

Техника группы инвестиций и рынок коммерческой недвижимости США

Слуцкий Ал-р А., к.т.н.
<http://www.labrate.ru/sloutsky>

Аннотация

В продолжение трёх ранее опубликованных статей возможности техники группы инвестиций (ТГИ) проверяются применительно к крупнейшему в мире рынку коммерческой недвижимости США.

Продемонстрировано реальное соотношение ставок капитализации коммерческой недвижимости, публикуемое международными консультантами, ставок капитализации коммерческой недвижимости, а так же ликвидных и рыночных ставок капитализации, рассчитываемых с помощью ТГИ, определённых на основании условий реальных программ кредитования сделок покупки и рефинансирования коммерческой недвижимости в США.

Показано, что, во-первых, нарушение принципа превышения ставок капитализации коммерческой недвижимости над ставками банковского кредитования является, как минимум, ярчайшим симптомом (а как максимум - причиной) неликвидности рынка коммерческой недвижимости США и краха рынка его финансирования; во-вторых, в настоящее время, т.е. тогда, когда острая фаза кризиса на рынке коммерческой недвижимости США осталась позади, этот принцип хорошо выполняется.

Таким образом, можно утверждать справедливость принципа необходимости превышения ставок капитализации над ставками банковского кредитования в общем, и в частности – для российского рынка коммерческой недвижимости.

Введение

Ранее, в работах /1/ - /3/ автором была рассмотрена и обобщена техника группы инвестиций (ТГИ) определения полной ставки капитализации и её применение в российской практике оценки для анализа рынка и малых (не дорогих) объектов коммерческой недвижимости.

Как показало обсуждение указанных статей в профессиональном оценочном сообществе, их результаты вызвали неоднозначное понимание, вплоть до отторжения. При этом, одним из наиболее существенных фактов, который вызывает вопросы и негативную реакцию, является тот принципиальный принцип, прямо следующее из применения ТГИ, что ставки капитализации объектов коммерческой недвижимости не могут (и/или не должны) быть менее рыночных ставок банковского кредитования сделок на приобретение (и/или под обеспечение) соответствующих объектов коммерческой недвижимости. Более того, для обеспечения ликвидности таких объектов (т.е. реального спроса на них со стороны типичных потенциальных покупателей) ставка капитализации должна быть (и существенно) выше ставки банковского кредитования.

Ниже, в данной статье на примере американского рынка коммерческого недвижимого имущества (крупнейшего мирового рынка) будет продемонстрировано реальное соотношение ставок капитализации коммерческой недвижимости, публикуемое международными консультантами, ставок кредитования и рефинансирования объектов коммерческой недвижимости, а так же ликвидных и рыночных ставок капитализации, рассчитываемых с помощью ТГИ.

Будет показано, что,

1. во-первых, нарушение вышеприведённого принципа является симптомом (если не причиной) неликвидности рынка коммерческой недвижимости США и краха рынка его финансирования;

2. во-вторых, в настоящее время, т.е. тогда, когда острая фаза кризиса на рынке коммерческой недвижимости США осталась позади, этот принцип в достаточной степени выполняется.

Таким образом, можно утверждать справедливость принципа необходимости превышения ставок капитализации над ставками банковского кредитования в общем, и в частности – для российского рынка коммерческой недвижимости.

Соотношение ставок капитализации коммерческой недвижимости и кредитных процентных ставок до и во время кризиса

В /1/ мы уже обращались к качественному анализу совместного поведения ставок капитализации и ставок кредитования во время разных стадий цикла недвижимого имущества. Теперь рассмотрим практические численные соотношения.

На одном из графиков, приведённых в работе экономистов Федерального Резервного Банка Сан – Франциско /4/ показана совместная динамика соотношения ставок капитализации офисной недвижимости в США и процентной доходности пятилетних облигаций с высшим рейтингом «AAA», обеспеченных коммерческой ипотекой (Commercial mortgage-backed securities, CMBS). CMBS являются вторым по объёму источником заёмного финансирования объектов коммерческой недвижимости в США - более 20%. При этом первым по объёму финансирования очевидным образом являются коммерческие банки, удерживающие на своих балансах более 40% всех ссуд коммерческой недвижимости, а на долю третьего по объёму источника – компаний страхования жизни – приходится уже менее 10% /5/.

