

**СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ „Д.А.ЦЕНОВ“**  
**ФАКУЛТЕТ „ФИНАНСИ“**  
**Катедра „Финанси и кредит“**

---

Докторант Любомир Любомиров Димитров

**АВТОРЕФЕРАТ**

на дисертация

за присъждане на научната

и образователна степен „доктор“

(по икономика) по научна специалност/докторска програма  
„Финанси, парично обращение, кредит и застраховка“ (Финанси)

на тема:

**„ГЛОБАЛНИ ИНВЕСТИЦИИ В  
НЕДВИЖИМИ ИМОТИ – ФИНАНСОВ  
АНАЛИЗ И ОПТИМИЗАЦИОННИ  
РЕШЕНИЯ“**

Научен ръководител:

Доц. д-р Валентин Милинов

Свищов

2018

Дисертационният труд е обсъден и насочен за защита на заседание на катедрения съвет на катедра „Финанси и кредит“ при Факултет „Финанси“ на Стопанска академия „Д.А.Ценов“-гр.Свищов.

Данни за дисертационния труд:

Брой страници – 171

Брой фигури – 29

Брой таблици – 52

Брой литературни източници – 96

Брой публикации на дисертанта – 6

Защитата ще се проведе на 27.09.2018 г. от 11:00 ч. в Заседателна зала Ректорат при СА „Д. А. Ценов“.

Материалите по защитата са на разположение в Отдел „Докторантура и академично развитие“.

## **СЪДЪРЖАНИЕ НА АВТОРЕФЕРАТА**

### **I. Обща характеристика на дисертационния труд**

1. Актуалност на темата
2. Обект и предмет на изследването
3. Изследователска теза
4. Цел на дисертационния труд
5. Задачи и методология на изследването
6. Обхват на изследването
7. Структура на изследването
8. Приложимост на резултатите от изследването

### **II. Основно съдържание на дисертационния труд**

Глава първа

Инвестициите в доходоносни недвижими имоти – теоретичен преглед и особености

Глава втора

Потенциал и проблеми при диверсификация на инвестициите в недвижими имоти на регионално и международно ниво. Възможности за инвестиране в офшорни недвижими имоти

Глава трета

Оптимизация на портфейла от недвижимите имоти чрез включването на офшорни недвижими активи

Заключение

### **III. Насоки за бъдещи изследвания по темата на дисертацията**

### **IV. Справка за научните и научно-приложни приноси в дисертационния труд**

### **V. Списък с публикациите на докторанта**

### **VI. Декларация за оригиналност и достоверност**

# І.ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

## 1. Актуалност на темата

Инвестирането е особено зависимо от процеса на глобализация. Международните инвестиции предлагат многобройни възможности за подобряването на доходността и риска на портфейла. В световната и българската наука съществуват многобройни трудове, които доказват ползите от интернационални инвестиции във финансови и ликвидни активи. Същото не може да бъде казано за директните международни инвестиции в недвижими имоти, актив, който формира огромна част от личното, фирмено и национално богатство. При прякото инвестиране в недвижимата собственост, дори и световно утвърдени концепции, като тази за ползите от диверсификацията и приложението на модерната портфейлна теория, срещат сериозни затруднения. За това, естествено, има обясними причини, свързани както с трудностите по ефективното управление на инвестиционен портфейл от недвижими имоти, намиращи се в различни страни, с различни езици, часови зони, валути и структуроопределящи отрасли, така и с тези произтичащи от самите характеристики на преките инвестиции като необходимост от значително ноу-хау, голям разход на време и липса на информация. Възможността за разрешаването на някои от тези проблеми е един от аргументите за актуалността на изследването.

Мястото на офшорните зони сред големите финансови центрове, ролята им като стимулатор на бизнеса с техните изгодни данъчни условия и улеснения за формиране на фирми или пък лошата им репутация като центрове на укриване на доходи поради банковата тайна, са предмет на много спорни дискусии. Потенциалът за директно инвестиране в тези офшорни центрове и по специално инвестирането в инвестиционни имоти е сравнително неизвестен. Липсата на академични изследвания в българската и до

голяма степен западна финансова литература<sup>1</sup> е друг аргумент за актуалността на изследването.

Тази актуалност се подчертава и от възможността за разрешаване на някои от проблемите по международното инвестиране чрез инвестициите в недвижими имоти, намиращи се в офшорни зони. В този смисъл, много от трудностите, свързани с наднационалните инвестиции могат да бъдат преодоляни чрез фокусирането върху офшорни центрове.

През последните десетилетия, пазарът на недвижима собственост в България реализира значителен прогрес. За съжаление, същественият брой изоставени, недовършени или неизползвани търговски обекти е знак на недостатъчно познаване на спецификите на инвестиционните недвижими имоти. Например, в годините на икономическия бум през периода 2002-2006г., в гр. Русе започна проектирането и изграждането почти по едно и също време на седем мола. Повече от десет години по-късно резултатът е красноречив – само три са изградени напълно, от които само един работи и не в целия си капацитет, налице е един изкоп за основи и три на фаза завършен проект. Естествено, поради цикличния характер на инвестициите в недвижими имоти и много други фактори, търговските неуспехи не могат да бъдат напълно избегнати, но едно по-добро познаване на оптимизационните решения и процесите за селекция и анализ на инвестиционни проекти би могло да редуцира риска и/или да подобри възвръщаемостта на отделния инвеститор.

---

<sup>1</sup> Бел. При проверка в [www.nacid.bg](http://www.nacid.bg), <http://pages.jh.edu/jret/> и разширено търсене в Google не бяха открити никакви научни трудове във връзка с директни инвестиции в доходноносни недвижими имоти в офшорни центрове

## 2. ОБЕКТ И ПРЕДМЕТ НА ИЗСЛЕДВАНЕТО

На основата на така обрисуваната актуалност, за **обект** на дисертационния труд се *определя портфейлът от директните международни инвестиции в доходносни недвижими имоти* .

**Предмет** на изследването е *портфейлът от недвижими инвестиционни имоти и възможностите за оптимизация чрез включването на недвижими офшорни инвестиционни активи*.

## 3. ИЗСЛЕДОВАТЕЛСКА ТЕЗА

Изследователска **теза** е, че *осъществяването на преки инвестиции в недвижими офшорни доходносни имоти подобрява характеристиките доходност/риск на портфейла от недвижими активи*.

## 4. ЦЕЛ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

**Целта** на дисертационния труд е *на базата на особеностите на преките международни инвестиции в доходносни недвижими имоти, проведен анализ на пазара на недвижима собственост в една офшорна зона, и изведени резултати от финансовия анализ, да се предложи процес за оптимизация на инвестиционния портфейл*.

