира автоматично като процент от поле „необходим капитал“.
- МОЦ (максимална офертна цена).
- Необходим капитал. Сумата нужна за осъществяване на проекта с всички включени разходи.

Анализът на приложената инвестиционна стратегия „Покупка, подобрения и продажба“ е обобщен така:

⁵⁷ <https://propstats.net/2020/02/22/us-rental-yield-map/>

⁵⁸ <https://www.nar.realtor/blogs/economists-outlook/home-prices-a-closer-look-at-local-trends>

Целта на инвеститора е постигната. Вложението генерира **14% възвръщаемост на инвестицията, или 28% годишно**. Максималният срок от **6 месеца за инвестиционен цикъл е спазен**, което позволява използването на капитала за следващ обект и постигане на годишните цели на инвеститора.

По време на и след изпълнение на инвестиционната стратегия ЗП са анализирани всички компоненти на структурата, за да се установи разликата между планираните и изпълнените дейности. Констатирани са слаби страни, които са отразени в анализа на инвеститора. Направени са корекции за следващите проекти.

Резултатът от апробацията дава основание да се твърди, че формулираната хипотеза на дисертацията е доказана.

Предложени са следните препоръки

1. Инвестициите в жилищни недвижими имоти представляват много добра защита срещу инфлацията и към момента (първо тримесечие на 2021 г.) осигуряват двуцифрена възвръщаемост в проценти спрямо вложените средства. Съществуват редица рискове пред инвеститорите, които може да повлияят негативно на крайните резултати. За да се избегне загуба или неоползотворяване на пълния потенциал на този клас активи, се препоръчва повишаване на знанията и информираността, финансовата и инвестиционната култура на участниците в процеса, както и наемането на опитни професионалисти за различните етапи и фази на инвестиционния процес.

2. Данъчни облекчения и стимули за инвеститори в недвижими имоти в България липсват. Наличието им би било предпоставка за повишаване на инвестиционната активност в страната. Желан ефект също би бил пренасочване на част от спестяванията на домакинствата от банкови депозити (61 млрд. лв. към 12.2020 г.) към инвестиционни имоти, като по този начин средствата ще се вляят в реалната икономика и ще допринесат за подобряване на икономическите показатели. Допълнителни стимули за инвеститори, подобни на щатските „1031 exchange“ и държавните гаранции за заеми (анализирани детайлно в първа глава), трябва да бъдат разгледани като възможност от законодателната власт и техни еквиваленти да бъдат въведени в България.

3. Липсващата официална статистика за цените на сделките в България, както и вторични данни като: квартал, вид имот, квадратура, етаж, състояние, изложение и др., е сериозен проблем за участниците на пазара на недвижими имоти в страната. Купувачи, продавачи, инвеститори, наематели, наемодатели, оценители, брокери, кредитни консултанти, банки, държавни и общински структури и др. ще имат много по-ясна представа за стойността на имотите, а оттам ще бъдат много по-прецизни в дейността си, ако се създаде

и поддържа подробна статистика от страна на държавна или частна организация.

4. С напредването на дигитализацията и приближаването към цифровото бъдеще участниците на пазар „имоти“ в България трябва да излизат постепенно от аналоговото минало. Създаването на автоматизирани модели за оценка (АМО), с данни от широкомащабна официална статистика за сделките с имоти ще подобрят ефективността и скоростта на работа на оценителите и брокери. Достъпността до нови технологични инструменти ще улесни финансовия анализ на инвеститорите и ще спомогне за по-точно определяне на инвестиционна стойност. В такъв случай ще бъде възможно изчисляването на възвръщаемостта от конкретен имот, което би било безценен инструмент за инвеститорската общност в България.

5. Изграждането на подробен български вариант на **MLS** ще събере ценна информация за офертите и продадените/отдадените имоти. Наличието на досие на всеки имот, което съдържа важни за определяне на стойността му исторически и технически данни, ще бъде голяма крачка към по-прозрачен и предвидим пазар на имоти. Колкото по-лесна за разбиране е една материя, толкова повече внимание би предизвикала тя. Във връзка с това решаването на належащи проблеми на пазара би привлякло повече капитали и участници.

6. Активното и пасивното инвестиране са два тотално различни подхода. Често начинаещите вложители очакват резултатите на активното инвестиране посредством ангажиментите, характерни за пасивното инвестиране. Тази грешна представа отваря осезаема разлика между очаквания и реалност. Всеки инвеститор трябва предварително да определи целите и възможностите си, за да е наясно с преимуществата и недостатъците на двата подхода.