Таким образом, процентные ставки CMBS представляют собой хороший ориентир ставок заёмного финансирования рынка коммерческой недвижимости (CRE). При этом, нужно учесть следующие два обстоятельства:

- самый высокий рейтинг («AAA») рассматриваемых ценных бумаг относится к рефинансированной ссудной задолженности, обеспеченной самой высококачественной недвижимостью;
- ставка процентного дохода по таким облигациям характеризует минимально достижимую в данное время ставку заимствования, характерную для коммерческой недвижимости; как мы увидим ниже, минимальные ставки банковского кредитования ориентированы именно на это обстоятельство.

В адаптированном автором данной статьи виде сравнительная динамика ставок капитализации CRE и ставок процентной доходности CMBS показана на Рис. 1.

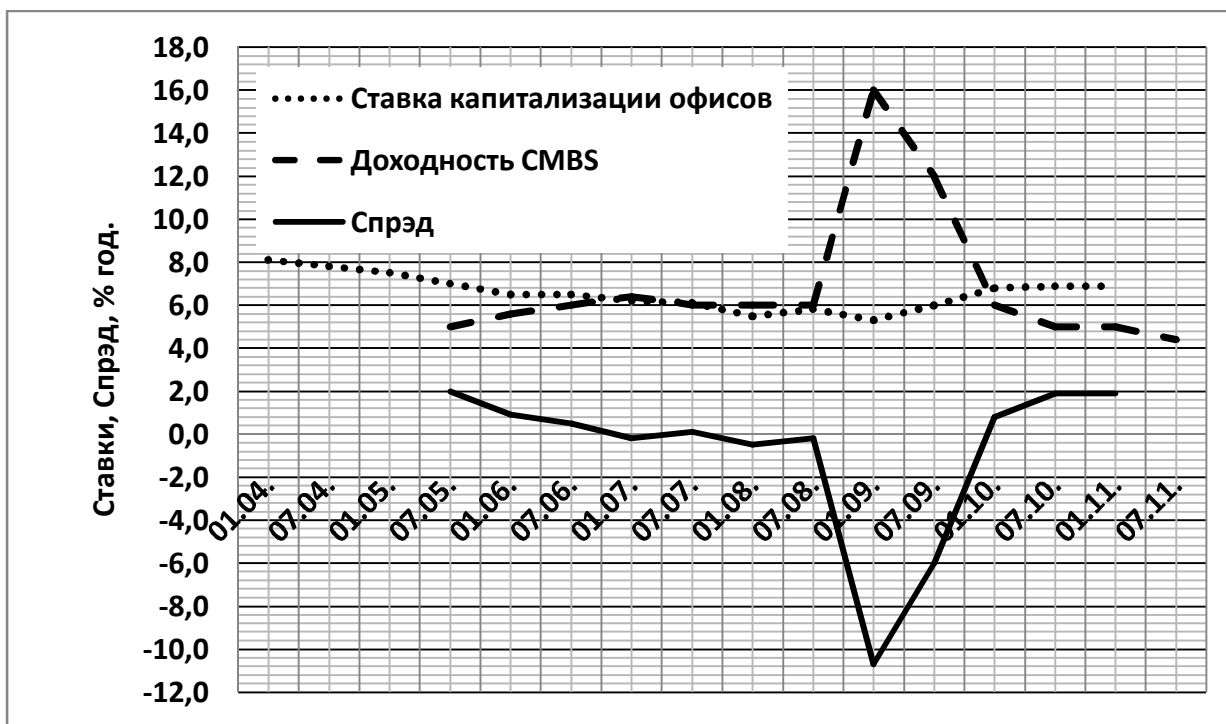


Рисунок 1. Динамика ставок капитализации офисных помещений и доходности высокорейтинговых CMBS в США.

Данные ещё одной (совсем свежей) работы экономиста того же банка /6/ демонстрируют, что картина, показанная на Рис. 1 является практически одинаковой во всех сегментах коммерческой недвижимости (см. Рис. 2).