## 5. ЗАДАЧИ И МЕТОДОЛОГИЯ НА ИЗСЛЕДВАНЕТО

Следвайки така формулираните цел, обект, предмет и теза, могат са формулирани следните **задачи** и е развита релевантна **структура** на дисертацията:

- Да се синтезира теоретичната база на инвестициите в доходоносни недвижими имоти и тяхното приложение в международен аспект.
- Да се предложи процес за селекция на индивидуални инвестиционни обекти в сферата на недвижимата собственост.
- Да се представи характеристика на икономиката и избран сектор от пазара на недвижими имоти в офшорен център .
- Да се състави индекс на пазарните цени на жилищата в офшорен център.
- Да се състави портфейл от инвестиционни недвижими имоти в офшорна зона.
- Да се демонстрира приложимостта на портфейлния подход в сферата на инвестиционните имоти.
- Да се изследват ефектите от включването на офшорни недвижими имоти в цялостния портфейл от недвижимата собственост.

В разработката са използвани **методите** на сравнителния анализ, финансовия анализ, математически методи, индукция, статистика и иконометрия.

## **6. ОБХВАТ НА ИЗСЛЕДВАНЕТО**

Изследователските търсения в дисертационния труд, в тяхната теоретична и емпирична част, се ограничават в своя обхват до точно определени аспекти на инвестициите в недвижимата собственост. Налице са следните ограничителни параметри:

1. Трудът се фокусира върху директните инвестиции в недвижимата собственост. Индиректните инвестиции като REITS<sup>2</sup> или деривативни инструменти не са пряко анализирани. Причината за това са значителните научни изследвания в световната наука в тази сфера.
2. Обект на изследването са само доходоносните (инвестиционни) имоти. Недвижимото имущество, придобито за лични (жилищни, ваканционни, и т.н.) цели, както и бизнес цели други от тези за получаване на доходи (като избор на централа на фирмата), остава извън обхвата на дисертационния труд.
3. Трудът анализира недвижими имоти намиращи се в държави с англосаксонска правна система. Селектирани са офшорни центрове със силно развита икономика и пазар на недвижими имоти като Бермудските, Бахамските и Каймановите острови. Поради конфиденциални причини, точното местоположение на всеки обект няма да бъде посочено.
4. Трудът до голяма степен взема гледната точка на базирания в САЩ инвеститор. В емпиричната част в глава трета фокусът е поставен върху сравнението между портфейл създаден изцяло от американски недвижими имоти и такъв, съставен от имоти в САЩ и офшорен център. Акцентът поставен от автора е върху практическата приложимост на предложените оптимизационни решения и наличието на икономически, политически и културни сходства между разгледаваните държави се приема като аргумент в тази насока.
5. Финансирането с чужди капитали остава в страни от обхвата на изследването. Разгледано е само от концептуална гледна точка, във връзка с обясняването на механизма на пазара на недвижими имоти. Приема се, че всички инвестиционни проекти анализирани в този труд са финансирани със собствени капитали. Причина за това е

---

<sup>2</sup> Бел. Real Estate Investment Trusts, подобни на АДСИЦ в България.



професионалното наблюдение на автора, че след кризата от 2008 година и последвалата нисколихвена политика от Федералния Резерв на САЩ, се наблюдават твърде много инвестиционни предложения, в които се отдава голям фокус върху извличане на ползи от финансовия лост и недостатъчно внимание върху фундаменталните и икономически характеристики на инвестиционния актив. Друга причина е, че голяма част от недвижимото имущество в офшорните зони се придобива без финансиране.

6. Разликите в доходността на инвестиционните носители, породени от различия в данъчното облагане са част от една твърде обширна тема, която остава извън обхвата на труда. Това също така прави поставените цели значително по-предизвикателни. Липсата на данъци върху дохода и минималните данъци върху имотите в повечето офшорни зони означава, че евентуалното им включване в анализа би повишила доходността на инвестиционните имоти там в сравнение с тези в САЩ.
7. Всички конфиденциални данни, изложени в труда са модифицирани с помощта на коефициент преводаител. При възможност авторът е използвал информация, която е са публично достъпна и с това елиминира всеки шанс, колкото и минимален, да повлияе върху бъдещи потенциални сделки<sup>3</sup>.
8. Основният фокус на изследването е поставен върху селекцията и оценяването на преките недвижими инвестиции. Управлението на активите е извън обхвата на труда.
9. Анализирани са портфейл съставен само от недвижими имоти. Способността на недвижимите активи да подобрят характеристиките на

---

<sup>3</sup> Бел. поради конфиденциални причини трудът умишлено изключва данни от най-близките години.

смесен портфейл е добре изследвана в световната наука и остава извън обхвата на труда.

10. От субектите на пазара на недвижима собственост централно място в труда заемат частните инвестиционните фондове със значителни капитали и дълъг времеви хоризонт. Това произтича от самия характер на преките инвестиции в недвижими имоти – те са капиталоемки и отнемат значително време. Това на практика изключва индивидуалните инвестиции и публични инвестиционни фондове. Индивидуалните инвестиции в офшорни зони са напълно възможни и много от закономерностите в труда са валидни за тях, но остават извън фокуса на изследването. Наличието на голям брой инвеститори в публичните инвестиционни фондове и нежеланието им да инвестират в нови и по-малко познати юрисдикции ги прави по-малко вероятни участници в пазара на инвестиционни имоти в офшорни зони, но в никакъв случай не ги изключва напълно.

## **7. СТРУКТУРА НА ИЗСЛЕДВАНЕТО**

Дисертационният труд е с общ обем 171 стандартни страници, структуриран в три глави по следния начин:

### **ВЪВЕДЕНИЕ**

### **ГЛАВА ПЪРВА. ИНВЕСТИЦИИТЕ В ДОХОДОНОСНИ НЕДВИЖИМИ ИМОТИ – ТЕОРЕТИЧЕН ПРЕГЛЕД И ОСОБЕНОСТИ**

1. ХАРАКТЕРИСТИКА НА ИНВЕСТИЦИОННИТЕ НЕДВИЖИМИ ИМОТИ
  - 1.1. ДЕФИНИЦИЯ И КЛАСИФИКАЦИЯ НА НЕДВИЖИМИТЕ ИМОТИ
  - 1.2. ОСОБЕНОСТИ НА ИНВЕСТИЦИИТЕ В НЕДВИЖИМИ ИМОТИ
2. ХАРАКТЕРИСТИКА НА ПАЗАРА ЗА ИНВЕСТИЦИОННИ НЕДВИЖИМИ ИМОТИ