7. В дисертацията се посочва връзката между оценяването на недвижими имоти и възвръщаемостта. Препоръчва се изготвяне на експертен доклад за оценка на инвестиционен жилищен имот преди всяка покупка и преди продажба/наем. Боравенето с настоящи и бъдещи пазарни стойности е основен момент при постигането на максимална възвръщаемост от конкретна инвестиция. Липсата на актуална към пазарните условия оценка може да повлияе негативно на печалбата.

8. За да се оползотвори пълният потенциал на инвестицията в жилищен имот и да се постигне най-добро използване на финансовия ресурс, е необходимо покупката, продажбата и наемът да се разглеждат като стратегически инвестиционен процес, а не като еднократни актове без цялостна стратегия.

9. Препоръчва се обстойно предварително проучване на целия инвестиционен процес, за да се определят адекватно нужните времеви, човешки и парични ресурси, необходими за успешно изпълнение на стратегията. Множество инвеститори навлизат в темата неподготвени и впоследствие осъзна-

ват важността на предварителната подготовка. Последващият отказ от инвестирането е загуба на енергия и ресурси и вреди на публичния му имидж.

10. Инвестирането в жилищни имоти е комплексен процес и изисква знания, опит и критично мислене. За да бъде успешен процесът, той трябва да бъде изпълнен от професионалисти с добра репутация и доказани резултати. Важно е да се подчертае първостепенната роля на специалистите в инвестиционния процес и нуждата от правилната им селекция. Всеки инвеститор в имоти трябва да изгради екип от професионалисти предварително, за да може заедно с тях да планира и изпълни процеса ефективно, постигайки предварително заложените финансови и нефинансови цели.

11. Препоръчва се инвеститорите да направят предварителен анализ на ОВ по областни градове или населени места, за да се определят алтернативи за инвестиции на София. При постоянно покачващи се цени на продажбите и спадаща доходност от наем жилищата в столицата ще достигнат прага си на достъпност и инвестиционна атрактивност. Последващата корекция на цените ще доведе до спад на възвръщаемостта, която може да бъде избегната с разумно диверсифициране на портфолиото от имоти в други населени места или категории имоти.

12. Нужно е дълбочинно познаване на КИП (ключови индикатори на продуктивност) от страна на инвеститора. Тяхната предварителна селекция и използване са незаменими маркери през етапите и навигатор за постигане на предварително поставените финансови цели. Без тях не може да се определи ефикасността на инвестицията, а оттам не може да се спази един от основните принципи в икономиката, а именно: най-доброто и ефективно използване на паричния капитал.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

През последните 10 години пазарът на недвижими имоти в София и България претърпя значителни промени, преминавайки през различни фази от икономическия си цикъл. Изменения настъпиха и в обема, и в поведението на инвеститорите в жилищни имоти. Пазарът предложи атрактивна доходност от наеми и повишаваща се капиталова стойност на активите, което стимулира скоростното навлизане на нови участници. Редица глобални, национални и регионални икономически, социални, демографски, политически, географски и здравни фактори оказаха съществено влияние върху разнообразието и активността на капиталовложителите, нивата на търсене и предлагане, цените на недвижимите имоти и възвръщаемостта от инвестициите в тях.

Нарасналият мащаб на инвестиционната дейност и притокът на значителни по обем капитали доведоха до рекордни нива на сделките (като брой и цени), което деформира части на пазара и предизвика полемики относно появата на „балон“ в стойностите на апартаментите. Този процес повдигна множество въпроси с особена важност относно подготовката на участниците, техните цели и финансовите резултати от инвестициите им. Инвестирането в имоти се трансформира от доходноосен, нишов бизнес на подготвени предприемачи в масово явление на купуване на жилища от некомпетентни лица, предимно с цел защита от инфлация и често лишено от предварително поставени цели, план и експертиза. Очаквано ефектът се изрази в намаляваща обща възвръщаемост и неоползотворен потенциал на инвестициите в имоти.

Дисертационният труд е посветен на сравнително слабо разработена тема в специализираната българска литература – повишаване на възвръщаемостта от инвестиции в имоти през призмата на оценяването. Същевременно темата е актуална и значима, което предизвика желанието на автора да проучи и анализира световната литература, да разработи методика за повишаване на общата възвръщаемост, да направи емпирични изследвания и да апробира предложената стратегия с цел доказване на нейната ефективност.

