

Магистерская диссертация на тему:

**«Практическое руководство по экспертизе  
отчетов об оценке рыночной стоимости  
ИНВЕСТИЦИОННЫХ АКТИВОВ  
(на примере объектов недвижимого имущества)»**

Лапин Михаил Валериевич

# Социально-экономическая роль инвестиционных активов (ИА)

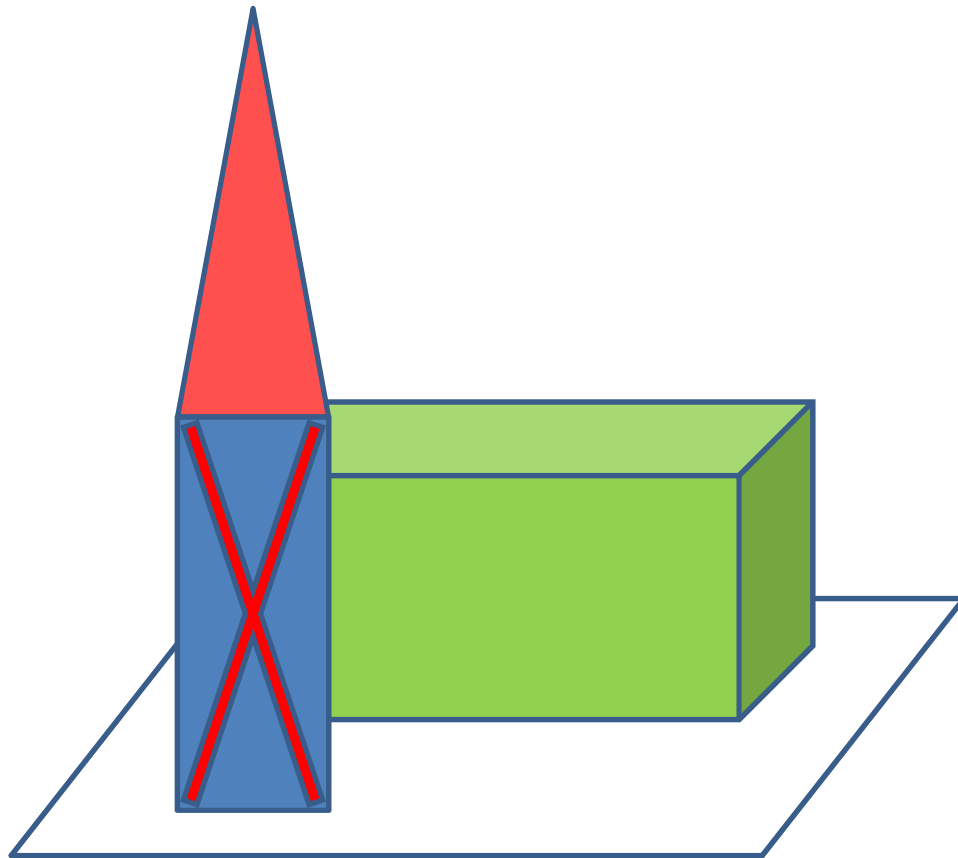
## Что говорят эксперты

Консультанты рынка разошлись в оценке стоимости лота. Так, управляющий партнер Blackwood **Константин Ковалев** назвал ее ниже рыночной. В том числе он сообщил, что в ходе аукциона начальная цена (в сумме – 258,55 миллионов долларов США) взлетит на 25%-35%. В свою очередь, старший президент Knight Frank **Андрей Закревский** предположил рост стоимости до 50%. Торги не состоятся, так как объект сильно переоценен, уверен партнер Cushman & Wakefield **Константин Лебедев**. По его расчетам, объективная стоимость лота составляет \$150-180 млн.