- 2.1. ТЕОРЕТИЧЕСКИ ОСНОВИ
- 2.2. МЕХАНИЗЪМ НА ПАЗАРА ЗА ИНВЕСТИЦИОННИ ИМОТИ
  - 2.2.1. МОДЕЛ НА ЧЕТИРИТЕ КВАДРАНТА – СЪЩНОСТ
  - 2.2.2. МОДЕЛ НА ЧЕТИРИТЕ КВАДРАНТА ПРИ ПРОМЯНА В ПАЗАРНИТЕ УСЛОВИЯ
  - 2.2.3. МОДЕЛ НА ПАЗАРНИТЕ ЦИКЛИ НА РАЗВИТИЕ НА ИНВЕСТИЦИОННИТЕ ИМОТИ
- 3. СЕЛЕКЦИЯ НА ОТДЕЛНИ ИНВЕСТИЦИОННИ ИМОТИ
  - 3.1. ХАРАКТЕРИСТИКА И ЕТАПИ НА СТРАТЕГИЧЕСКИЯ АНАЛИЗ
  - 3.2. ПРОЦЕС СА СЕЛЕКЦИЯ НА ИНДИВИДУАЛНИ ИНВЕСТИЦИОННИ ИМОТИ
- 4. ФИНАНСОВ АНАЛИЗ НА ИНВЕСТИЦИОННИТЕ НЕДВИЖИМИ ИМОТИ
  - 4.1. ОЦЕНЯВАНЕ НА ИНВЕСТИЦИОННИТЕ НЕДВИЖИМИ ИМОТИ
    - 4.1.1. ПОДХОДИ ПРИ ОЦЕНЯВАНЕТО НА НЕДВИЖИМАТА СОБСТВЕНОСТ
    - 4.1.2. ПРИХОДНИ МЕТОДИ ПРИ ОЦЕНЯВАНЕ НА СТОЙНОСТТА НА ИНВЕСТИЦИОННИТЕ ИМОТИ
  - 4.2. МЕТОДИ ЗА ИЗЧИСЛЯВАНЕ НА ВЪЗВРЪЩАЕМОСТТА НА ИНВЕСТИЦИИТЕ В ДОХОДОНОСНИ НЕДВИЖИМИ ИМОТИ
    - 4.2.1. СТОЙНОСТНО ПРЕТЕГЛЕНИ МЕТОДИ
    - 4.2.2. ВРЕМЕВО ПРЕТЕГЛЕНИ МЕТОДИ
  - 4.3. АНАЛИЗ НА РИСКА

ИЗВОДИ И ОБОБЩЕНИЯ

**ГЛАВА ВТОРА. ПОТЕНЦИАЛ И ПРОБЛЕМИ ПРИ ДИВЕРСИФИКАЦИЯ НА ИНВЕСТИЦИИТЕ В НЕДВИЖИМИ ИМОТИ НА РЕГИОНАЛНО И МЕЖДУНАРОДНО НИВО. ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ИНВЕСТИРАНЕ В ОФШОРНИ НЕДВИЖИМИ ИМОТИ.**

- 1. МОДЕРНАТА ПОРТФЕЙЛНА ТЕОРИЯ И НЕЙНОТО ПРИЛОЖЕНИЕ ПРИ ИНВЕСТИЦИИТЕ В НЕДВИЖИМА СОБСТВЕНОСТ. ПРОБЛЕМИ И РЕШЕНИЯ
  - 1.1. КРАТКА ХАРАКТЕРИСТИКА НА МОДЕРНАТА ПОРТФЕЙЛНА ТЕОРИЯ И НЕЙНОТО ПРИЛОЖЕНИЕ В СФЕРАТА НА НЕДВИЖИМИТЕ ИМОТИ

- 1.2. ПРОБЛЕМИ ПРИ ПРИЛОЖЕНИЕТО НА МПТ В СФЕРАТА НА ИНВЕСТИЦИОННИТЕ ИМОТИ
- 1.3. МЕТОДОЛОГИЯ ИЗПОЛЗВАНА В ИЗСЛЕДВАНИЯТА, ПРИЛОЖИЛИ МПТ В СФЕРАТА НА НЕДВИЖИМИТЕ ИМОТИ
2. ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ДИВЕРСИФИКАЦИЯ НА НАЦИОНАЛНО И РЕГИОНАЛНО НИВО
  - 2.1. ИЗСЛЕДВАНИЯ, СВЪРЗАНИ С ДИВЕРСИФИКАЦИЯ НА НАЦИОНАЛНО И РЕГИОНАЛНО НИВО
  - 2.2. СЪВРЕМЕННИ ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ДИВЕРСИФИКАЦИЯ НА НАЦИОНАЛНО НИВО В САЩ
3. МЕЖДУНАРОДНИТЕ ИНВЕСТИЦИИ В НЕДВИЖИМА СОБСТВЕНОСТ – ПОТЕНЦИАЛ И ПРОБЛЕМИ
4. ОФШОРНИТЕ ЗОНИ И ИНВЕСТИЦИИТЕ В НЕДВИЖИМИ ИМОТИ
5. АНАЛИЗ НА ИКОНОМИКАТА И ПАЗАРА НА НЕДВИЖИМИ ИМОТИ НА КАЙМАНОВИТЕ ОСТРОВИ
  - 5.1. МЕСТОПОЛОЖЕНИЕ И ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА
  - 5.2. ДЕМОГРАФСКИ АНАЛИЗ
  - 5.3. МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ АНАЛИЗ
  - 5.4. АНАЛИЗ НА ПАЗАРА НА ИНВЕСТИЦИОННИ ИМОТИ
    - 5.4.1. ОФИС ИМОТИ
    - 5.4.2. ДРУГИ ИНВЕСТИЦИОННИ ИМОТИ

ИЗВОДИ И ОБОБЩЕНИЯ

### **ГЛАВА ТРЕТА. ОПТИМИЗАЦИЯ НА ПОРТФЕЙЛА ОТ НЕДВИЖИМИТЕ ИМОТИ ЧРЕЗ ВКЛЮЧВАНЕТО НА ОФШОРНИ НЕДВИЖИМИ АКТИВИ**

1. ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ПОДОБРЯВАНЕ НА ХАРАКТЕРИСТИКИТЕ РИСК/ДОХОДНОСТ НА ПОРТФЕЙЛ ОТ ЖИЛИЩНИ ИМОТИ В САЩ ЧРЕЗ ВКЛЮЧВАНЕ НА ОФШОРНИ НЕДВИЖИМИ АКТИВИ ОТ КАЙМАНОВИТЕ ОСТРОВИ
  - 1.1. СЪСТАВЯНЕ И АНАЛИЗ НА ИНДЕКС ЗА ПАЗАРНИТЕ ЦЕНИ НА ЖИЛИЩАТА НА КАЙМАНОВИТЕ ОСТРОВИ. СЪЩНОСТ И МЕТОДИКА
    - 1.1.1. АЛГЕБРИЧНА СИМУЛАЦИЯ НА ПАРИЧНИ ПОТОЦИ
    - 1.1.2. МЕЖДИННИ ИЗЧИСЛЕНИЯ ЗА КОНСТРУИРАНЕТО НА ДОКНИ И КРАЙНИ РЕЗУЛТАТИ