В дисертационния труд са разгледани, анализирани и систематизирани основни теоретично-методологически аспекти на недвижимите имоти, инвестициите в тях и оценяването. Разширени са наложените се в нашата литература схващания за недвижимата собственост със заимстван опит от развити икономики по примера на САЩ за възможности за въздействие върху пазара на недвижими имоти чрез публични стимули за повишаване на инвестиционната активност. Специално внимание е посветено на логическата връзка между оценяването на недвижими имоти и възвръщаемостта на ин-

вестициите в жилищни обекти. Изведени са основни понятия, като „обща възвръщаемост“ и „инвестиционна стойност“. Посредством теоретичен анализ на инвестирането и оценяването на недвижими имоти е преобразувана концепцията за инвестиционна стойност в авторските понятия МОЦ и МПЦ. Детайлно е проучена значимостта на инвестициите в недвижими имоти в глобален аспект и са посочени актуални статистически данни. Направени са изводи и препоръки, свързани с теорията и възможностите за внедряването ѝ в практиката.

Основната задача е решена, след като са систематизирани действията на инвеститорите за постигане на инвестиционните цели като цялостен координиран процес, т.е. като процес със стратегически характер. На базата на специфичните цели на инвеститорите стратегическото планиране е приложено към инвестициите. Чрез използване на утвърдени инструменти, като SWOT анализа, модела за целеполагане SMART и др., е разработен подход за координиране на инвестиционните действия. Въведено е понятието „инвестиционен процес“, изследвани са 4-те му етапа. Чрез анализ на специализираната литература и проучването на добри бизнес практики в страната и в чужбина е формулирано понятието „инвестиционна стратегия“. Изведени са основните типове инвестиционни стратегии при недвижимите имоти и са разгледани техните ключови индикатори за представяне (КИП), както и конкретни инструменти за изчисляване на възвръщаемост и други значими показатели. Предложено е графично представяне на градивните компоненти на инвестиционната стратегия, като в детайли е анализирана структурата ѝ. Избрана е инвестиционна стратегия с оптимална възвръщаемост, която да послужи за доказване на хипотезата на труда – **покупка, подобрения, продажба (ЗП)**.

Във финалната глава дисертацията е фокусирана върху проведените в съответствие с поставените научноизследователски задачи емпирични проучвания, резултатите и изводите от тях. На основата на дълбочинни интервюта и анкета сред професионални брокери и агенти на недвижими имоти е изяснено коя е най-разпространената стратегия за инвестиции в жилищни имоти („купи и задръж“), за да се приеме като основа за оценка на алтернативни стратегии. Анализирани са характеристиките на избраната стратегия „покупка, подобрения, продажба“ (ЗП). Разработена е авторска методика за повишаване на възвръщаемостта на инвестициите в жилищни имоти, чиито главни части са структурата на компонентите на инвестиционната стратегия и на формуляра за финансов анализ. Компонентите на инвестиционната стратегия са посочени като двадесет на брой, като тяхната цел е да отразят всички необходими предпоставки за реализацията ѝ. Формулярът за финансов анализ конкретизира връзката между оценяването на недвижимите имоти и повишаването на възвръщаемостта. В неговото съдържание са включени: бъдещата пазарна стойност на имота след подобренията (с отчитане на

пазарните тенденции); разходите за покупка, владеење, ремонт, финансирање и продажба; минималната брутна печалба (над средната годишна възвръщаемост за страната); необходимият капитал; максималната офертна цена.

Авторската методика е апробирана и резултатите ѝ са сравнени с избраната за основа за оценка инвестиционна стратегия. Крайният резултат от изследването потвърди, че предложеният подход осигурява **по-висока обща възвръщаемост** в сравнение с референтната стратегия. От това може да се направи изводът, че подходът в дисертационния труд е приложим и **повишава значително възвръщаемостта на инвестициите в жилищни имоти чрез оценяването на недвижими имоти.**

Дисертацията завършва с препоръки относно начините за повишаване на общата възвръщаемост на инвестициите в жилищни имоти, които значително биха повишили финансовите резултати на инвеститорите в България.

Резултатът от апробацията доказва формулираната в този дисертационен труд хипотеза.

Тезата на дисертацията е защитена, целта е постигната, а задачите - решени.

В бъдещи разработки авторът си поставя за цел да анализира по-задълбочено влиянието на оценяването на недвижими имоти, по-специално на автоматизираните модели за оценка (АМО) и липсата на подробни данни от реално сключените сделки върху възвръщаемостта на инвестициите в жилищни имоти, както и да продължи работата си върху усъвършенстване на инвестиционния процес с цел постигане на по-добри финансови резултати.