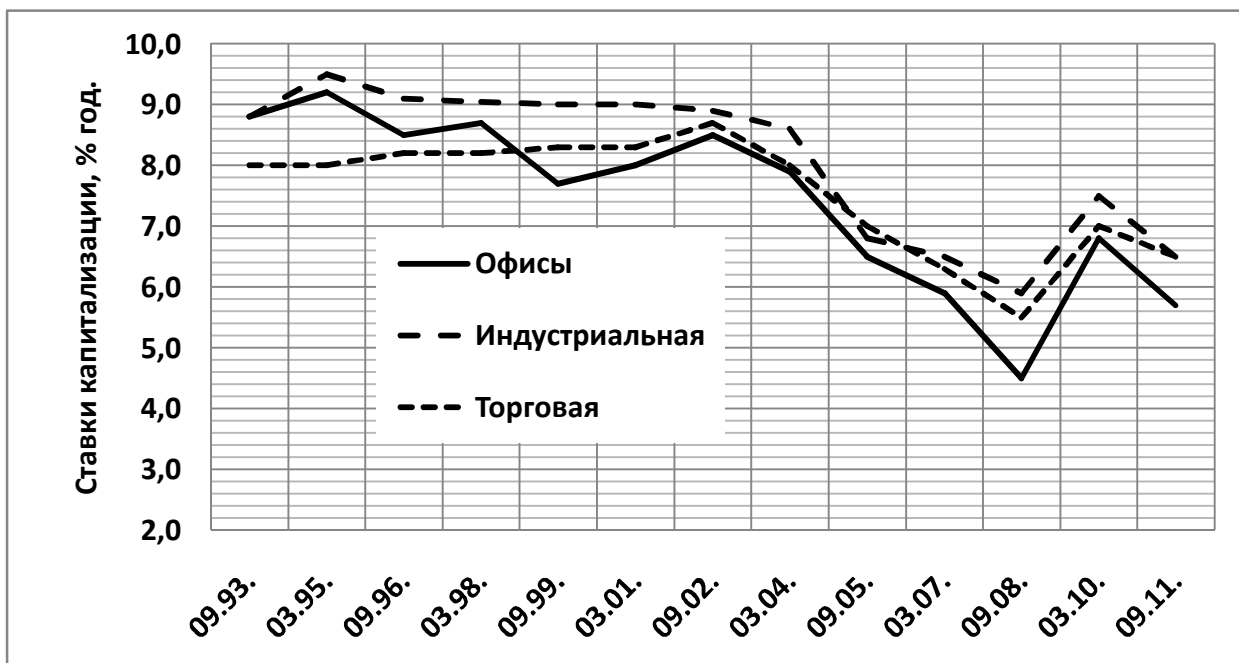


Рисунок 2. Динамика ставок капитализации в трёх сегментах коммерческой недвижимости в США.

Как видно из Рис. 1 и 2 вплоть до конца 2002 года ситуация со ставками капитализации коммерческой недвижимости была стабильной, сохранялся значительный

(вплоть до двукратного) спрэд со ставками процентной доходности высокорейтинговых CMBS.

Затем началось снижение ставок капитализации, обусловленное ростом цен, не сопровождающееся адекватным ростом чистых денежных потоков; параллельно происходил встречный рост процентной доходности CMBS и, соответственно, снижение спрэда.

В некоторый период времени спрэд доходностей стал нулевым. Для разных сегментов коммерческой недвижимости это происходило в разное время – для офисного сегмента раньше, для торгового – позднее, для индустриального – в последнюю очередь. Соответственно, в обратном порядке располагается «степень и срок поражения кризисом» этих сегментов.

Какое-то время ситуация с нулевым (или близким к нулю) спрэдом сохранялась, но затем произошёл «пробой нулевой ситуации» и рынок CMBS рухнул: спрэд между ставками капитализации и процентными доходностями CMBS резко увеличился до колоссальных значений. Этот период и стал именоваться «острой фазой кризиса».

В этот период финансирование (и рефинансирование) рынка коммерческой недвижимости полностью прекратилось. Соответственно, полностью пропала и ликвидность, сделки стали невозможными.

Авторы работы /4/ сопровождают показанную картину следующим очевидным комментарием:

« ... с 2004 до 2007 ставки капитализации офисов уменьшались, в то время как процентные ставки (имеются в виду процентные ставки по CMBS – А.С.) были относительно постоянными. Так как ставка капитализации зависит и от процентных ставок, и от ожидаемого изменения цен, то относительно постоянные процентные ставки во время этого периода указывают на то, что снижение ставки капитализации происходило из-за устойчивого увеличения ожидаемого роста цен на CRE. Действительно, период падающих ставок капитализации ... совпадает с ростом цен CRE ...

Во время (пика – А.С.) финансового кризиса цены на CRE понизились приблизительно на 40%, а рынок рефинансирования сделок CRE был разрушен, что привело к очень высоким ставкам по CMBS. Оба из этих факторов, очевидно, привели к повышению ставки капитализации.

