

ROLUL INVESTIȚIILOR ÎN PROPRIETĂȚI IMOBILIARE INTERNAȚIONALE ÎN CADRUL UNUI PORTOFOLIU MIXT DE ACTIVE

Lect. dr. Cristian STANCIU
Lect. dr. Laura GIURCĂ VASILESCU
Universitatea din Craiova

Abstract: *Even though international property accounts for 37 per cent of the total world investable wealth, the potential role and benefits of international property in a mixed asset portfolio has received little attention in recent years. This is due primarily to the limited, valuation-based performance indices which are available for international property. Similarly, while a large amount of information is available concerning the general financial decision-making process and criteria for property investment, limited information is available concerning international property investment and financial strategies, and property finance decision-making processes.*

1. Introducere

Creșterea, integrarea și dereglementarea piețelor financiare mondiale, precum și schimbările intervenite la nivelul relațiilor politice internaționale și politicilor economice au avut drept efect o creștere a oportunităților de investiții la nivel global. De exemplu, în 1991, din cele 7.000 de miliarde USD aparținând fondurilor de pensii la nivel global, 7% au fost investite în exteriorul țării de origine. Fondurile de pensii din SUA și Marea Britanie au investit 4% respectiv 25% în exterior. Este de așteptat ca nivelul investițiilor străine efectuate de către fondurile de pensii să crească în mod considerabil în viitor. Creșterea oportunităților de investiții la nivel global a generat și o serie de provocări de natură financiară, în special legate de expunerea la riscul valutar. În ceea ce privește acțiunile și obligațiunile, există suficiente informații din ultimii 30 de ani care demonstrează că investițiile internaționale oferă avantajul reducerii riscului (prin diversificare) și îmbunătățește performanțele portofoliilor. Chiar dacă proprietățile internaționale ocupă aproximativ 37% din totalul investițiilor la nivel mondial, rolul și beneficiile

potențiale ale proprietăților internaționale în cadrul unui portofoliu mixt de active financiare au primit o slabă atenție în ultimii ani. Acest fenomen se datorează, în primul rând, accesului limitat la indici care să cuantifice pe baze valorice performanțele proprietăților internaționale. În mod similar, în timp ce o cantitate mare de informații referitoare la procesul decizional și criteriile de alocare a investițiilor în proprietăți este disponibilă, informații limitate sunt disponibile cu privire la investițiile în proprietăți internaționale, strategiile financiare utilizate și procesul decizional de finanțare a proprietăților internaționale.

Studiile referitoare la rolul investițiilor în proprietăți internaționale în cadrul unui portofoliu de active financiare au demonstrat beneficii semnificative din punct de vedere al diversificării în comparație cu alte tipuri de investiții (fonduri de investiții real-estate și obligațiuni internaționale), dar și o mai mare volatilitate. Pentru investițiile în proprietăți din SUA, efectuate de către investitori japonezi sau britanici, s-a demonstrat că ele nu au îmbunătățit performanțele portofoliilor. Acest fenomen s-a datorat faptului că asupra performanțelor portofoliilor grevează factori precum volatilitatea cursului de

schimb, impactul îndatorării interne și utilizarea (sau neutilizarea) opțiunilor în administrarea riscului valutar. Studii referitoare la investitorii instituționali au demonstrat că motivul principal al deciziei de a investi în proprietăți internaționale este legat de procesul de diversificare, Sweeney demonstrând potențialele beneficii ale diversificării prin includerea de proprietăți europene în cadrul unui portofoliu internațional.

În domeniul investițiilor în proprietăți internaționale, majoritatea studiilor s-au concentrate pe:

- analiza unor tipare în investițiile în proprietăți efectuate de către grupuri specifice în anumite țări; sau
- analiza istorică a performanțelor rezultate din includerea proprietăților internaționale în portofoliile de active financiare, analiză referitoare la reducerea riscului și beneficiile rezultate din diversificarea portofoliilor.

2. Status-ul investițiilor în proprietăți internaționale

Printre factorii majori care au contribuit la creșterea interesului investitorilor străini pentru investițiile în proprietățile internaționale putem enumera:

- ratele de schimb favorabile;
- lipsa, la nivel local, a oportunităților de investiții în proprietăți;
- diferențialul ratei dobânzii;
- lichiditatea crescută a piețelor imobiliare externe;
- nivelul taxelor;
- mai puține restricții privind dreptul de proprietate;
- diversificarea politică;
- diversificarea economică;
- condițiile de arbitraj pe piețe comparabile;
- percepția avantajului comparativ;
- creșterea substanțială a fondurilor de investiții disponibile;
- schimbările intervenite în politica investițională;
- stabilitatea mediului investițional;
- economii puternice;

- îmbunătățirea comunicațiilor la nivel global;
- informații de piață mai bune;
- acces la capital;
- o mai mare varietate a oportunităților de investiție.