1.1.3. СЪПОСТАВКА НА ИНДЕКСИТЕ ДОКНРИ (КАЙМАНОВИ ОСТРОВИ) И НРИ (САЩ)

1.2. ДИВЕРСИФИКАЦИЯ НА ПОРТФЕЙЛ ОТ ЖИЛИЩНИ ИМОТИ ЧРЕЗ ВКЛЮЧВАНЕ НА ОФШОРНИ НЕДВИЖИМИ АКТИВИ ОТ КАЙМАНОВИТЕ ОСТРОВИ. ЕМПИРИЧНИ ДОКАЗАТЕЛСТВА ЗА ПОЛЗАТА ОТ ОФШОРНО ИНВЕСТИРАНЕ В ЖИЛИЩНИ ИМОТИ

2. ПОДОБРЯВАНЕ НА ХАРАКТЕРИСТИКИТЕ НА ПОРТФЕЙЛ ОТ ИНВЕСТИЦИОННИ ИМОТИ ЧРЕЗ ПРИДОБИВАНЕТО НА ОФШОРНИ ИНВЕСТИЦИОННИ АКТИВИ ОТ РАЗЛИЧЕН СЕКТОР

2.1. СЪСТАВЯНЕ НА ЦЯЛОСТЕН ПОРТФЕЙЛ ОТ ОФШОРНИ ИНВЕСТИЦИОННИ ИМОТИ. ОБЩИ ПРИНЦИПИ И ФИНАНСОВ АНАЛИЗ

2.2. ЕМПИРИЧНИ ДОКАЗАТЕЛСТВА ЗА ПОЛЗАТА ОТ ОФШОРНО ИНВЕСТИРАНЕ В ДОХОДОНОСНИ ИМОТИ

ИЗВОДИ И ОБОБЩЕНИЯ

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

**ПРИЛОЖЕНИЯ**

**БИБЛИОГРАФИЯ**

**ДРУГИ ИЗТОЧНИЦИ**

**АВТОРСКИ ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМАТА НА ДИСЕРТАЦИЯТА**

**ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ОРИГИНАЛНОСТ И ДОСТОВЕРНОСТ**

## **8. ПРИЛОЖИМОСТ НА РЕЗУЛТАТИТЕ ОТ ИЗСЛЕДВАНЕТО**

Развитите в дисертационния труд теоретични разсъждения и изводи, както и най-вече емпиричните резултати от изследването, имат за цел да подкрепят схващането, че инвестициите в офшорни недвижими инвести-

ционни имоти могат да спомогнат за увеличаване на богатството на инвеститорите в недвижима собственост. На тази основа, предложените модели за осъществяване на стратегически, финансов анализ и портфейлна оптимизация са полезни ориентири и инструменти за всеки инвеститор, желаещ да изследва възможностите за инвестиране в офшорни зони. Също така, много от методите използвани в този труд могат да бъдат използвани при желание за участие в нови пазари, където информацията е недостатъчна. Пример за това е методиката за съставяне на индекса за изменение на цените ДОКНPI , която също така може да бъде приложена за по-задълбочен анализ на съществуващи и добре изследвани пазари, като например анализ на цените на ниво квартал или район в някоя от европейските столици като София, Лондон или Париж или пък фокусиране върху определен тип имоти: едностайни апартаменти, гарсонieri и т.н.

На последно място, но не и по значение, използваните в дисертационния труд литературни и информационни източници, разработените и адаптирани иконометрични модели, разучените и усвоени подходи за изследване и представяне на знания, са изключително полезни за всички пазарни участници в България, желаещи да научат повече за инвестирането в недвижима собственост. Моделът на четирите квадранта и предложения процес за селекция на индивидуални инвестиционни имоти са добър пример за допирните точки между науката и практиката.

## II. ОСНОВНО СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

### ГЛАВА ПЪРВА

#### ИНВЕСТИЦИИТЕ В ДОХОДОНОСНИ НЕДВИЖИМИ ИМОТИ – ТЕОРЕТИЧЕН ПРЕГЛЕД И ОСОБЕНОСТИ

Основната линия, която се следва в Глава 1, съответства на заглавието и е свързана с изследване на теоретическите аспекти на инвестициите в недвижима собственост. Целта е да се добие цялостен поглед върху специфичните особености на този клас от инвестиционни активи и да се синтезира техническия фундамент необходим за извършването на подробен анализ. За тази цел глава първа е структурирана в следните обособени параграфи:

1. Характеристика на инвестиционните недвижими имоти
2. Характеристика на пазара за инвестиционни недвижими имоти
3. Селекция на отделни инвестиционни имоти
4. Финансов анализ на инвестиционните недвижими имоти

На база на изложението в глава първа са изведени следните по-важни междинни изводи и констатации:

**Първо.** Инвестиционните недвижими имоти могат да се дефинират като потенциални бъдещи парични потоци. Те включват следните видове: жилищни, офиси, търговски, индустриални, хотели и други. Под офшорен доходоносен имот следва да се разбира инвестиционен имот, чието местоположение се намира в рамките на офшорна зона.

