

**Мария Сухина**

оценщик швейцарской оценочной компании Swiss Appraisal в России и СНГ

## ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ОСНОВНЫХ СРЕДСТВ ПРИ СЛИЯНИЯХ И ПОГЛОЩЕНИЯХ

Согласно общепринятым подходам сделка слияния и поглощения (MERGERS AND ACQUISITIONS, M&A) — это объединение хозяйствующих субъектов, в результате которого появляется более крупная компания. Стратегической целью реализации процессов слияния и поглощения является увеличение стоимости компании.

Основными этапами процессов слияния и поглощения являются установление стоимости целевой компании и определение синергетического эффекта, получаемого в результате реализации M&A. Определение первой категории на основе трех возможных подходов к оценке предполагает обязательную оценку основных средств компании, в том числе и на малоактивных (депрессивных) рынках. Информация о ценах предложения коммерческой недвижимости на таких рынках практически отсутствует, имеет высокий уровень неопределенности и, как правило, недоступна для инвесторов как основных участников рынка недвижимости.

### ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ НЕДВИЖИМОСТИ НА МАЛОАКТИВНЫХ РЫНКАХ

Малоактивный (депрессивный) рынок — это региональный рынок, на котором число сделок с коммерческой не-

движимостью за определенный период значительно меньше, чем на других региональных рынках. Сделки носят эпизодический характер, а по отдельным сегментам отсутствуют.

Согласно п. 20 ФСО №1 «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки» оценка стоимости должна быть проведена сравнительным, затратным и доходным подходами. В ситуации, когда какой-либо подход к оценке не используется, отказ от него должен быть обоснован.

Определение рыночной стоимости недвижимости на малоактивных рынках имеет ряд особенностей, главная из которых — малый объем рыночной информации о ценах предложения или совершенных сделках. Определяя рыночную стоимость недвижимости на малоактивных рынках, оценщики вынуждены не применять подходы, основанные на рыночной информации. Они отказываются от применения сравнительного и доходного подходов.

Однако обоснование отказа от использования сравнительного подхода недопустимо и на малоактивных рынках. При определении рыночной стоимости объектов недвижимости, находящихся в отдаленных районах с депрессивным рынком, оценщик нередко оказывается в ситуации, когда найти минимально допустимое количество объектов-аналогов не представляется возможным. Из-за депрессивного характера рынка в данном локальном регионе сведения о предложениях к продаже объектов недвижимости, сопоставимых с объектом оценки, практически отсутствуют в публичных источниках информации.

Когда в пункте размещения оцениваемого объекта нельзя найти ни одного аналога, целесообразно осуществить поиск информации по схожим предложениям к продаже в других населенных пунктах данного региона (области, федерального округа) с аналогичным инвестиционным потенциалом, к которым относятся поселения, так же расположенные относительно

но транспортных магистралей, имеющие одинаковую численность населения, среднюю заработную плату и аналогичную хозяйственную специализацию данного локального региона.

Оценщик должен доказать, почему инвестиционная привлекательность и рыночная стоимость коммерческой недвижимости в выбранных им населенных пунктах аналогичны перечисленным параметрам населенного пункта, в котором расположен оцениваемый объект. Если инвестиционная привлекательность населенного пункта, в котором расположен объект оценки, отличается от инвестиционной привлекательности населенных пунктов, в которых размещаются объекты-аналоги, следует произвести корректировки.

### ПАРАМЕТРЫ, УЧИТЫВАЕМЫЕ ПРИ ОЦЕНКЕ НЕДВИЖИМОСТИ

Расчеты производятся по стандартной методологии оценки объектов недвижимости на активном рынке. После проведения корректировки на различие в инвестиционном потенциале оценщику надлежит исходить из условия, что все объекты-аналоги расположены в районе нахождения объекта оценки.

Например, если в своем населенном пункте сопоставимый объект расположен в его «элитной» части, то при проведении оценки следует исходить из условия, что объект-аналог тоже располагается в центральной части.

Обоснование аналогичности инвестиционных потенциалов населенных пунктов и обоснование размера корректировки на инвестиционный потенциал могут быть проведены на основе общедоступных параметров рынка недвижимости, таких как стоимость квартир.

Численность населения и уровень средней заработной платы могут использоваться в качестве основных показателей инвестиционного потенциала населенного пункта и, соответственно, величины корректировки. При этом оценщик обязан обосновать выбор методики расчета корректировок.

Применение аналогичных по уровню инвестиционной привлекательности населенных пунктов является предпочтительным. В условиях весьма малоактивного рынка оценщик может использовать объекты-аналоги, находящиеся в городах с более развитым рынком коммерческой недвижимости, чем город, в котором располагается оцениваемый объект. Это могут быть поселения районного значения, которые относятся к городам с развитым рынком недвижимости. При оценке таких

аналогов следует с особой предусмотрительностью учитывать данный параметр. Величина вероятной ошибки, обусловленная использованием корректировок между городами на инвестиционный потенциал (стоимости отличаются на порядок), может оказаться неприемлемой и привести к неадекватной рыночной стоимости. Факт применения корректировок на инвестиционный потенциал при реализации сравнительного подхода на малоактивных рынках должен быть обязательно отражен в отчете.