Creșterea investițiilor în proprietăți internaționale va continua să fie una din componentele importante ale strategiilor investitorilor instituționali, pe măsură ce participanții pe piață se familiarizează cu oportunitățile de investiții disponibile pe piețele imobiliare externe și pe măsură ce eficiența informațională a acestor piețe se îmbunătățește. Acest fenomen va genera și modificări cu privire la finanțarea achizițiilor de proprietăți și cu privire la analiza riscului efectiv generat de investițiile în proprietăți.

3. Metodele aplicate în cadrul studiului și profilul respondenților

Un studiu menit să obțină informații cu privire la investițiile și procesul decizional în cazul oportunităților de investiții în proprietăți internaționale a fost publicat recent. Studiul analizează problemele cheie referitoare la investițiile în proprietăți internaționale și finanțarea acestora, inclusiv::

- strategiile de investiții în proprietăți internaționale;
- controlul riscului valutar;
- motivațiile ce stau la baza achizițiilor de proprietăți internaționale;
- problemele generate de investițiile în proprietăți internaționale;
- cele mai avantajoase forme de vehicule investiționale pentru investițiile externe;
- planuri de viitor în domeniul investițiilor în proprietăți internaționale.

Respondenții studiului dispuneau de 36 miliarde \$ investiți în proprietăți, dintr-un total de 158 miliarde \$. Principalii respondenți la studiu au fost companiile de asigurări (35%), fondurile de pensii (20%), dezvoltatorii imobiliari (15%), bănci (10%) și fonduri de investiții (10%).

Strategiile aplicate de către respondenți în cadrul investițiilor în proprietăți internaționale se concretizează în:

- strategia activă de investiții în proprietăți internaționale (30%);
- strategia pasivă de investiții în proprietăți internaționale (25%);
- la momentul actual construiesc o strategie de investiții în proprietăți internaționale (15%);
- nu iau în calcul investiții în proprietăți internaționale (30%).

4. Rezultate și interpretări

Investiții în proprietăți internaționale

Pentru respondenții care efectuaseră investiții în proprietăți internaționale, nivelul mediu al acestora era de 9% din portofoliul total, la nivelul portofoliilor individuale nivelul variind între 1% și 20%.

Tipurile de proprietate preferat de către investitorii în proprietăți internaționale au fost spațiile de birouri (70%), retail (50%) și cele industriale (40%). Doar 20% dintre investitori au indicat că organizația lor stabilise un anumit procent din portofoliul propriu ce trebuia atins prin investiții în proprietăți internaționale.

Cadrul decizional

Respondenții în cadrul studiului au fost rugați să clasifice cadrul decizional care este utilizat pentru luarea deciziei de investiție în proprietăți internaționale. Stilurile de management utilizate au fost:

- *abordarea top-down*: unde decizia de investiții este una strategică, utilizată pentru a adăuga proprietăți internaționale în portofoliu, decizie urmată de studiul oportunităților de investiții conform unui target de alocare între diferite țări.
- *Abordarea bottom-up*: unde oportunitățile de investiții sunt analizate de investitori și numai după ce se ajunge la concluzia că investiția îndeplinește o serie de obiective și criterii cu privire la

risc și rentabilitate, este luată în calcul posibilitatea de a investi.

Majoritatea respondenților (67%) au utilizat o combinație a stilurilor descrise mai sus, iar 22% au utilizat abordarea top-down, în prima etapă determinând dacă este necesară investiția în proprietăți internaționale și în a doua etapă identificând posibilele investiții.

Cel mai comun răspuns referitor la perioada de menținere în portofoliu a unei proprietăți internaționale a fost între șase și zece ani, o perioadă similară cu cea utilizată pentru investițiile naționale. Un număr semnificativ de investitori au considerat că o perioadă de deținere mai mare (de peste 20 de ani) este necesară și dorită.