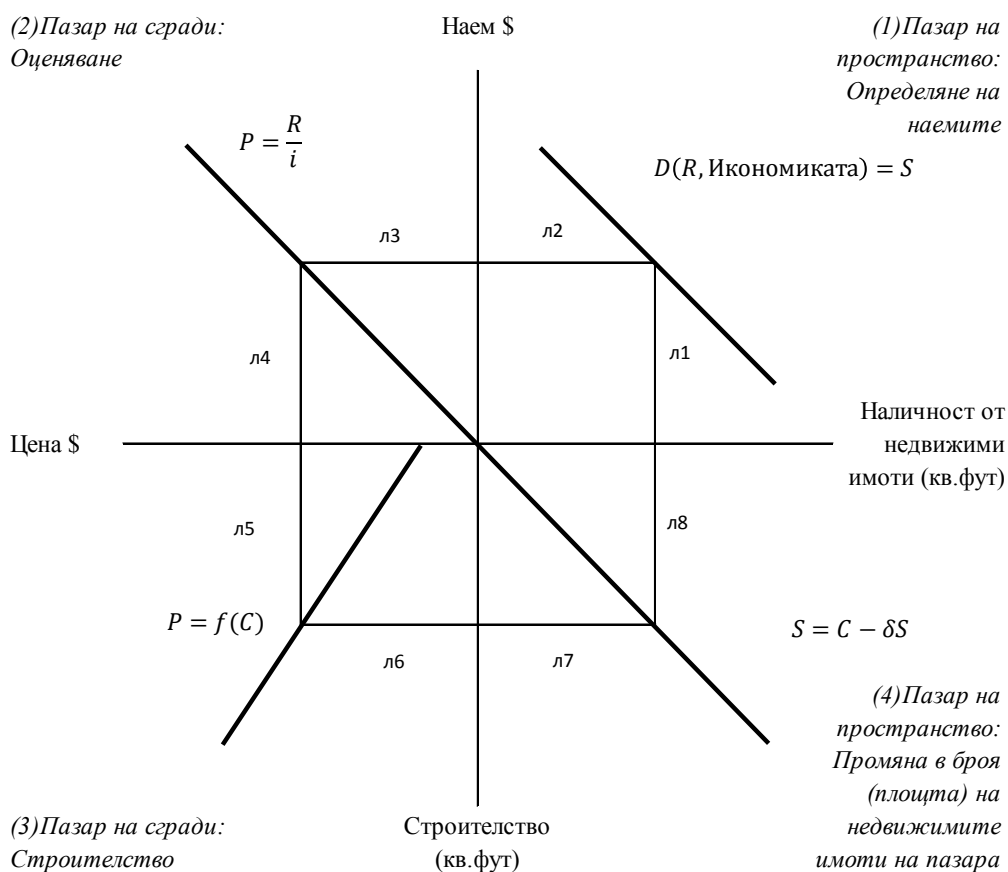
**Второ.** Недвижимите имоти притежават специфични характеристики, които ги различават от другите инвестиционни активи. Тези особености могат да бъдат директно свързани както с техните предимства, така и недостатъци в качеството им на инвестиционен носител. Сред тях са: не-

подвижността, ниската ликвидност, дълготрайността, хетерогенността, носителната стабилност на цените, защитата от инфлация, цикличността и развитото кредитиране в сферата. Самите инвестиции в недвижими имоти притежават следните особености: трудности по диверсификация на портфейлите от недвижими имоти, капиталоемкост, необходимост от значително ноу-хау, голям разход на време по тяхното придобиване и управление, големи транзакционни разходи по стопанисването и управлението на имотите, дълъг инвестиционен хоризонт, атрактивно съотношение на риск-доходност и ниска зависимост от доходността на останалите инвестиционни носители.

**Трето.** Познаването на пазара за инвестиционни имоти е фундаментално за успеха на инвестициите в недвижима собственост. Трудът възприема тезата, че става дума не за един, а за два тясно свързани пазара: пазара на пространство, и пазара на сгради. Първият включва наемните отношения, а вторият – покупко-продажбите. Пазарът на пространство е силно сегментиран и стационарен, а пазарът на сгради – цялостен и мобилен.

**Четвърто.** Моделът на четирите квадранта е един от най-успешните модели за обяснение на механизма на пазара на инвестиционни имоти. Той се състои от четири взаимно свързани квадранта: първият квадрант изобразява наемните отношения и определянето на наемите, вторият – оценяването на недвижимите активи, третият – строителството, а четвъртият – промените в наличностите. Ако наличността в четвъртия квадрант съвпада с тази от първия, тогава пазарът е в равновесие, а в противния случай е необходимо да настъпят промени, за да може то да бъде постигнато.





Фигура 1. Модел на четирите квадранта (DiPasquale & Wheaton, 1996b, p. 8)

**Пето.** Въпреки критиките по отношение на неговата стационарност, моделът доста успешно отразява механизма, при който пазарът реагира при промяна в пазарните условия. Промяната започва от един от квадрантите, и е последван в посока обратна на часовниковата стрелка от промени в другите, докато настъпи нов баланс на пазара.

**Шесто.** Някои от по-модерните интерпретации като тази на Gat водят до релевантни за труда заключения като това, че при голяма ограниченост на земята за строителство, характерна за офшорните зони, в случай на експанзия на икономиката се забелязва по-значително изместване на кривата на търсенето, водещо до по-голям скок на наемите. В същия смисъл, изследването на Geltner, Miller, Clayton и Eichholtz констатира, че един-

ствените райони в САЩ, които избягват реално понижение на наемите и заетостта в дългосрочен план са тези, намиращи се на острови или полуострови, където земята е ограничена. Констатираните закономерности са силен аргумент в полза на офшорното инвестиране в недвижима собственост, тъй като повечето офшорни зони са малки, островни страни, където земята за строеж е силно лимитирана.

**Седмо.** Разгледан е моделът на стратегическия анализ и са анализирани неговите предимства и недостатъци. Предложен е инвестиционен процес за селекция на отделни инвестиции, който включва следните етапи: стратегия на фирмата и анализ на макроикономическата среда, анализ на местоположението и мястото, анализ на пазара, финансов анализ, юридически анализ и оптимизация на портфейла.



*Фигура 2. Процес за селекция на отделните инвестиционни имоти*

Необходимостта от използването на добре структуриран и последователен процес е особено важно за международните инвестиции и офшорните като част от тях поради рисковете, характерни за инвестирането в нови и по-малко познати юрисдикции.

**Осмо.** Финансовият анализ, който се намира в центъра на труда, включва оценяването на имотите, възвръщаемостта на инвестициите в тях и анализа на риска. Систематизирани са основните подходи при оценяване на имотите, като специално място се отдава на приходните. Разгледани са основните методи за оценяване, включително този на пряката капитализация и метода на дисконтираните парични потоци, които са в основата на изчисленията в глава трета. Методите за калкулиране на доходността на инвестициите в недвижима собственост са разделени на стойностно претеглени и времево претеглени и е анализирана тяхната употреба. Стандартното отклонение е посочено като основния метод за измерване на риска за целите на труда.

**Девето.** Накратко са загатнати някои от аспектите, които ще бъдат акцентирани в глава втора и трета, като пазарния анализ, диверсификацията на инвестициите в недвижима собственост и оптимизацията на портфейла.