### ВАРИАНТЫ ОЦЕНКИ ИМУЩЕСТВА

Если оценщику необходимо определить стоимость основных средств целевой компании для подготовки ее к сделке слияния и поглощения, то, скорее всего, среди перечня различных групп имущества будут упомянуты здания, земельные участки и сооружения.

В оценочной практике стоимость земли определяется всеми существующими подходами к оценке. В рамках каждого из подходов оценка возможна несколькими методами. В конкретной ситуации оценщик принимает решение, какой именно метод необходимо применить, основываясь на имеющейся в открытых источниках информации с целью дальнейшего ее использования. При этом в случае применения метода сравнения продаж в рамках сравнительного подхода погрешность расчетов минимальна, а результат наиболее полно отражает рыночную ситуацию. Однако существуют и другие методы оценки земельных участков, используемые, как правило, в случае невозможности расчета стоимости методом сравнения продаж ввиду отсутствия достаточного количества информации. Такими методами являются метод выделения, метод распределения, метод предполагаемого использования, метод остатка и метод капитализации земельной ренты. Среди перечисленных методов элементы затратного подхода присутствуют в методах остатка и выделения. Методы капитализации земельной ренты и предполагаемого использования относятся к доходному подходу, а в рамках сравнительного подхода земельные участки оцениваются методами распределения и выделения.

Определить стоимость здания возможно двумя вариантами: либо оценить его как отдельно стоящий объект, либо определить его стоимость в составе имущественного комплекса. Если говорить об оценочных подходах, то для оценки стоимости зданий также используются все известные подходы: сравнительный, затратный и доходный.

Когда же речь идет об оценке сооружений, то данная группа имущества обычно оценивается методом сравнительной единицы (затратный подход). Использовать другие подходы не представляется возможным, так как сооружения обладают ценностью только как часть единого имущественного комплекса. Если рассматривать сооружения в качестве отдельных объектов недвижимости, то они не приносят прямых доходов их владельцу. Найти информацию о недавних продажах или аренде сопоставимых объектов для отдельно взятых сооружений затруднительно. Данный факт накладывает ограничения на использование сравнительного и доходного подходов, и оценщик определяет их стоимость затратным подходом.

### ОБОСНОВАНИЕ ВЫБОРА МЕТОДА ПРИ ОПРЕДЕЛЕНИИ СТОИМОСТИ

#### Оценка земельных участков

При оценке рыночной стоимости объектов недвижимости в условиях депрессивного рынка возникают ситуации, когда невозможно применить какой-либо из подходов, и главным образом из-за отсутствия доступной информации в открытых источниках. В подтверждение данного утверждения проанализируем процесс определения рыночной стоимости зданий производственно-складского назначения и земельного участка, на котором расположены данные улучшения в условиях малоактивного рынка недвижимости.

Если проанализировать предложения по продажам земельных участков, то можно увидеть, что большинство продаваемых участков — это небольшие участки под строительство загородных домов независимо от региона продажи. Также на рынке имеется достаточное количество предложений о продаже сельскохозяйственных угодий. Однако при оценке земельного участка под производственно-складской комплекс необходимо оценивать либо промышленные земли, либо земли населенных пунктов для строительства административных или промышленных объектов. При этом площадь указанных земель чаще всего в разы превышает площадь большинства продаваемых земельных участков.

Перед оценщиком встает вопрос: как сопоставить настолько различные участки между собой и определить рыночную стоимость оцениваемого участка? Нужно либо сравнивать между собой различные категории земель и искать зависимость цены участка от категории, либо корректировать на площадь земельные участки одной категории, либо это будут земель-

ные участки, которые по всем параметрам отличны друг от друга. В отдаленных регионах, скорее всего, участки будут находиться еще и в разных населенных пунктах в пределах одного субъекта Российской Федерации.

Для того чтобы определить, как зависит цена продажи от всех перечисленных параметров, необходимо наличие достаточного количества информации в открытых источниках. При неразвитом рынке недвижимости не удается найти нужных сведений, а если сопоставлять друг с другом несопоставимые объекты, то полученная в результате стоимость земельного участка не будет отражать реальную рыночную ситуацию.