Софийская набережная (съемка с вертолета). Фото: fotografersha.livejournal.com

# Примеры ошибок в отчетах об оценке ИА (1/2)



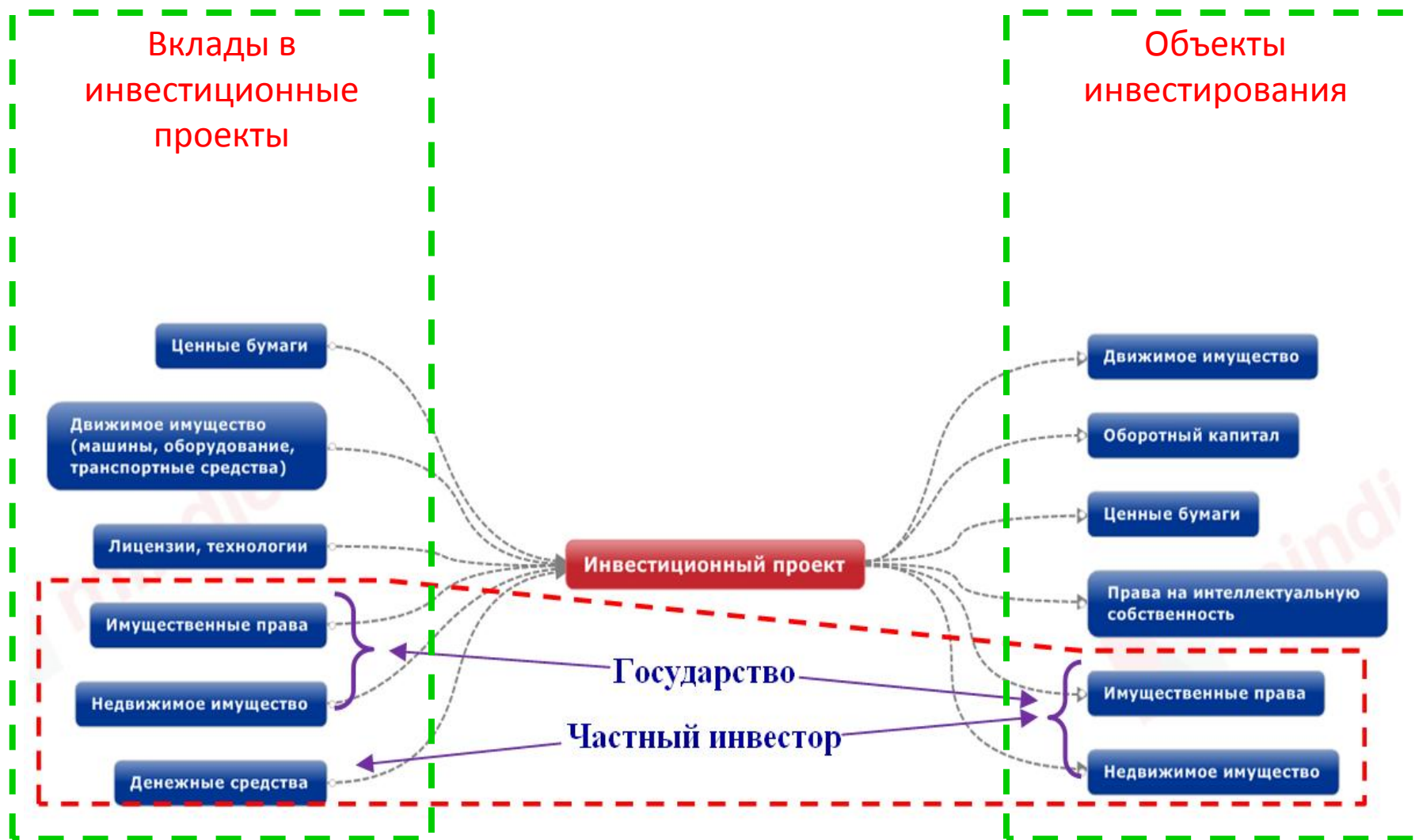
В отчете об оценке в качестве объекта оценки зафиксирован (и оценен) объект, незавершенный строительством (недостроенное здание телебашни в г.Екатеринбург), а точнее, даже не сам объект, а затраты на его строительство.