## **ГЛАВА ВТОРА**

### **ПОТЕНЦИАЛ И ПРОБЛЕМИ ПРИ ДИВЕРСИФИКАЦИЯ НА ИНВЕСТИЦИИТЕ В НЕДВИЖИМИ ИМОТИ НА РЕГИОНАЛНО И МЕЖДУНАРОДНО НИВО.**

#### **ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ИНВЕСТИРАНЕ В ОФШОРНИ НЕДВИЖИМИ ИМОТИ**

Глава втора на изследването започва с кратък синтез на модерната портфейлна теория (МПТ) и нейното приложение при инвестициите в недвижима собственост. Поставена е хипотезата за намаляване на възможностите за диверсификация на национално/регионално ниво. Накратко са разгледани проблемите на международните инвестиции в недвижима собст-

веност. Направена е кратка характеристика на офшорните зони и е осъществен анализ на икономиката и пазара на недвижими имоти от представител на офшорните центрове: Каймановите острови. Разсъжденията са структурирани в съответни параграфи:

1. Модерната портфейлна теория и нейното приложение при инвестициите в недвижима собственост. Проблеми и решения
2. Възможности за диверсификация на национално и регионално ниво
3. Международните инвестиции в недвижима собственост – потенциал и проблеми
4. Офшорните зони и инвестициите в недвижими имоти
5. Анализ на икономиката и пазара на недвижими имоти на Каймановите острови

По този начин са утвърдени следните междинни изводи и констатации:

**Първо.** МПТ е приложима в сферата на инвестициите в недвижима собственост. Съществуващите изследвания на тази тема доказват ползите от диверсификацията както по вид на имота, така и по местоположение или структуроопределящи отрасли.

**Второ.** Във връзка с посочените изследвания е извършен емпиричен тест за да се установят възможностите за диверсификация на национално ниво в наши дни. Чрез съставянето на корелационни матрици е изведено заключение, че в последните десетилетия се забелязва тренд на повишаване на корелационните стойности в рамките на националното стопанство на САЩ. Направен е опит за обяснение на причините за това. Чрез анализ на структуроопределящите отрасли и по метода на индукцията се стига до заключение, че вероятно местните икономиките са станали по-малко специализирани и по-балансираны и в резултат на това възможностите за диверсификация на регионално ниво в настоящия момент и в близкото бъдеще са силно ограничени.

**Трето.** При ограничени възможности за оптимизация на портфейл от недвижими инвестиционни активи в рамките на националното стопанство е логично за инвеститорите да потърсят опции за диверсификация на международно ниво. Международните инвестиции имоти могат да подобрят характеристиките риск/доходност на портфейл от недвижими имоти. За съжаление, инвестирането на международно равнище излага предприемача на нови рискове и проблеми: политически, икономически, обменен и трансферен риск, по-малък достъп от информация в сравнение с местните инвеститори, значително разстояние, часови разлики, езикови и културни бариери, както и трудности свързани с практическото съставяне на оптимален портфейл.

**Четвърто.** Инвестициите в офшорни имоти са възможно решение на много от посочените проблеми: валутен риск, разстояние, часови разлики, езикови и културни бариери и трудности свързани с практическото съставяне на оптимален портфейл.

**Пето.** За да се създаде престава за фундаменталните характеристики на инвестиционните пазари за недвижима собственост в офшорните зони е направен кратък анализ на местоположението, икономиката и пазара на недвижими имоти на Каймановите острови. Целта е да се анализират предимствата и недостатъците на инвестиране в една развита офшорна икономика и също така да се предаде по-обща престава за пазарната среда, в която се управляват някои от инвестиционните имоти, представени в глава трета. На тази основа могат да бъдат изведени следните акценти:

- Поради островния характер и ограничения размер на територията на Каймановите острови е възможно инвестициите там да бъдат до известна степен защитени от бъдеща конкуренция.
- Демографският анализ показва значителен растеж на населението. Ако той продължава със същите темпове, жителите ще се удвоят

през следващите 27г. Това е една от фундаменталните предпоставка за успеха на дългосрочните инвестиции в недвижима собственост.

- Икономиката на страната е добре развита и силно зависима от финансовия сектор. Тя е значително обвързана със световната икономика и тази на САЩ. Прогнозите за нейното развитие са оптимистични.
- Пазарът на недвижими имоти е доста развит, особено този за офис имоти и хотели. Възможно е в сферата на жилищните имоти да съществуват значителни бъдещи възможности за инвестиране. Към този момент, потенциалът на индустриалните и търговски обекти е незначителен.
- Като цяло, става дума за един развит пазар на недвижима собственост, който в много отношения може да се конкурира с Американския.

## **ГЛАВА ТРЕТА**

### **ОПТИМИЗАЦИЯ НА ПОРТФЕЙЛА ОТ НЕДВИЖИМИТЕ ИМОТИ ЧРЕЗ ВКЛЮЧВАНЕТО НА ОФШОРНИ НЕДВИЖИМИ АКТИВИ**

В Глава трета са представени резултатите от емпиричната част от изследването. Тя е организирана в следните параграфи:

1. Възможности за подобряване на характеристиките риск/доходност на портфейл от жилищни имоти в САЩ чрез включване на офшорни недвижими активи от Каймановите острови
2. Подобряване на характеристиките на портфейл от инвестиционни имоти чрез придобиването на офшорни инвестиционни активи от различен сектор.

На основа на изложението в глава трета се извеждат следните важни изводи и констатации:

**Първо.** Анализирана е възможността за повишаване на доходността на портфейл съставен само от американски жилищни имоти чрез включването на жилищни имоти на Каймановите о. Това се осъществява чрез следните етапи:

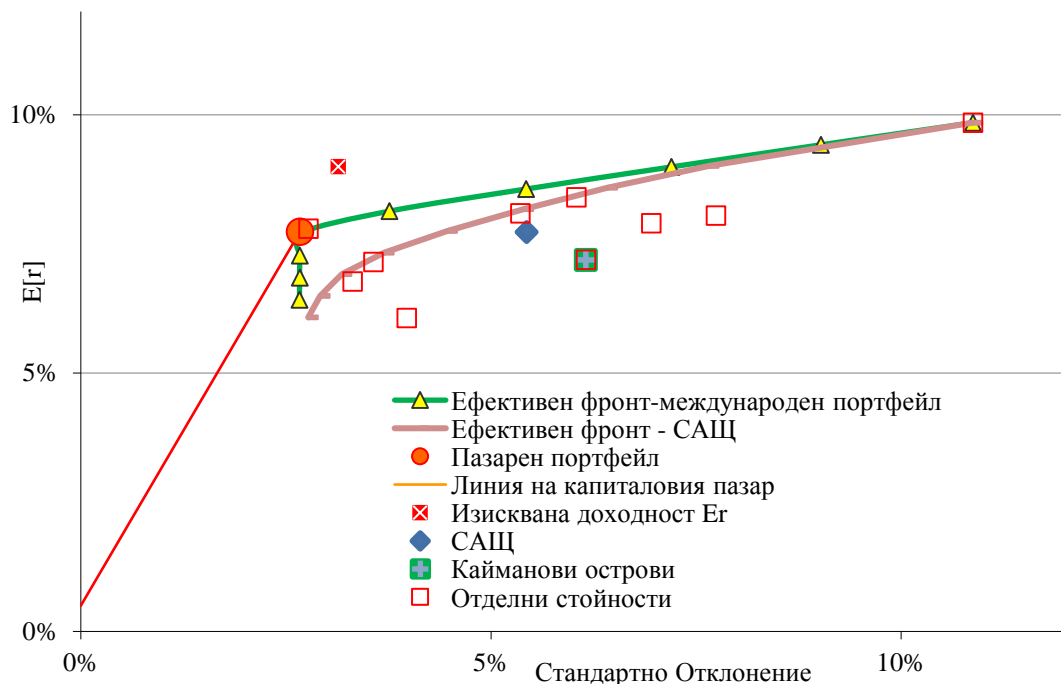
- Първо е съставен индекс за измерване на пазарните цени на жилищните обекти на Каймановите острови (DOKHPI).