Затем ставки CMBS для кредитов с самым высоким рейтингом более или менее возвратились к нормальному уровню».

Добавим, что ещё раньше возникновения ситуации нулевого спрэда и краха рынка CMBS (отрицательный спрэд ставок капитализации и процентной доходности CMBS) эта ситуация возникла в самом крупном сегменте финансирования рынка коммерческой недвижимости – сегменте банковского кредитования, ставки процентной доходности в котором выше (и существенно выше) ставок процентной доходности CMBS.

Исходя из этого, можно уверенно говорить о том, что именно соотношение ставок банковского кредитования и ставок капитализации коммерческой недвижимости является критически принципиальным для нормального, квазиравновесного (если можно употреблять этот термин), не кризисного, безкрахового функционирования рынка коммерческой недвижимости. А стало быть, именно ТГИ, изначально основанная на принципе «ставка капитализации больше (по крайней мере, не меньше), чем ставка банковского кредитования, должна представлять интерес для оценки стоимости коммерческой недвижимости, даже в сравнении с техникой экстракции рыночных данных.

Далее подробнее рассмотрим соотношения ставок капитализации коммерческой недвижимости и ставок кредитования, которые сложились на рынке коммерческой недвижимости в США в 2013 году.

Ставки капитализации на рынке коммерческой недвижимости США на конец 2012 - начало 2013 года

В Таблице 1 приведены диапазоны стабилизированных ставок капитализации объектов коммерческой недвижимости (кроме объектов мультисемейной недвижимости) в США на конец 2012 – начало 2013 года, полученные автором из детального регионального обзора компании CB Richard Ellis (CBRE) /7/.

Следует отметить, что приводимые CBRE значения ставок капитализации не представляют собой диапазоны ставок капитализации, полученные из рыночных сделок. Как указывается в /7/:

«Диапазоны ставок капитализации - наилучшие оценки, обеспеченные профессионалами CBRE в соответствующих отраслях, на основании недавних событий на их соответствующем рынке, а так же на основании недавних взаимодействиях с инвесторами. Диапазоны представляют те ставки капитализации, с которыми будет продаваться функционировать данная недвижимость на данном текущем рынке».

Таким образом, значения, приведённые в Табл. 1, во многом представляют собой результат профессионального суждения специалистов CBRE.

Это ещё более становится очевидным из методики определения стабилизированных ставок капитализации, диапазоны которых приведены в Табл. 1.

Ставки капитализации стабилизированной недвижимости или стабилизированные ставки капитализации (stabilized cap rates) получают следующим образом:

1. предполагают, что актив арендован по текущим арендным платам, равным текущим рыночным арендным платам, и имеет уровень заполняемости, равный долгосрочному среднему числу, характерному для данного рынка;
2. из полученного значения дохода вычитают соответствующие расходы по рыночным расценкам – получают оперативный NOI (in-place NOI) последнего года;
3. для того, чтобы получить стабилизированный NOI, оперативный NOI последнего года корректируется на резервы;
4. полученный стабилизированный NOI делят на вероятную - а не на фактическую, особо подчеркнём - цену продажи.

При всём при этом, как указано в /7/:

«В зависимости от местоположения и/или качества конкретного актива и определенных для него возможностей повышения NOI фактические ставки капитализации в пределах каждого класса активов иногда могут выходить за пределы установленных диапазонов».

Таблица 1. Диапазоны стабилизированных ставок капитализации объектов коммерческой недвижимости в США на начало 2013 года. Источник: CBRE /7/.

Офисы			
Формат / Класс	Класс «А»	Класс «В»	Класс «С»
-	4,0 – 11,0	5,0 – 12,0	6,8 – 16,0

Торговые				
Формат / Класс	Класс «А»	Класс «В»	Класс «С»	
HighStreet Retail	3,8 – 6,3	-	-	
Neighborhood / Community Center	5,2 – 8,5	6,0 – 9,0	7,0 – 12,0	
Power Center	6,0 – 8,5	7,0 – 10,0	8,0 – 14,0	
Промышленные				
Формат / Класс	Класс «А»	Класс «В»	Класс «С»	
-	4,8 – 8,3	6,0 – 10,0	6,0 – 12,0	
Отели				
Формат / Класс	Люкс	Полный Сервис	Неполный Сервис	Эконом
-	4,5 - 9,0	6,0 - 10,0	6,5 - 10,5	8,0 - 12,0

Как видно из Табл. 1, стабилизированные ставки капитализации объектов коммерческой недвижимости в конце 2012 – начале 2013 года, по мнению специалистов CBRE, лежали в диапазоне 3,8 – 16,0% годовых. При этом, диапазоны ставок капитализации для различных сегментов коммерческой недвижимости практически одинаковы:

- офисы: 4,0 – 16,0%;
- торговые: 3,8 – 14,0%;
- промышленные – 4,8 – 12,0%;
- отели: 4,5 – 12,0%.