В связи с этим оценщику приходится отказываться от метода сравнения продаж и использовать любой другой метод для определения стоимости земельного участка. Однако не стоит забывать о том, что полученный при применении метода сравнения продаж результат является наиболее точным и объективным. В условиях малоактивного рынка при использовании других методов погрешность расчетов сильно увеличивается, что негативно отражается на результатах оценки. В России на современном рынке аренды земельных участков преобладают муниципальные и государственные земли. Арендные платежи за такие земли, как правило, неадекватны их рыночной стоимости. Данный факт негативно отражается на оценке, так как при использовании метода капитализации земельной ренты оценщик капитализирует доход в виде арендных платежей. В методах, основанных на затратном подходе (методы остатка и выделения), погрешность расчетов также увеличивается.

Если говорить о методе остатка, то оценщику затруднительно корректно определить коэффициент капитализации и величину чистого операционного дохода в условиях малоактивного рынка, а данные величины необходимы для преобразования части чистого операционного дохода в его рыночную стоимость.

При методе выделения для получения корректной рыночной стоимости необходимо точно определить цену единого объекта недвижимости, представляющего собой земельный участок и его улучшения, что в условиях депрессивного рынка невозможно из-за отсутствия достаточного количества объектов-аналогов. В связи с этим при дальнейшем вычитании из стоимости единого объекта стоимости улучшений, рассчитанной затратным подходом, полученный результат не будет соответствовать рыночному.

Таким образом, в условиях малоактивного рынка стоимость земельного участка определяется с большей погрешностью, чем в условиях развитого рынка.

### Оценка зданий

При оценке зданий, как уже было отмечено ранее, используются все три подхода к оценке недвижимости. Однако и в этом случае депрессивный рынок накладывает на точность оценки определенные ограничения. Если рынок малоактивен, то при оценке здания также воз-

бывший собственник может посчитать, что он понес потери при продаже объекта, и привлечет оценщика к ответственности за последствия, связанные с использованием заниженной стоимости. Таким образом, определяя стоимость имущества в условиях неразвитого рынка, оценщик подвергает себя дополнительному риску.

Следует иметь в виду, что и в условиях активного рынка недвижимости полученная в Отчете об оценке итоговая стоимость не является единственным возможным значением рыночной стоимости оце-

## Определяя стоимость имущества в условиях неразвитого рынка, оценщик подвергает себя дополнительному риску.

никает большая погрешность в расчетах ввиду того, что при использовании сравнительного и доходного подходов отсутствует достаточное количество данных по объектам-аналогам либо найти их вообще не представляется возможным, а при использовании затратного подхода перед оценщиком возникает вопрос корректного определения экономического устаревания объекта и его функционального износа. Также в доходном подходе возникает сложность определения рыночной ставки капитализации.

В такой ситуации оценщику приходится делать дополнительные допущения. Если оценщик примет неправильное допущение, погрешность расчетов увеличится в разы. Таким образом, точность оценки при использовании каждого из трех подходов зависит от того, насколько развит рынок недвижимости. Чем больше развит рынок, а информация открыта и не искажена, тем точнее будет оценка.

Если провести две независимые оценки одного и того же объекта, то в условиях неразвитого рынка можно получить значительное расхождение в стоимости даже при корректном выполнении всех оценочных процедур оценщиком. В данном случае важно понимать, какой процент расхождения является допустимым при проведении оценки в условиях малоактивного рынка и когда следует говорить о завышении или занижении стоимости.

Представим себе ситуацию: оценщик определил стоимость объекта оценки, на основании которой была совершена сделка купли-продажи. Новый собственник принимает решение отдать в залог данный объект, в связи с чем возникает необходимость повторного проведения оценки. Другой оценщик получает стоимость, превышающую предыдущую оценку. Узнав об этом,

ниваемого объекта. Другой независимый оценщик при определении стоимости того же самого объекта недвижимости может получить другую величину, несмотря на то, что первый оценщик придерживался всех обязательных стандартов и корректно провел все расчеты.

### Выводы

Данная ситуация возникает ввиду того, что на рынке недвижимости действуют случайные продавцы и покупатели, в связи с чем цены сделок формируются также случайным образом. Важным фактом является и тот факт, что текущая рыночная стоимость зависит от ожиданий рынка недвижимости, которые влияют на поведение всех его участников. Следовательно, оценка рыночной стоимости всегда содержит некоторую неопределенность. В условиях малоактивного рынка данная ситуация усугубляется, а само понятие рыночной стоимости приобретает условный характер. В результате возникает дополнительная погрешность, усиливающая неоднозначность результата оценки. Таким образом, при оценке в условиях депрессивного рынка величина итоговой рыночной стоимости не может рассматриваться как ее единственно точное значение.

Учитывая все вышесказанное, можно сделать вывод, что в условиях малоактивного рынка недвижимости процесс оценки затруднителен и, чтобы получить корректную рыночную стоимость объекта недвижимости, оценщику необходимо искать пути уменьшения дополнительной погрешности расчетов, возникающей из-за невозможности применения некоторых подходов к оценке в каждой конкретной ситуации. ■