*Таблица 1. Стойности на индекса DOKHPI за периода 1996-2015 г.*

1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
100.00	121.47	115.24	117.23	128.67	127.23	127.14	139.03	144.87	150.77
2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
163.40	169.03	169.21	172.25	162.00	168.58	165.57	174.02	174.55	176.26

- Неговите стойности за съпоставени с тези на САЩ. Получените резултати показват, че доходността в САЩ е малко по-висока, но за сметка на това цените на Каймановите острови са по-стабилни. Представена е хипотеза за причините за това, сред които са: данъчната система, която от една страна прави спекулациите трудно възможната от друга подпомага дългосрочното инвестиране в имотите, по-консервативното кредитиране, липсата на субсидиране от страна на държавата и на вторичен пазар, големия дял на имотите, закупени със собствени капитали и демографските характеристики.
- След това е съставен смесен портфейл от американски и кайманови жилищни инвестиционни имоти и чрез ефективен фронт и корелационна матрица е доказано, че неговите характеристики са по-добри от тези на портфейлите съставени само от американски или каймански недвижими активи. Тъй като доходността на американските жилищни имоти е малко по-висока, оптимизацията се основава на ниските корелационни стойности между двете държави. По този начин е доказана основната теза на труда, че чрез осъществяването на преки

инвестиции в недвижими офшорни доходносни имоти се подобряват характеристиките доходност-риск на портфейла от недвижими активи, по отношение на жилищните имоти.



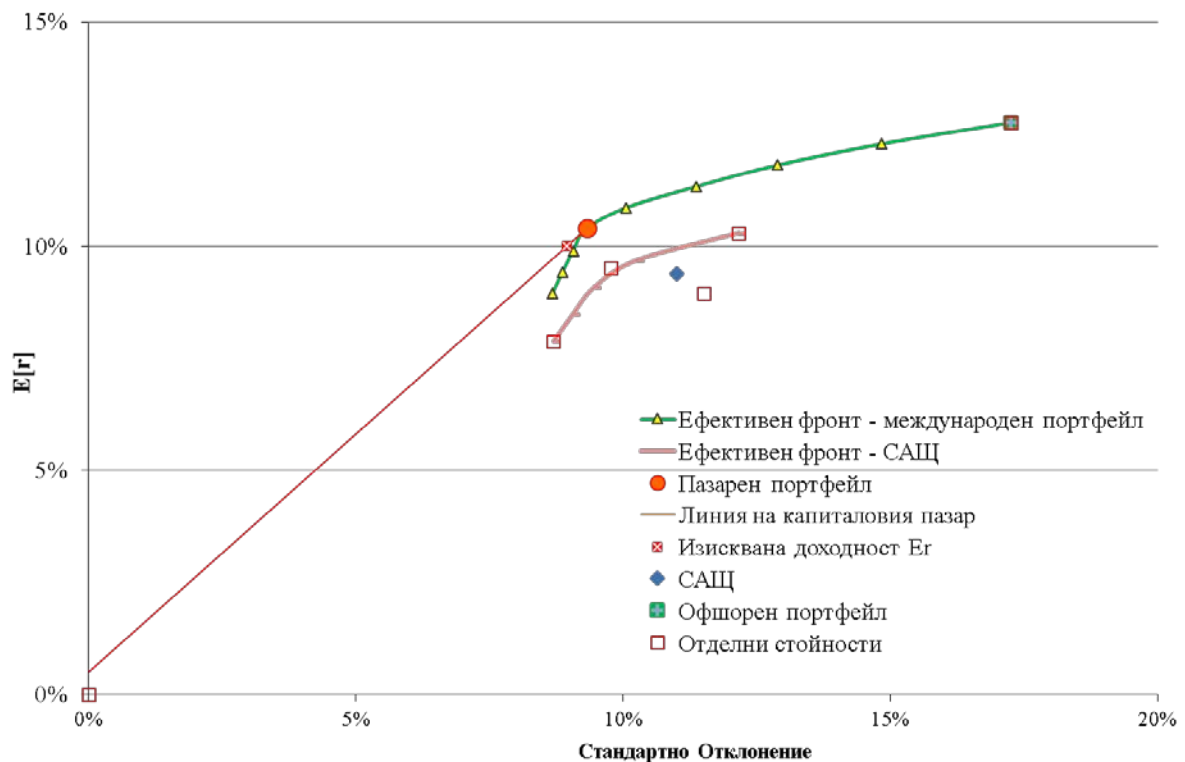
*Фигура 3. Международен ефективен фронт, ефективен фронт, съставен само от американски активи, линия на капиталовия пазар и пазарен портфейл*

**Второ.** Анализирани са възможностите за подобряването на характеристиките на цялостен портфейл от различни видове инвестиционни имоти чрез включването на недвижими офшорни активи. За целта:

- Първо е съставен цялостен портфейл от недвижими офшорни инвестиционни имоти с различна секторна принадлежност. За да се постигне това е извършен финансов анализ на отделните обекти и е калкулирана тяхната доходност, както и тази на цялостния портфейл.
- Характеристиките на офшорния портфейл са съпоставени с тези на американския, представен чрез индекса НРІ. Доходността на офшор-



ния портфейл е по-висока от тази на портфейла съставен само от американски активи и лежи на ефективния фронт. Поради ниските корелационни стойности пазарният портфейл съдържа както офшорни, така и американски имоти. По този начин категорично е доказана основната теза на труда.



