

## Оценка стоимости в условиях неопределенности рынков из-за текущего экономического спада. Рекомендации Совета объединений оценщиков Евразии оценочному сообществу \*

**Н.Ю. Трифонов**

генеральный директор Совета объединений оценщиков Евразии, иностранный член Российской инженерной академии, доцент, FRICS, кандидат физико-математических наук (г. Минск)

Николай Юрьевич Трифонов, [guild@unibel.by](mailto:guild@unibel.by)

### Введение

В странах СНГ экономическое влияние начавшихся мировых потрясений проявилось в марте 2020 года. По данным национальных банков Республики Беларусь [1], Республики Казахстан [2] и Украины [3] 10 марта национальные валюты этих стран впервые в году резко просели по отношению к доллару США и евро. В Беларуси одновременно был отмечен скачок по отношению к российскому рублю. На следующий день, 11 марта, Центральный банк Российской Федерации заявил о значительном (по сравнению с предыдущими колебаниями) росте курсов американского доллара и евро к российскому рублю [4].

Объявленная 11 марта Всемирной организацией здравоохранения «глобальная пандемия», по-видимому, сразу отразилась на финансовых рынках. Анализируя данные агентства Bloomberg [5], можно заметить, что доходность еврооблигаций стран СНГ со средним рейтингом на вторичном рынке резко возросла в конце первой декады марта. Например, в течение января – февраля долгосрочные (погашение в 2030 году) обязательства Беларуси (рейтинг В) котировались на уровне доходности в 5 процен-

тов годовых, а на 11 марта их доходность возросла до 6,5 процента. Аналогично по украинским обязательствам (В, погашение в 2023 году) произошел рост с 5 процентов до 9,7 процента, по обязательствам Таджикистана (В-, погашение в 2027 году) – рост с 10 процентов до 12,2 процента. Долгосрочные обязательства Российской Федерации аналогичным образом провалились 18 марта (см. [6]).

Национальный банк Беларуси в мартовском обзоре конъюнктуры указал на текущий спад экономических показателей, таких как объем производства (уменьшение на 6,3 процента за месяц) и индекс экономических настроений, особенно в строительстве (уменьшение объема заказов на внешнем рынке на 22,2 процента за месяц, внутреннем рынке – на 15,0 процента) и транспорте (уменьшение спроса на услуги на 25,5 процента за месяц) [7]. Это повлияло и на рынки недвижимости. По данным аналитической службы Realt.by [8], во второй половине марта значительно (более чем в 2 раза) увеличилось число объявлений о продаже жилой недвижимости, в которых цены предложения были уменьшены по сравнению с первоначальными на 5–15 процентов. Квартирный индекс Белорусского обще-

\* Рассмотрены и одобрены Президиумом Совета объединений оценщиков Евразии (протокол от 15–16 апреля 2020 года № 30).

ства оценщиков (БОО), представляющий собой цену квадратного метра общей площади квартир в Минске в долларах США по всему объему предложения, после 13 марта пошел вниз и к апрелю значил менее 1 400 [9]. С большой вероятностью подобные изменения происходят в экономике и России, и других стран.

Эти и многие другие обстоятельства влияют на ситуацию на рынках объектов оценки, особенно инвестиционной недвижимости и предприятий. Деятельность оценщика усложняется. Под влиянием прошедших в нынешнем столетии экономических кризисов правила учета этих обстоятельств были достаточно разработаны и стандартизированы (см. [10, 11]). Тем не менее наметившийся в результате объявленной пандемии экономический спад на глобальных и местных рынках, который, вообще говоря, касается рынка каждого объекта оценки, заставляет вспомнить правила оценки стоимости в таких условиях (см. [12–16]).

Далее представлены основные рекомендации Совета объединений оценщиков Евразии оценочному сообществу по работе в подобной рыночной ситуации, созданные с учетом Международных стандартов оценки (МСО) [10] и гармонизированных с ними Евразийских стандартов оценки стоимости (ЕСОС) [11].

### Рекомендации

Настоящие рекомендации относятся как к предварительной стадии оценки, так и к расчетным процедурам.