Однако, отчётливо видно, что ставки капитализации увеличиваются со снижением класса объекта недвижимости, а в случае торговых объектов, и с «упрощением» формата торговли.

Обоснованно можно предположить, что и внутри каждого класса и формата объектов недвижимости ставки капитализации увеличиваются вместе со снижением его инвестиционной привлекательности (место расположения, заметность, год постройки, окружающая инфраструктура и т.д.).

В целом же, можно обоснованно предположить, что для относительно более дешёвых объектов (объектов с меньшей стоимостью) будут наблюдаться более высокие ставки капитализации.

Условия кредитования коммерческой недвижимости в США на конец III кв. 2013

В 2011 – 2013 годах кредитование коммерческой недвижимости коммерческими банками в США, практически сошедшее на нет в пик кризиса (по сути дела, этот вид кредитования свёлся к рефинансированию существующих ссуд и реструктурированию проблемных /5/) начало восстанавливаться. Как отмечено в /6/:

«Инвестиции в коммерческую недвижимость, как правило, требуют высокого процента заемных средств. Доступ к кредиту и его условия в значительной мере определяют то, сколько способные и согласные инвесторы должны заплатить за объекты. Ослабление прайсинга долга коммерческой недвижимости помогло начаться умеренному восстановлению предоставления ссуд.

... коммерческие банки возвратились в рынок, и доля банковских ссуд недвижимого имущества, не связанного с постоянным проживанием, стала расти».

Произошла некоторая стабилизация условий кредитования, что позволяет произвести некоторые конкретные обобщения и расчёты.

В Табл. 2 показаны данные об актуальных на 30 сентября 2013 года условиях кредитования покупки и рефинансирования объектов коммерческой недвижимости не специального назначения (кроме мультисемейной недвижимости), полученные из еженедельного мониторинга условий кредитования, осуществляемого компанией Commercial Loan Direct (оптовый ипотечный кредитор коммерческой и мультисемейной недвижимости, оригинирующий ссуды для собственного портфеля и портфелей иных институциональных кредиторов, компаний страхования жизни, банков, хедж-фондов, инвестиционных трастов недвижимого имущества и спонсируемых правительством агентств - Fannie Mae, Freddie Mac, FHA, SBA и USDA) /8/.

Приведённые в Табл. 2 условия относятся к разным типовым программам кредитования, реализуемым национальном масштабе для все крупнейших и крупных рынков.

Таблица 2. Данные об условиях кредитования на покупку и рефинансирование объектов коммерческой недвижимости не специального назначения (кроме мультисемейной недвижимости и строительных ссуд) в США на 30.09.2013. Источник: CLD /8/.

Сумма, млн. долл. США	Макс. срок, лет	Интервал ставок, % год.	Макс. LTV, %	Макс. срок амортизации, лет	Примечание
<i>Малые и средние ссуды</i>					
0,75 – 10,00	25	6,2 – 6,8	90	25	Более половины объекта должно быть занято собственником
0,75 – 8,00	10	6,4 – 7,7	65		
1,00 – 10,00	10 (5 + 5 продлонгация)	5,5 – 7,0	75		Без ограничений инвесторы / собственники
<i>Крупные ссуды</i>					
10,00 – 1 000,00	10	3,5 – 4,6	75	30	Без ограничений инвесторы / собственники

Из Табл. 2 следует, что диапазон актуальных на конец сентября 2013 года условий кредитования объектов коммерческой недвижимости в США составляет

- ставки кредитования: 3,5 – 7,7%;
- максимальный срок кредитования: 10 – 25 лет (120 – 300 мес.);
- максимальный срок амортизации: 20 – 30 лет (240 – 360 мес).

Отметим значительную разницу в ставках кредитования по малым/средним (до 10 млн. долл. США) и крупным (10 – 1 000 долл. США) ссудам. При этом ставки кредитования по крупным ссудам близки к ставкам процентной доходности по высокорейтинговым CMBS (см. Рис. 1). Очевидно, что именно такие ссуды, обеспеченные

дорогой высококачественной коммерческой недвижимостью, в первую очередь, «упаковываются» оригинаторами в кредитные пулы, обеспеченные коммерческой ипотекой, и продаются вторичным инвесторам.