*Фигура 4. Международен ефективен фронт, ефективен фронт, съставен само от американски активи и линия на капиталовия пазар и пазарен портфейл*

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В дисертационния труд е развито изследване, структурирано по класически начин в три части: теоретична, методологическа и емпирична. Те се фокусират последователно върху: **Първо.** Преглед на теоретичния фундамент на инвестициите в недвижима собственост, механизмът на пазара на недвижим имоти, процеса на селекция на индивидуалните активи с акцент върху финансовия анализ. **Второ.** Очертаване на основните проблеми пред осъществяването на диверсификация на портфейла от недви-

жима собственост. **Трето.** Изпитване и обосноваване на подходи за решаване на част от очертаните проблеми, посредством емпирично изследване върху инвестициите в офшорни недвижими имоти и проучването на техния положителен ефект върху портфейла от недвижима собственост.

Направеното изследване позволи да се постигне и основната цел на дисертационния труд: *на базата на особеностите на преките международни инвестиции в доходносни недвижими имоти, проведен анализ на пазара на недвижима собственост в една офшорна зона, и изведени резултати от финансовия анализ, е предложен процес за оптимизация на инвестиционния портфейл.*

Теоретичната, методологическа и най-вече емпирична част на дисертационното изследване потвърждават изследователската теза, че *чрез осъществяването на преки инвестиции в недвижими офшорни доходносни имоти подобрява характеристиките доходност/риск на портфейла от недвижими активи.*

### **III. НАСОКИ ЗА БЪДЕЩИ ИЗСЛЕДВАНИЯ ПО ТЕМАТА НА ДИСЕРТАЦИЯТА**

С посочените основни изследователски насоки, влизащи в обхвата на дисертационния труд, проблематиката по въпроса на инвестициите в недвижима собственост не се изчерпва. Темата продължава да бъде актуална и може да се посочат следните насоки за бъдеща изследователска работа по въпроса:

1. По-фокусиран анализ върху отделни офшорни центрове, отделни инвестиционни проекти и т.н.
2. Прогнозиране на цикличността на недвижима собственост.
3. Анализ на проблемите на предприемаческата и строителна дейност в офшорните центрове.
4. Изследване на ползите от включването на офшорни инвестиционни имоти в рамките на смесен портфейл от финансови активи.
5. Изследване на ефектите от данъчното облагане при инвестирането в офшорни центрове.
6. Изследване на ефектите от финансовия лост при инвестирането в офшорни центрове.
7. Други аспекти необходими за разработване на цялостна инвестиционна стратегия за формиране на портфейл от недвижима собственост, като селекция на региони за инвестиране, вид имоти и т.н.
8. Управление на портфейл от недвижима собственост.

#### **IV. СПРАВКА ЗА НАУЧНИТЕ И НАУЧНО-ПРИЛОЖНИ ПРИНОСИ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД**

**Първо.** Обоснована е актуалността на проблематиката, свързана с инвестициите в недвижима собственост и са представени модели за обясняване на механизма на пазара на инвестиционни имоти, които са нови за българската наука и практика (моделът на четирите квадранта).

**Второ.** Изяснени са същността и етапите на процеса на селекция на инвестиционни недвижими имоти. Разгледани са предимствата и недостатъците на модела на стратегическия анализ и на тази основа е разработен авторски модел за селекция на отделни недвижими инвестиционни активи.

**Трето.** Разгледани са проблемите при диверсифицирането на портфейл от недвижими имоти на национално и международно ниво.

**Четвърто.** Направен е анализ на местоположението, икономиката и пазара на недвижими имоти на Каймановите острови като представител на офшорните центрове.

**Пето.** Конструиран е индекс за изменение на пазарените цени на жилищните инвестиционни имоти на Каймановите острови (ДОКНПИ).

**Шесто.** С помощта на индекса ДОКНПИ е съставен портфейл от инвестиционни жилищни активи и е демонстрирана практическата приложимост на модерната портфейлна теория при инвестиции в недвижима собственост и в условията на ограничена пазарна информация.

**Седмо.** Чрез изграждането на корелационна матрица и ефективен фронт са доказани ползите от включването на офшорни жилищни инвестиционни имоти в международния портфейл.

**Осмо.** Осъществен е финансов анализ на портфейл от различни видове инвестиционни имоти (хотели, офиси, жилищни). Анализирани са доходността риска на индивидуално и агрегатно ниво.

**Девето.** Изграден е смесен портфейл от американски и офшорни инвестиционни имоти от различна секторна принадлежност, чийто подобрени характеристики потвърждават тезата на автора за наличие на оптимизационни възможности на параметрите „риск/доходност“ при управлението на международен портфейл, чрез включване на офшорни активи.

## V. СПИСЪК С ПУБЛИКАЦИИТЕ НА ДОКТОРАНТА

### Студии/статии:

1. Димитров, Л. (2016). *Инвестиции в недвижими имоти - пазарни характеристики, модели и решения за селекция*. Алманах "Научни изследвания".
2. Димитров, Л. (2016). *Портфейлен подход за международни инвестиции в недвижими имоти*. Народностопански архив, 4, 81-100.
3. Linneman, P., & Dimitrov, L. (2017). *Employment "Beta" Analysis Revisited*. Linneman Letter.
4. Ганчев, А., Канарян, Н., Сиркаров, В., & Димитров, Л. (2018). *Бизнес оценяване*. Велико Търново: Фабер. ISBN 978-619-00-0755-5

### Научни доклади:

1. Димитров, Л. (2017). *Проблеми при съставянето на диверсифициран портфейл от имоти в съвременния глобален свят*. Свищов: СА Д. А. Ценов .Катедра „Финанси и кредит“.
2. Димитров, Л. (2017). *Анализ на доходността и риска при инвестирането в бизнес имоти в регионите с развита аграрна икономика в САЩ*. Свищов: СА Д. А. Ценов .Катедра „Аграрна икономика“.

## **VI. ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ОРИГИНАЛНОСТ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД**

Дисертационният труд в обем от 171 стр. под заглавие: „Глобални инвестиции в недвижими имоти – финансов анализ и оптимизационни решения“ е автентичен и представлява собствена научна продукция на автора. В него са използвани авторски идеи, текстове и визуализация чрез графики, схеми, таблици и формули, като са спазени всички изисквания на Закона за авторското и сродните му права чрез надлежно цитиране и позоваване на чужда авторска мисъл, както и данни, включително:

1. Постигнатите в дисертационния труд резултати и изведени приноси са оригинални и не са заимствани от изследвания и публикации, в които авторът няма участия.
2. Представената от автора информация във вид на копия на документи и публикации, лично съставени справки и др. съответства на обективната истина.
3. Научните резултати, които са получени, описани и/или публикувани от други автори, са надлежно и подробно цитирани в библиографията.



Докт. Любомир Димитров