Въз основа на анализирания български и чуждестранни литературни източници, добрите бизнес практики в страна и чужбина, резултатите от проведените експериментални изследвания и апробацията на предложения подход са формулирани предложения за създаване и управление на инвестиционния процес, както и повишаване на възвръщаемостта от инвестиции в жилищни имоти. Предложените препоръки насочват вниманието на инвеститорите към възможностите за превенция и към решаването на най-често срещаните казуси в инвестиционния процес, както и на варианти за постигане на пълния потенциал на недвижимите имоти като инвестиционен клас активи.

IV. СПРАВКА НА ПРИНОСИТЕ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Разширени са наложилите се в нашата литература схващания за недвижимата собственост със заимстван опит от развити икономики по примера на САЩ за възможностите за въздействие върху пазара на недвижими имоти чрез публични стимули за повишаване на инвестиционната активност.

2. На основата на теоретичен анализ на инвестирането и оценяването на недвижими имоти е преобразувана концепцията за инвестиционна стойност в авторските понятия Максимална Офертна Цена (МОЦ) и Минимална Продажна Цена (МПЦ). Това позволява проследяването на логическата връзка между оценяването на недвижимите имоти и повишаването на възвръщаемостта на инвестициите.

3. Посредством анализ на специфичните цели на инвеститорите стратегическото планиране е приложено към инвестициите. Чрез използване на утвърдени инструменти, като SWOT анализ, модела за целеполагане SMART и др., е разработен подход за координиране на инвестиционните действия.

4. На основата на анализ на специализираната литература и проучването на добри бизнес практики в страната и в чужбина е формулирано понятието „инвестиционна стратегия“. Изведени са основните типове инвестиционни стратегии при недвижимите имоти и са разгледани техните ключови индикатори за представяне (КИП), както и конкретни инструменти за изчисляване на възвръщаемост и други значими показатели.

5. Разработена е авторска методика за повишаване на възвръщаемостта на инвестициите в жилищни имоти, чиито главни части са структурата на компонентите на инвестиционната стратегия и формулярът за финансов анализ. Компонентите на инвестиционната стратегия са двадесет на брой и отразяват всички необходими предпоставки за реализацията ѝ. Формулярът за финансов анализ конкретизира връзката между оценяването на недвижимите имоти и повишаването на възвръщаемостта. Включва бъдещата пазарна стойност на имота след подобренията (с отчитане на пазарните тенденции); разходите за покупка, владееене, ремонт, финансиране и продажба; минималната брутна печалба (над средната годишна възвръщаемост за страната); необходимия капитал; максималната офертна цена.

6. Проведено е емпирично изследване, състоящо се от дълбочинни интервюта и последващо анкетно проучване. На основата на резултатите от изследването е апробирана авторска методика за повишаване на възвръщаемостта на инвестициите чрез оценяването на недвижими имоти и е доказана нейната приложимост.

7. Формулирани са препоръки за повишаване на възвръщаемостта на инвестициите в жилищни имоти в България, чието прилагане води до постигане на обща възвръщаемост, значително по-висока от средната годишна за страната.

V. СПИСЪК НА ПУБЛИКАЦИИТЕ СВЪРЗАНИ С ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Доклад на тема „Имиджът на брокера в България и възможности за положителната му промяна.“ Международна научнопрактическа конференция „Управление на недвижимата собственост“, организирана на 17.10.2015 г. от катедра „Недвижима собственост“, УНСС. Докладът е публикуван в сборник от конференцията и е издаден от Издателски комплекс – УНСС, 2016.

2. Доклад на тема „Стимули за инвестиране в недвижими имоти“ по време на Трети национален научен форум „Бизнесът в XXI век“, организиран на 15.12.2020 г. от Бизнес факултета на УНСС. Докладът е публикуван в електронен сборник от форума и е издаден от Издателски комплекс – УНСС, ISBN 978-619-232-431-5.

3. Участие в университетски проект НИД НИ-17/2017 (2017 – 2019 г.) „България и Евразийски икономически съюз – възможности за сътрудничество“ с научен ръководител доц. д-р Георги Забунов. Резултатите от проекта се публикуват в колективна монография „България и Евразийски икономически съюз – възможности за сътрудничество“ с автори Забунов, Г. и колектив (под печат). В съавторство Калчев, Щ. и Г. Янков, автори на обособения параграф 5.2. „Руските граждани – потенциални индивидуални инвеститори у нас“ от пета глава (тенденции в отношенията България – ЕАИС) на монографията, с. 231 – 245.