Для демонстрации существенных изменений в условиях кредитования, произошедших в последние годы, приведём результаты, которые были получены компанией HVS (крупнейший в Северной Америке консультант по бизнесу, инвестициям и оценке отелей) в результате опроса около 800 североамериканских кредиторов бизнеса отелей в начале 2010 года /9/.

- Цели - приобретений существующих отелей с сетевой торговой маркой или для рефинансирования существующих отелей, редко – приобретение независимых отелей.
- Суммы: 1 – 40 млн. долл. США (редко более).
- Срок амортизации - 20 - 25 лет.
- Срок ссуды: 1 – 10 лет, типично 3 - 5 лет (интервал между 1 и 10).
- Ставка процента: 7,5 – 8,5%.
- LTV: 50 – 70%, типично 60 – 65%.

Из сравнения этих условий кредитования с условиями, приведёнными в Табл. 2 можно увидеть существенное улучшение практики кредитования, что и является иллюстрацией заявления, сделанного в /6/, о том, что « ... коммерческие банки возвратились в рынок ... » (см. выше).

Термин «срок амортизации ссуды» в американской практике кредитования обозначает срок, исходя из которого определяется размер ежемесячного аннуитетного платежа, направляемого в погашение ссуды. Срок амортизации не может быть срока ссуды.

Соответственно, если срок амортизации выше срока ссуды, то в течение срока ссуды она будет погашена не полностью, а только частично. В /1/ мы обозначили часть ссуды, не погашаемую в течение её срока, как b – «шаровый» коэффициент.

Расчёт величины этого «шарового» платежа при ежемесячной амортизации ссуды (ежемесячном внесении аннуитетных платежей, 12 аннуитетных платежей в год) осуществляется по формуле (см., например, /10/):

$$b(i, m, n, 12) = 1 - \frac{\left(1 + \left(\frac{i}{12}\right)\right)^{-12m} - 1}{\left(1 + \left(\frac{i}{12}\right)\right)^{-12n} - 1} \quad (1)$$

где

b – «шаровый» коэффициент, размер «шарового» платежа, отн. ед.

i – ставка кредитования, отн. ед.

m – срок ссуды, лет

n – срок амортизации, лет

12 – количество аннуитетных платежей в году – ежемесячная амортизация ссуды

Результаты расчёта параметров b и $(1 - b)$ для соответствующих программ кредитования приведены в Табл. 3.

В итоге, мы имеем диапазоны изменения всех параметров, требуемых для расчёта ставок капитализации с помощью техники группы инвестиций.

Таблица 3. Исходные значения параметров для ставок капитализации с помощью техники группы инвестиций

Сумма, млн. долл. США	Макс. срок, лет	Интервал ставок, % год.	Макс. срок амортизации, лет	Погащаемая доля ссуды, отн.ед.	«Шаровый» платёж (непогащаемая доля), отн. ед.
Малые и средние ссуды					
0,75 – 10,00	25	6,2 – 6,8	25	1,00	0,00
0,75 – 8,00	10	6,4 – 7,7		0,30 – 0,40	0,60 – 0,70
1,00 – 10,00	10 (5 + 5 пролонгация)	5,5 – 7,0		0,35 – 0,45	0,55 – 0,65
Крупные ссуды					
10,00 – 1 000,00	10	3,5 – 4,6	30	0,40 – 0,50	0,50 – 0,60

Ставки капитализации объектов коммерческой недвижимости на рынке США, рассчитанные с помощью техники группы инвестиций

В Табл. 4 приведены результаты расчёта интервалов ставок капитализации на рынке коммерческой недвижимости США с помощью ТГИ. Показаны интервалы неликвидных, рыночных и ликвидных ставок.