При детальном изучении обстоятельств было установлено, что данный объект недвижимости вовлекается в инвестиционный проект на следующих условиях: инвестору передаются права на постройку многофункционального комплекса вокруг телебашни, взамен чего он обязуется достроить собственно телебашню. Таким образом, полезность для инвестора данного земельного актива заключалась в разнице между стоимостью прав на строительство комплекса и затратами на достройку телебашни.

# Примеры ошибок в отчетах об оценке ИА (2/2)

Офисы/торговля/машино-места	год	квартал	на середину квартала
2012	6,10%	1,49%	0,74%
2013	6,22%	1,52%	0,76%
2014	5,51%	1,35%	0,67%
2015	5,29%	1,30%	0,65%
2016	5,08%	1,25%	0,62%
2017	4,86%	1,19%	0,59%
2018	4,64%	1,14%	0,57%
2019	4,43%	1,09%	0,54%
2020	4,21%	1,04%	0,52%
2021	4,09%	1,01%	0,50%

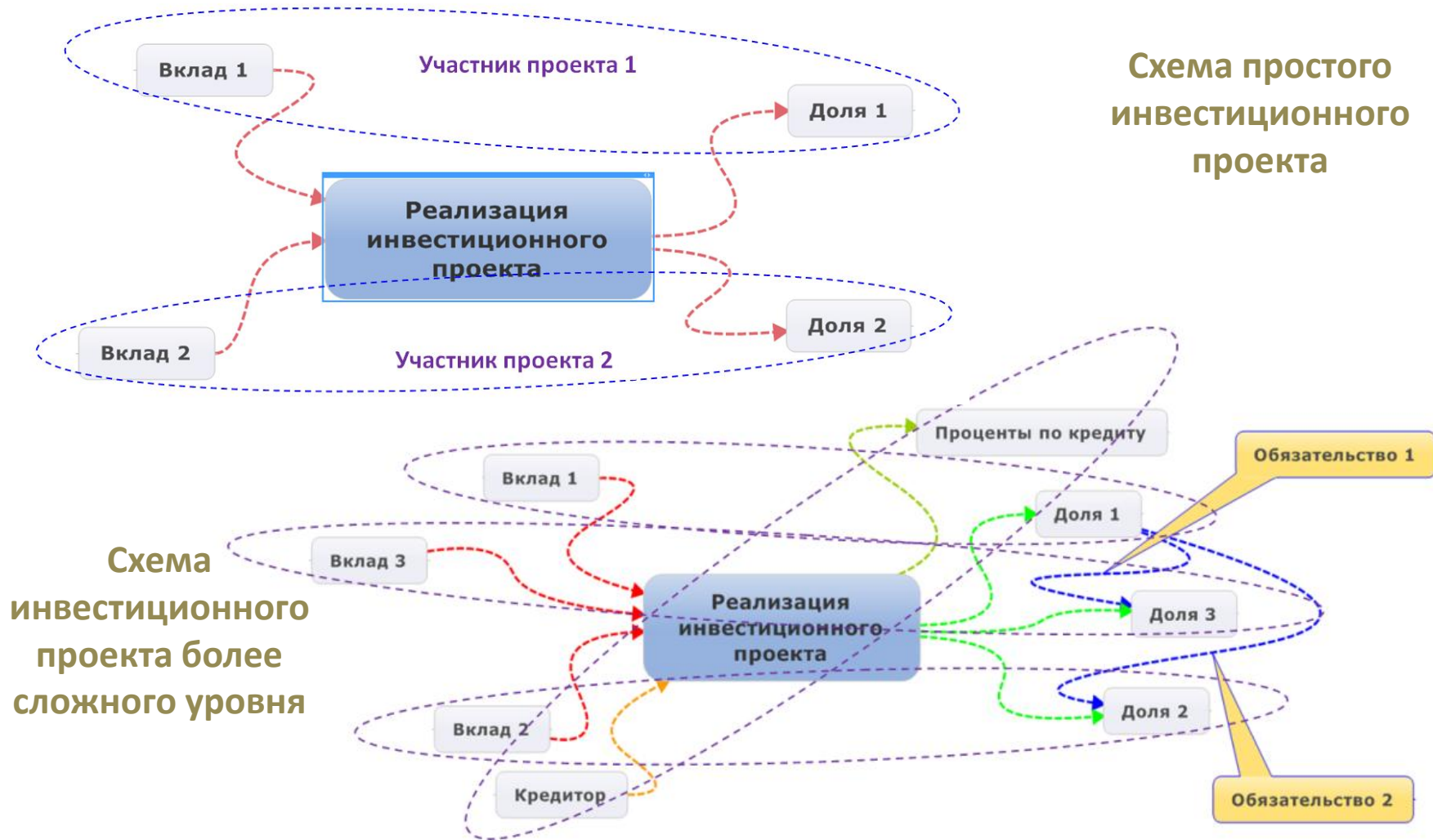
# Вклады, объекты инвестирования и типичная структура инвестиционных сделок