#### 1. Анализ рынка объекта оценки

Анализ рынка требует повышенной тщательности. Хотя при оценке стоимости используются преимущественно микроэкономические данные, макроэкономические показатели также уже начали существенно изменяться. При этом наряду с анализом рыночной ситуации в стране и отрасли следует особое внимание уделить исследованию изменений, которым подвергся рынок объекта

оценки. Часто этот рынок сужается (уменьшается количество объектов сравнения) и приобретает большую неопределенность развития. При этом характер таких изменений индивидуален для каждого отдельного рынка объекта оценки. Важно определить, имели ли они кризисный характер, и, если это так, то *определить дату кризиса*. В случае если дата оценки близка к дате кризиса, возможно, понадобится включить в анализ докризисное состояние рынка.

#### 2. Осмотр объекта оценки

Хотя общепринятые стандарты оценки требуют личного осмотра объекта оценки, в условиях пандемии возможны различные препятствия, в том числе правового характера. Тогда *осмотр может быть выполнен удаленно* (с помощью сетевых технологий или даже по фотографиям). Во всех случаях условия осмотра должны быть отражены в отчете.

#### 3. Конкретизация денежной единицы оценки

В МСО 101 описано содержание задания на оценку, которое среди прочих составляющих, необходимых для проведения оценки, выделяет *валюту (денежную единицу) оценки*. «Необходимо определить валюту, которая будет использована при проведении оценки и в окончательном отчете или в заключении об оценке». Например, оценка может быть выполнена в евро или в долларах США либо в одной из местных валют, но только *в одной* определенной *денежной единице*. С этим перекликаются требования Положения об оценке стоимости объектов гражданских прав в Республике Беларусь [17], утвержденного указом Президента Республики Беларусь от 13 октября 2006 года № 615, в главе 4 которого (пункты 9, 11, 12) в качестве обязательной составляющей договора на оценку, заключения об оценке и отчета об оценке фигурирует «наименование валюты, в которой проводится оценка». Это предписание Положения об оценке стоимости объектов гражданских прав в Ре-

спублике Беларусь Белорусское общество оценщиков (БОО) считает одним из своих достижений. Будучи членом Совета по международным стандартам оценки, БОО добивалось включения этого положения и в МСО, где в рекомендательном виде оно появилось в 2013 году, а в императивном – в 2020 [10].

Предварительная конкретизация денежной единицы становится особенно важной в условиях нестабильной экономики, когда обменные курсы между мировыми валютами и местной денежной единицей на рынках различных объектов оценки могут различаться между собой, как известно из опыта предыдущих кризисных лет, в разы. Конкретизация денежной единицы влечет за собой и использование соответствующих исходных данных, и методологии расчетов, которые в общем случае дают различающиеся результаты. В сложившихся сегодня условиях разумный оценщик должен категорически исключить, как и требуют МСО, принятие задания на оценку одновременно в нескольких валютах, например, в белорусских (российских) рублях или долларах США. Обменный курс на рынке объекта оценки неизвестен, но практически наверняка не соответствует курсу центрального (национального) банка или какого-либо другого финансового органа, устанавливающего обменный курс.

#### **4. Вид определяемой стоимости**

МСО 101 «Задание на оценку» также требует предварительно определить *вид стоимости*, который будет рассчитываться при оценке. В документе говорится о том, что используемый вид стоимости должен соответствовать цели оценки. Описанию возможных видов стоимости посвящены МСО 104 «Виды стоимости» [10, с. 21–39] и ЕСОС 2 «Виды стоимости» [11, с. 8–11].

До настоящего времени наиболее часто оценщики рассчитывали рыночную стоимость. Но понятие рыночной стоимости тесно связано со стабильностью рынка объекта оценки. Чем более нестабилен рынок,

тем дальше определяемая стоимость объекта от рыночной. Понятие рыночной стоимости – это идеализация, в основе которой лежит открытый, конкурентный и стабильный рынок однородного товара (стоимость которого пропорциональна его количеству, например зерно, нефть и т. п.). Большинство из этих условий нарушаются в современной экономической ситуации, поэтому при обсуждении задания на оценку *следует по возможности уходить от рыночной стоимости*, используя в зависимости от цели оценки другие меновые виды стоимости (справедливая, ликвидационная) или потребительские виды стоимости (инвестиционная, пользовательская) [18].