Таблица 4. Результаты расчёта интервалов ставок капитализации на рынке коммерческой недвижимости США с помощью ТГИ

Сумма, млн. долл. США	Макс. срок, лет	Интервал ставок, % год.	Макс. «шаровый» платёж (непогащаемая доля), отн. ед.	Интервал ставок капитализации, % год		
				неликвидные	рыночные	ликвидные
0,75 – 10,00	25	6,2 – 6,8	0,00	6,2 – 6,8	7,9 – 8,3	
0,75 – 8,00	10	6,4 – 7,7	0,60 – 0,70	6,4 – 7,7	8,6 – 10,4	13,6 – 14,4
1,00 – 10,00	10	5,5 – 7,0	0,55 – 0,65	5,5 – 7,0	8,1 – 10,1	13,0 – 13,9
10,00 – 1 000,00	10	3,5 – 4,6	0,50 – 0,60	3,5 – 4,6	6,9 – 8,6	12,0 – 12,5

Сопоставление интервалов стабилизированных ставок капитализации и ставок капитализации, рассчитанных с помощью ТГИ, на рынке коммерческой недвижимости США

Данные Таблиц 1 и 4 позволяют провести сопоставление интервалов стабилизированных ставок капитализации и ставок капитализации, рассчитанных с помощью ТГИ, для рынка коммерческой недвижимости США.

Это сопоставление показано на Рис. 3

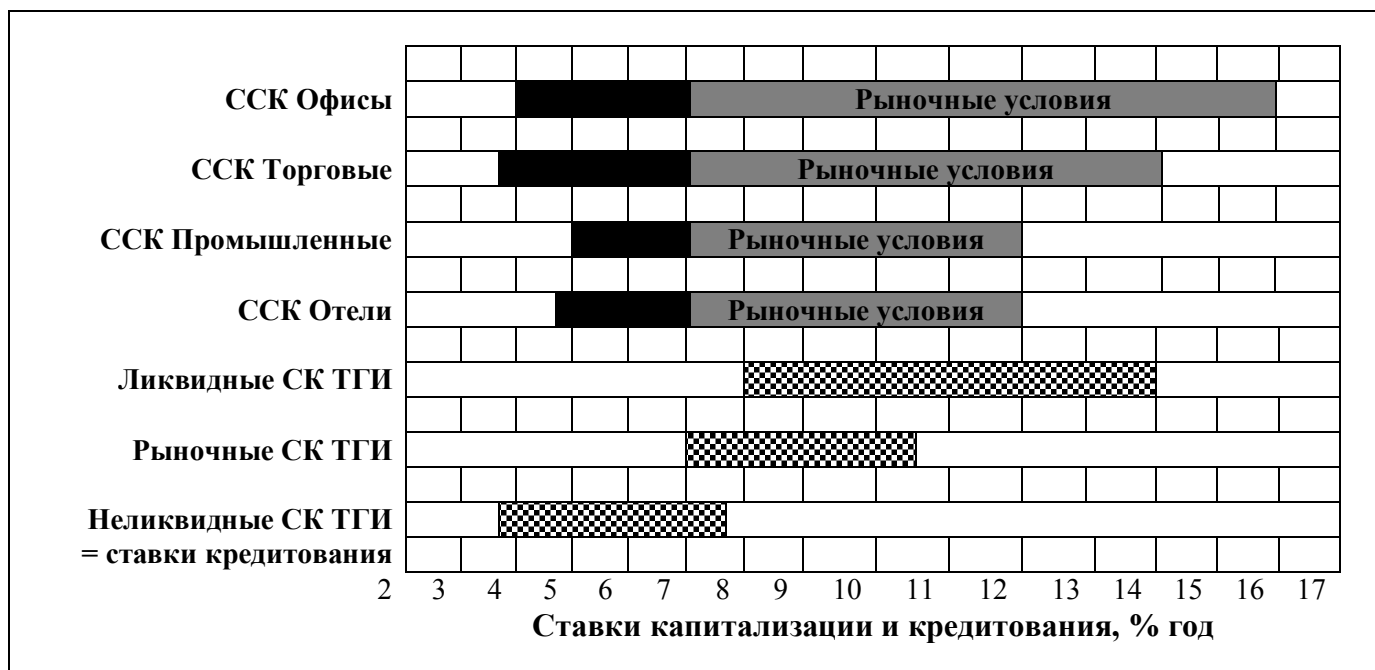


Рисунок 3. Сопоставление интервалов стабилизированных ставок капитализации (ССК) и ставок капитализации, рассчитанных с помощью ТГИ, (СК ТГИ) для рынка коммерческой недвижимости США.

Как видно из Рис. 3 имеет место очень хорошее перекрытие интервалов стабилизированных ставок капитализации, определённых CBRE, и рыночных (и даже ликвидных) ставок капитализации, рассчитанных с помощью ТГИ по методологии, предложенной автором данной статьи в /1/ - /3/.