# Специфические особенности ИА как объектов оценки

1. Многообразие инвестиционных активов
2. Сложность формирования объекта оценки при оценке инвестиционных активов.
3. Сложность условий инвестиционного контракта; возможно наличие множества дополнительных соглашений к инвестиционному контракту, в которых существенно изменяются параметры объекта оценки.
4. Возможна оценка на разных стадиях инвестиционного проекта.
5. Отсутствие на рынке прямых аналогов.
6. Чувствительность моделей оценки.
7. Неопределенность расчетных параметров.

# Инвестиционные проекты разного уровня сложности



# Классификация нарушений законодательства и инструментов искажения стоимости

Тип нарушения	Характерные для инвестиционных активов примеры нарушений							
	Постановка задания на оценку	Описание объекта оценки	Анализ полезности	Анализ рынка	Загрязный подход	Сравнительный подход	Доходный подход	
Отсутствие существенной информации	-	1	2	3	4			
Отсутствие обоснования	5	6	-	-	-	-	7	
Приведение недостоверной информации	-							
Нарушение причинно-следственных связей	8							
Противоречие	9	10	11	12	13		14	
Ошибочный выбор метода/методов	15	16	-	-	-	-	17	
Математическая ошибка	18	19						



# Примеры нарушений законодательства и инструментов искажения стоимости (1/4)

1. Наиболее характерные примеры:
  - А) Не представлена характеристика окружения объекта оценки.
  - Б) Ошибочное определение объекта оценки – вместо прав инвестора согласно инвестиционному контракту №\_\_\_ от \_\_\_ в качестве объекта оценки зафиксирован объект недвижимости (недостроенное здание теплового пункта по адресу: \_\_\_\_\_).
2. Не проанализированы градостроительные ограничения. Не проанализировано функциональное зонирование инвестиционного объекта
3. Представление информации не по всем функциональным зонам предполагаемого к постройке инвестиционного объекта (или по всем не представлена). Отсутствие анализа темпов изменения стоимости (или ставки арендной платы) по функциональным зонам будущего объекта.
4. Неучет большого количества специфических ценообразующих факторов, таких как плотность застройки, функциональная структура предполагаемого к строительству инвестиционного объекта, что при правильном анализе может привести к отказу от затратного и/или сравнительного подхода.
5. Отсутствие обоснования включения в задание на оценку требования не учитывать какие-либо ценообразующие факторы: существующие обременения, существующие улучшения.
6. Отсутствие обоснования необходимости перекладки существующих коммуникаций (или отсутствует обоснование объемов соответствующих работ), указанной в описании и далее учтенной в оценке.