#### **5. Применение подходов к оценке**

В силу возможного отсутствия или повышения ненадежности исходной информации *следует использовать максимум доступных подходов* к оценке. По тем же причинам возможно использование нескольких методов в рамках одного подхода.

##### *Затратный подход*

При применении затратного подхода к оценке *следует во всех используемых методах учитывать текущую стоимость составляющих* объекта оценки, возможно, с использованием соответствующей (своей для каждой из составляющих) индексации.

##### *Сравнительный подход*

При применении сравнительного подхода к оценке *следует исследовать тенденцию поведения цен на рынке объекта оценки*, понимая, что она в общем случае неравномерна и отличается от тенденций других рынков. На рынке объекта оценки могут резко увеличиться объемы продаж или покупок. *Следует тщательно определять размер поправки на состояние рынка*, особенно при необходимости рассмотрения в качестве объекта сравнения докризисной сделки.

Особое внимание надо обращать на возможное сокращение рынка вплоть до

единственного составляющего – объекта оценки, что может потребовать изменения используемых методов и уменьшит надежность применения сравнительного подхода.

При использовании в подходе статистических данных, относящихся к хвостам распределения, следует помнить об их меньшей вероятности, а значит, о меньшей достоверности.

#### *Доходный подход*

Применение доходного подхода в условиях увеличения будущей неопределенности дохода также требует особого внимания. При использовании доходного подхода в зависимости от задания на оценку следует решить, *будет ли учитываться в расчете инфляция*, и жестко контролировать этот выбор во всех исходных данных. Неопределенность в отношении будущего практически исключает использования метода прямой капитализации даже при аккуратном учете обесценивания актива на дату оценки.

При использовании метода приведенного потока платежей (discounted cash flow, DCF) нестабильность рынка обуславливает применение переменных ставок приведения (discount rate) (см. [12]). При расчете прогнозирования дохода следует учитывать его будущее снижение, также как и возможное уменьшение конечной отдачи (terminal value).

Также требует внимания и *расчет прогнозного периода*, который может быть ограничен возможностями надежного прогнозирования. *Ставки приведения для текущего потока платежей и для конечной отдачи* в общем случае должны различаться. Если валюта оценки отличается от валюты в прогнозах денежного потока (в пункте 50 МСО последняя названа «функциональной валютой»), то для приведения потока следует применять ставку приведения для функциональной валюты, а затем конвертировать в валюту оценки по обменному курсу на рынке объекта оценки на дату оценки.

Для расчета ставки приведения предпочтителен способ накопления рисков,

поскольку способ рыночной выжимки наверняка не будет обеспечен надежными исходными данными. При выборе в качестве валюты оценки доллара США для ставки приведения  $R$  следует пользоваться четырехчленной формулой (см. [19]), исчерпывающе учитывающей по экономическому местоположению все независимые (непересекающиеся вероятностно) риски:

$$R = R_0 + R_c + R_{отр} + R_{об},$$

где  $R_0$  – безрисковая ставка;

$R_c$  – премия за страновой риск (country premium risk, CPR);

$R_{отр}$  – премия за отраслевой риск;

$R_{об}$  – премия за объектный риск, учитывающая положение объекта оценки в отрасли.

Наиболее сильно изменяется в условиях экономического спада премия за страновой риск. Для Беларуси ее определяет БОО с учетом текущей доходности долгосрочных ценных бумаг Республики Беларусь и казначейства США. На 1 апреля 2020 года  $R_c = 6,7$  процента [9]. Отраслевые риски также возрастают в условиях неопределенности.

С особой тщательностью следует относиться к расчетам с помощью метода *опционов*, вероятность реализации которых в кризисных условиях может резко уменьшиться.