Фактический диапазон перекрытия - на Рис. 3 для каждого сегмента обозначен, как «рыночные условия» - превышает две трети от интервала стабилизированных ставок капитализации для всех четырёх основных сегментов.

Оставшаяся (не перекрытая) часть предположительно можно отнести на счёт самых дорогих, элитных объектов коммерческой недвижимости (например, расположенным на Манхэттене и прочих сверхпопулярных местах) или к субъективно переоцененным объектам (нужно вспомнить, что в расчёте стабилизированных ставок капитализации используются ожидаемые специалистами CBRE цены продажи, а не фактические).

Тем не менее, даже при всём при этом, диапазон интервалов стабилизированных ставок капитализации, не перекрытый интервалами ликвидных и рыночных ставок капитализации, рассчитанных с помощью ТГИ, полностью перекрывается интервалом неликвидных ставок капитализации. Это означает, что и в этом случае кредитование сделок купли/продажи и рефинансирования в этом диапазоне является возможным, но на более рискованных для банков условиях.

Заключение

Приведённые в данной статье аргументы и результаты становятся «ещё одной каплей» в пользу целесообразности использования ТГИ в оценке рыночной стоимости коммерческого недвижимого имущества.

При этом, не следует всерьёз принимать сомнения и неприятия достаточно очевидного принципа оценки коммерческой недвижимости – «ставка капитализации не может быть, как минимум, меньше соответствующей рыночной ставки банковского кредитования».

Техника группы инвестиций, рыночность и адекватность требованиям микро- и макроэкономической стабильности рынка коммерческой недвижимости которой выше наглядно продемонстрирована на примере крупнейшего мирового рынка коммерческой недвижимости (США), не может игнорироваться и в российской практике оценки.

Помимо этого, особо необходимо отметить абсолютную оправданность сделанного в /1/ предположения о равенстве доходностей инвестора и кредитора.

Литература

1. Слуцкий А.А. (2012), *Метод прямой капитализации: техника группы инвестиций*, Библиотека оценщика LABRATE.RU (Сетевой ресурс), 01.09.2012., http://www.labrate.ru/sloutsky/art_2012-5.htm
2. Слуцкий А.А. (2013), *Техника группы инвестиций: применение к анализу рынка*, Библиотека оценщика LABRATE.RU (Сетевой ресурс), 13.05.2013., http://www.labrate.ru/sloutsky/art_2013-1.htm
3. Слуцкий А.А. (2013), *Техника группы инвестиций: применение к малым (не дорогим) объектам коммерческой недвижимости*, Библиотека оценщика LABRATE.RU (Сетевой ресурс), 28.06.2013., http://www.labrate.ru/sloutsky/art_2013-2.htm
4. Nobjn, B., Krainer, J. and Lang, D. (2011), *Cap Rates and Commercial Property Prices*, FRBSF Economic Letter, Sept. 19, <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2011/el2011-29.html>
5. US Congressional Oversight Panel (2010), *Commercial Real Estate Losses and the Risk to Financial Stability*, February Oversight Report, February 10, <http://cop.senate.gov/documents/cop-021110-report.pdf>
6. Krainer J. (2013), *Commercial Real Estate and Low Interest Rates*, FRBSF Economic Letter, Apr. 22, <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2013/april/commercial-real-estate-low-interest-rates/>
7. CB Richard Ellis (2013), *CBRE Cap Rate Survey. United States*, A CBRE Publication, Febr, <http://www.cbre.com/AssetLibrary/Cap%20Rate%20Survey%20Feb%202013.pdf>
8. Commercial Loan Direct (2013), *Commercial Mortgage Interest Rates - Nationwide Lending*, Sept. 30, http://www.commercialloandirect.com/commercial-rates.php#Small_Balance_Commercial_Rates
9. Bae, J. and Detlefsen H. (2010), *Hotel lending remains slow - Bigger loans stall but smaller loans pick-up slightly*, HVS, Apr. 9, <http://www.hvs.com/article/4506/hotel-lending-remains-slow-bigger-loans-stall-but-smaller/>
10. Cannaday, R. E. and Colwell, P. F. (1986), *Real Estate Valuation Models: Lender and Equity Investor Criteria*, AREUEA Journal, Vol. 14, No. 2.

реквизиты статьи для ссылок и цитирования :

Слуцкий А.А. Техника группы инвестиций и рынок коммерческой недвижимости США // Библиотека оценщика LABRATE.RU (Сетевой ресурс), 07.10.2013. - http://www.labrate.ru/sloutsky/art_2013-3.pdf