Vehicule investiționale pentru proprietăți

Referitor la cea mai bună soluție cu privire la vehiculele investiționale ce pot fi utilizate pentru a investi în proprietăți internaționale, respondenții au răspuns următoarele::

- joint venture cu companii dezvoltatoare de proiecte imobiliare (74%);
- companii deținute 100 % de investitor (58%);
- listarea la bursă de companii (fonduri de investiții) ce au drept target achiziția de proprietăți internaționale (42%);
- joint venture cu alți investitori instituționali locali (equity)(37%);
- listarea la bursă a unor companii dezvoltatoare de proiecte imobiliare (32%).

Aceste rezultate reflectă dorința investitorilor de a folosi experți locali ai pieței imobiliare, de păstra managementul și controlul financiar și de utiliza o politică de management activ al investițiilor în proprietăți internaționale. Dorința de a avea un grad de lichiditate crescut (și prin acesta, o mai bună administrare a riscului) rezultă și din politica aplicată de investitori de a lista la bursă fonduri de investiții locale ce au

drept target achiziția de proprietăți internaționale.

Factori motivanți pentru investițiile în proprietăți internaționale

Pentru a determina motivele pentru care proprietățile internaționale au fost incluse într-un portofoliu investițional, respondenții au indicat factorii care au stat la baza includerii proprietăților internaționale în propriul portofoliu. Cel mai important motiv pare să fie diversificarea portofoliului (92 % l-au indicat ca fiind cel mai important factor), iar dintre alți factori cheie putem enumera:

- randamente mai bune decât activele de pe piețele interne (31%);
- motive economice/de afaceri (31%);
- risc scăzut (15 %);
- lipsa oportunităților de pe piețele financiare locale (15%);
- dorința de a reinvesti veniturile obținute pe piețele financiare locale (15%);
- motive politice (15%);
- rate ale dobânzii scăzute (8%).

Pentru a determina motivul pentru care respondenții iau în considerare proprietățile internaționale, li s-a cerut respondenților să indice, în ordinea importanței, motivele pentru care au adăugat în propriile portofolii proprietățile internaționale. În ordinea descrescătoare a importanței, motivațiile par să fie următoarele:

- beneficiile diversificării datorate comportamentului diferențiat al piețelor imobiliare (88% au clasificat această motivație ca fiind "importantă" sau "foarte importantă");
- beneficiile diversificării datorate mediului economic și politic diferit (83%);
- asigurarea echilibrului între investiții și surse de finanțare (57%);
- așteptările privind menținerea la un nivel stabil al ratelor de schimb valutar (50%);
- lipsa oportunităților de investiții locale (44%).

Aceste răspunsuri indică faptul că investitorii în proprietăți internaționale cunosc avantajele diversificării prin aplicarea unor strategii de investiții la nivel internațional, dar nu cunosc foarte bine alte probleme financiare sau investiționale implicate de investițiile în proprietățile internaționale.

Problemele asociate cu investițiile în proprietățile internaționale

Respondenții au determinat stabilirea unei liste de potențiale probleme asociate cu investițiile internaționale. În ordinea descrescătoare a importanței, aceste potențiale probleme par a fi:

- nesiguranța crescută cauzată de fluctuațiile cursurilor valutare (89% au clasificat această problemă ca fiind "importantă" sau "foarte importantă");
- managementul operațional al proprietății (78%);
- identificarea oportunităților de achiziție a proprietăților internaționale (77%);
- regimul fiscal diferit (72%);
- nesiguranța crescută cauzată de factori politici (72%);
- posibilele neînțelegeri ce pot lua naștere datorită dificultăților de adaptare la cultură/limbă (55%);
- lipsa expertizei locale (50%);
- costuri de tranzacționare crescute (50%).

Problemele legate de riscul valutar au fost văzute ca fiind foarte importante, urmate de managementul operațional al proprietății și de identificarea oportunităților de achiziție a proprietăților. Ordinea problemelor determinată mai sus indică faptul că respondenții sunt preocupați de consecințele financiare și administrative atunci când aleg să investească în proprietăți internaționale.

Motivul pentru care riscul valutar a devenit o problemă stringentă se datorează volatilității crescute înregistrată în ultimii ani pe piețele valutare

Riscul valutar

Pentru a administra eficient riscul valutar, 80% din respondenți au organizate proceduri financiare standardizate. Pentru aceste organizații, tehnicile cele mai folosite pentru controlul riscului valutar sunt:

- utilizarea contractelor futures/options pe valută (56%);
- utilizarea finanțărilor de la bănci externe (33%);
- utilizarea finanțărilor de la bănci locale (33%);
- reinvestirea fondurilor în aceeași țară (11%).