### **6. Неопределенность и точность оценки**

Результаты оценки принципиально содержат погрешность, внимание к которой должно быть повышено в условиях неопределенности. Погрешность оценки зависит от выбранной модели оценки (подходов и методов), а также от ненадежности или недостатка исходных данных.

В ЕСОС 3 «Итоговый документ об оценке» [11, с. 11] по этому поводу указано следующее: «Итоговая величина стоимости должна быть дана в виде цифры или диапазона. В первом случае желательно, чтобы цифра оценки сопровождалась указанием

на степень ее точности». Следовать этому пожеланию особенно важно, когда значительная величина возможной погрешности оценки может повлиять на целевое использование оценки, то есть в тех случаях, когда разумный пользователь оценки, зная (не) точность проведенной оценки, может отказаться от использования объекта оценки с заданной целью.

Любая проверка неопределенности оценки должна учитывать влияние на итоговую стоимость разумных и вероятных альтернативных допущений. При выборе альтернативных допущений для измерения неопределенности в рамках оценки предприятий или материальных активов необходимо сделать выбор среди возможностей, которые находятся не в хвосте распределений (где события очень маловероятны), а, скорее, в их центральных областях (где события могут произойти) (см. [13]).

При количественной оценке неопределенности следует учитывать с помощью корреляционного анализа возможную взаимозависимость существенных входных данных, иначе возможно неоправданное завышение значения погрешности оценки.

### Заключение

В условиях наметившегося экономического спада профессиональная безопасность оценщика, достоверность результатов его деятельности, ответственность за полученные расчетные величины стоимости во многом зависят от оперативного учета и использования в работе текущих рыночных данных и учета рекомендаций профессиональных объединения оценщиков – местных, региональных (Совет объединений оценщиков Евразии) и международных (Совет по международным стандартам оценки).

#### ИНФОРМАЦИОННЫЕ ИСТОЧНИКИ

1. Национальный банк Республики Беларусь : [сайт]. URL: <https://www.nbrb.by/Statistics/rates/Graphic>

2. Национальный банк Республики Казахстан : [сайт]. URL: <https://nationalbank.kz/?furl=cursFull&switch=rus>

3. Национальный банк Украины : [сайт]. URL: <https://bank.gov.ua/markets/exchangerates?date=10.03.2020&period=daily>

4. Центральный банк Российской Федерации : [сайт]. URL: [https://www.cbr.ru/currency\\_base/daily/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.To=11.03.2020](https://www.cbr.ru/currency_base/daily/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.To=11.03.2020)

5. Bloomberg : [сайт]. URL: <https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds>

6. Финмаркет. URL: <http://www.finmarket.ru/bonds/analytics/5194348>

7. Мониторинг предприятий – конъюнктура. Экспресс-обзор. URL: [https://www.nbrb.by/publications/economicconjuncture/express\\_03\\_2020.pdf](https://www.nbrb.by/publications/economicconjuncture/express_03_2020.pdf)

8. Realt.by. URL: <https://realt.by/news/monitoring/article/27137/>

9. Новости Белорусского общества оценщиков. № 14 (969). URL: <https://realt.by/news/article/27182>

10. Международные стандарты оценки. / пер. с англ. ; ред. колл.: И. Л. Артеменков (гл. ред.), С. А. Табакова (науч. ред.), М. А. Федотова, Х. М. Увайсова, А. Г. Саркисян, Н. Ю. Трифонов. М. : Российское общество оценщиков, 2020. 182 с.

11. Евразийские стандарты оценки стоимости. 2014. Минск : Совет объединений оценщиков Евразии, 2014. 12 с. URL: [https://rep.bntu.by/bitstream/handle/data/41539/Evrazijskie\\_standarty\\_ocenki\\_stoimosti.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://rep.bntu.by/bitstream/handle/data/41539/Evrazijskie_standarty_ocenki_stoimosti.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

12. Трифонов Н. Ю. Оценка стоимости доходной недвижимости в современных условиях // Новая экономика. 2019. № 2 (спецвыпуск). С. 108–112.