## Примеры нарушений законодательства и инструментов искажения стоимости (2/4)

7. Отсутствие обоснования существенных параметров расчета (затрат на строительство, доходов от реализации проекта, рисков и т.п.).
8. Отсутствует специфика, характерная только для оценки инвестиционных активов. Наиболее часто встречающаяся ошибка: в более ранних разделах отчета обоснованы одни величины каких-либо параметров, а в более поздних применены другие.
9. При постановке задания на оценку неверно указано предполагаемое использование результатов оценки (например, «для совершения сделки купли-продажи», при том, что реально предполагается заключение инвестиционного проекта на определенных условиях).
10. Описание противоречит документации по проекту, в том числе, дополнительным соглашениям к договору аренды земельного участка и/или инвестиционному договору.
11. Анализ наиболее эффективного использования противоречит описанию и/или документации по проекту.
12. В анализе рынка анализируются сегменты, не относящиеся к объекту оценки (или его функциональным зонам). Например, на оцениваемом земельном участке предполагается строительство административно-торгового центра в пределах Садового кольца г. Москвы, при этом оценщик анализирует земли Московской области, предназначенные либо под коттеджные поселки, либо под складские комплексы.
13. Противоречие схемы реализации затратного или сравнительного подхода ранее обоснованному варианту наиболее эффективного использования и/или разрешительной документации по проекту (например, прибавление стоимости существующих улучшений к стоимости прав на земельный участок при том, что проектом предусмотрен их снос).

## Примеры нарушений законодательства и инструментов искажения стоимости (3/4)

14. Эта группа ошибок – самая обширная в теме оценки инвестиционных активов, подавляющее число всех расчетных нарушений относятся именно к ней. Здесь можно привести следующий пример: в рамках метода предполагаемого использования при определении величины затрат на строительство инвестиционного объекта оценщик ошибочно включает в величину затрат на строительство прибыль предпринимателя. Также гипотетически проблему может представлять собой не слишком часто встречающаяся подгруппа ошибок, порождаемая непониманием разницы между инвестиционной стоимостью актива и рыночной стоимостью инвестиционного актива, когда оценщик в оценке учитывает параметры, не характерные для типичного инвестора, но присущие какому-то конкретному лицу (например, инвестору, заказавшему оценку рыночной стоимости государственного имущества для целей вовлечения его инвестиционный проект). Примером такой ошибки может служить использование в расчетной модели льготных условий кредитования, недоступных типичному заемщику, или условий льготного режима налогообложения, нехарактерного для типичного инвестора.
15. В отчетах об оценке инвестиционных активов ошибки такого типа в этом разделе не встречаются вообще.
16. В представленной на оценку проектной документации не указан строительный объем. Оценщик считает его самостоятельно, перемножая площадь застройки и высоту здания, не учитывая, что здание – разновысотное.

## Примеры нарушений законодательства и инструментов искажения стоимости (4/4)

17. Применение метода прямой капитализации при том, что период реализации инвестиционного цикла проекта составляет значительный временной промежуток, в течение которого расходы неравномерны, а доходы практически отсутствуют. При этом какие бы то ни было корректировки, учитывающие это отличие в расчет не включены.
18. В отчетах ошибки такого типа в этом разделе не встречаются вообще.
19. Отсутствует специфика, характерная только для оценки инвестиционных активов. Большинство нарушений данного типа, допускаемых оценщиками в реальных отчетах, имеют отношение к методу дисконтирования денежных потоков, как, например, приведенная в Приложении №1.