Mai mult de jumătate dintre respondenți au indicat hedgingul a fiind principala strategie de administrare și control a riscului. În timp ce hedgingul valutar pare să fie componenta esențială în procesul investițional, unii autori (Worzala) au început să se întrebe dacă este corectă utilizarea hedgingului atunci când avem de a face cu investiții pe termen lung în proprietăți, date fiind incertitudinile cu privire la valoare și perioada de deținere aferentă acestui tip de investiție.

Câștigurile viitoare din investițiile în proprietățile internaționale

Șasezeci la sută din respondenți au indicat faptul că se așteaptă la o creștere a câștigurilor din investițiile în proprietăți imobiliare în următorii 5 ani, în timp ce 35% se așteaptă ca randamentele să rămână constante.

5. Concluzii

În timp ce o cantitate mare de informații referitoare la procesul decizional și criteriile de alocare a investițiilor în proprietăți este disponibilă, informații limitate sunt disponibile cu privire la investițiile în proprietăți internaționale, strategiile financiare utilizate și procesul decizional de finanțare a proprietăților internaționale. Studiul publicat a încercat să surprindă o parte din problemele de natură financiară legate de investițiile în proprietăți internaționale. Probleme cheie surprinse în cadrul studiului par să fie legate de motivația diversificării, aceasta fiind principalul factor ce determină investițiile în proprietăți la nivel internațional, dar și riscul valutar ocupă un loc important în cadrul problematicii studiate.

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

Asabere, P., Kleiman, R. and McGowan, C.	<i>The risk-return attributes of international real estate equities</i> , Journal of Real Estate Research, Vol. 6 No. 2, pp. 143-51, 1991;
Grubel, H.	<i>Internationally diversified portfolios: welfare gains and capital flows</i> , American Economic Review, Vol. 58, pp. 1299-314, 1968;
Hargitay, S. and Yu, S.	<i>Property Investment Decisions: a Quantitative Approach</i> , E & FN Spon, London, 1991;
Ibbotson, R., Carr, R. and Robinson, A.	<i>International equity and bond returns</i> , Financial Analysts Journal, Winter, pp. 61-83, 1982;
Ibbotson, R., Siegel, L. and Love, K.	<i>World wealth: market values and returns</i> , Journal of Portfolio Management, Fall, pp. 4-23, 1985;
Jaffe, A. and Sirmans, C.	<i>Fundamentals of Real Estate Investment</i> , Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1989;
Jorion, P.	<i>International portfolio diversification with estimation risk</i> , Journal of Business, Vol. 58, pp. 259-78, 1985;
Kleiman, R. and Farragher, E.	<i>Investment characteristics of international real estate equities</i> , Real Estate Review, Vol. 22 No. 3, pp. 33-9, 1992;

Odier, P. and Solnik, B.	<i>Lessons for international asset allocation</i> , Financial Analysts Journal, March, pp. 63-77, 1993;
Sweeney, F.	<i>Mapping a European property investment strategy</i> , Journal of Property Valuation and Investment, Vol. 11 No. 3, pp. 259-267, 1993;
Sweeney, F.	<i>International real estate diversification: a viable strategy</i> , Journal of Property Management, Vol. 5 No. 4, pp. 317-326, 1989;
Solnik, B.	<i>International Investments</i> , Addison-Wesley, Reading, MA, 1991;
Solnik, B.	<i>Why not diversify internationally rather than domestically</i> , Financial Analysts Journal, July, pp. 48-54, 1974;
Ziobrowski, A. and Boyd, J.	<i>Leverage and foreign investment in US real estate</i> , Journal of Real Estate Research, Vol. 7 No. 1, pp. 33-57, 1991;
Ziobrowski, A. and Ziobrowski, B.	<i>Hedging foreign investments in US real estate with currency options</i> , Journal of Real Estate Research, Vol. 8 No. 1, pp. 27-54, 1993;
Worzala, E., Newell G.	<i>The role of international property in investment portfolios</i> , Journal of Property Finance, Vol. 6 No. 1, pp. 55-63, 1995;
Worzala, E.	<i>Overseas property investments: how are they perceived by the institutional investor?</i> , Journal of Property Valuation and Investment, Vol. 12 No. 3, pp. 31-47, 1994.