13. Aronsohn A. Dealing with valuation uncertainty at times of market unrest: A letter from the IVSC's technical standards boards. March 2020. London : IVSC, 2020. 6 p. URL: <https://www.ivsc.org/files/file/view/id/1719>

14. Message from TEGoVA concerning valuation during the Pandemic. URL: <https://www.tegova.org/en/p5e78ef30d01d7>

15. Elder B. Valuation practice alert – COV-

ID-19. London : RICS, 2020. URL: <https://www.rics.org/uk/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/valuation-coronavirus>

16. Coronavirus and Appraisers: Your Questions Answered. Washington, DC: The Appraisal Foundation, 2020. URL: <https://appraisalfoundation.org>

17. Положение об оценке стоимости объектов гражданских прав в Республике Беларусь : Указ Президента Республики Беларусь от 13 октября 2006 года № 615. URL:

<http://www.pravo.by/document/?guid=3871&0=P30600615>

18. Трифонов Н. Ю. Эволюция понятия «стоимость» в современной оценочной деятельности // Экономические стратегии. 2020. № 3. С. 2–9.

19. Трифонов Н. Ю. Формулы Трифонова для расчета ставки капитализации методом накопления рисков // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2011. № 2 (113). С. 57–59.

\* \* \*



### САМЫЕ ВОСТРЕБОВАННЫЕ НЕЖИЛЫЕ ПОМЕЩЕНИЯ В МНОГОКВАРТИРНЫХ ДОМАХ В УСЛОВИЯХ САМОИЗОЛЯЦИИ

В условиях введения режима работы на дому для многих все большее значение приобретает инфраструктура, которая находится если не в самом жилом комплексе, то в пределах 5 минут ходьбы от места жительства. Поэтому в выигрыше оказываются жители домов, расположенных в давно сложившихся столичных районах, а также новостроек с собственной инфраструктурой на первых этажах жилых домов.

Однако практика показывает, что дома, недавно введенные в эксплуатацию, достаточно медленно «обрастают» объектами торговли и услуг – заполнение вакантных площадей может происходить в течение 1-2 лет с момента ввода. Также это зависит от масштаба жилого комплекса: корпуса разных очередей заполняются арендаторами, соответственно, по мере появления всё новых арендных площадей.

Сейчас, по оценкам специалистов «БЕСТ-Новострой», максимальный инвестиционный спрос сосредоточен на нежилых помещениях стоимостью до 100 млн руб., расположенных прежде всего в корпусах на первой линии (не во дворах). На топе по числу заявок – площади под аптеку, салон красоты, супермаркет, спортивный клуб. Под аптеку инвесторы рассматривают помещения до 50-100 кв. метров, при этом более просторное помещение могут совместить с оптикой, ортопедическим салоном. Под салон красоты также ищут площади от 50 кв. м, чтобы оборудовать как минимум рабочее место парикмахера и мастера маникюра, при этом инвесторам наиболее интересны предложения в уже заселенных спальных районах. Средние сетевые супермаркеты готовы арендовать помещения от 150 до 500 кв. метров, а владельцы спортзалов, например, студии йоги – около 300 кв. метров. Для оборудования полноценного фитнес-центра с бассейном потребуется 2-2,5 тыс. кв. метров, и такие помещения может сдавать сам застройщик.

Анализ инфраструктуры столичных жилых комплексов, введенных в эксплуатацию в период с июля по декабрь 2019 года, показал, что полугодия явно недостаточно, чтобы арендаторы «осели» в только что сданных домах – что объяснимо, ведь им также требуется время на ремонт и запуск бизнеса. Так, например, своя инфраструктура среди «свежих» ЖК есть только в самых крупных из них – например, в ЖК «Царская площадь» (289,7 тыс. кв. м – здесь есть ресторан Parisien прямо внутри комплекса, а также свой фитнес-центр, по соседству расположен БЦ «Монарх» с многочисленными кафе) и SREDA (785 тыс. кв. м – здесь открыт супермаркет, паб, салон красоты, а рядом находится ТЦ «Город» с различными торговыми и сервисными точками и кинотеатром). Стоит заметить:

*Окончание на с. 92*