# Алгоритм экспертизы отчетов

1. Анализ документации по объекту оценки.
2. Проверка корректности постановки задания на оценку и идентификации объекта оценки.
3. Проверка полноты и корректности описания объекта оценки.
4. Проверка корректности исследования полезности объекта оценки (и/или его элементов), обоснования наиболее эффективного использования объекта оценки.
5. Проверка полноты и достаточности проведенного анализа рынка.
6. Проверка корректности реализации затратного и сравнительного подходов.
7. Проверка корректности прогнозирования продолжительности реализации инвестиционного проекта и его этапов.
8. Проверка корректности определения структуры и величины затрат на реализацию инвестиционного проекта в текущем уровне цен.
9. Проверка корректности построения прогнозов темпов роста различных затрат во времени.
10. Проверка корректности распределения затрат во времени.
11. Проверка корректности определения структуры и величины доходов от реализации инвестиционного проекта в текущем уровне цен.
12. Проверка корректности прогноза темпа роста доходов во времени.
13. Проверка корректности прогноза распределения величины доходов во времени.
14. Проверка корректности построения денежного потока от реализации инвестиционного проекта.
15. Проверка корректности обоснования величины ставки дисконтирования и коэффициента капитализации, а также дисконтных множителей.
16. Проверка корректности итогового расчета стоимости в рамках подхода.
17. Проверка корректности определения итоговой величины рыночной стоимости при согласовании результатов расчетов, полученных с применением различных подходов.
18. Моделирование экспертом расчетной модели из отчета в электронных таблицах.

# Особенности применения метода горизонтального и вертикального анализа (1/2)

Ценообразующий параметр (согласно документации, законодательству, или описанию объекта оценки)	Учет (способ учета)		
	анализ наиболее эффективного использования	анализ рынка	доходный подход
На участке объекта оценки имеется одноэтажное здание бывшего склада военного имущества. Инвест-проектом на предусмотрено строительство многоэтажного жилого дома.	В рамках анализа НЭИ сделан корректный вывод о необходимости сноса (полезность здания склада отрицательная).		Затраты на снос не рассчитаны, ошибочно не учтены в расчетах.
Согласно градостроительным ограничениям в данном районе нельзя строить объекты выше 6 этажей.	Оценщик не проанализировал допустимую этажность.		В расчетах ошибочно смоделировано строительство 15-эт. здания.
Согласно заданию на оценку объектом оценки являются права и обязательства передаваемые по инвестиционному договору	Обязанности инвестора не анализируются вообще.		В расчетной части обязанности инвестора не учтены (или учтены частично).

# Особенности применения метода горизонтального и вертикального анализа (2/2)

Ценообразующий параметр (согласно документации, законодательству, или описанию объекта оценки)	Учет (способ учета)		
	анализ наиболее эффективного использования	анализ рынка	доходный подход
Инвестиционным проектом на данном участке предусмотрено строительство многоэтажного жилого дома.		Оценщик не анализирует цены на жилье в данном районе города.	В расчетах бездоказательно используются средние по городу цены.
В представленной к оценке технической документации отсутствуют сведения о необходимости переноса коммуникаций.			В расчетах учтены затраты на перенос коммуникаций.
На 1 этаже инвестиционного объекта предусмотрены коммерческие помещения		Цены на коммерческие помещения на 1 этажах жилых домов указаны в диапазоне от 60 000 до 120 000 руб./кв. м	Приведенная стоимость реверсии составляет 150 000 руб.

# Особенности применения метода проверки по косвенным параметрам

16

Анализ результатов оценки :

1. удельная цена земельного участка в расчете на единицу площади собственно участка (иногда для того, чтобы получить адекватную сопоставимую стоимость собственно земельного участка, необходимо предварительно ее очистить от влияния нетипичных параметров, таких как обременения (расселение жильцов, перенос коммуникаций, снос строений) или, наоборот, преимуществ;
2. удельная цена участка в расчете на единицу площади улучшений (нагрузка), как правило, считается по надземной части улучшений;
3. доля стоимости земельного участка в стоимости единого объекта недвижимости;
4. удельная величина затрат на строительство на дату оценки;
5. удельная цена продажи (удельная цена реверсии в будущем или приведенная удельная цена реверсии) на дату оценки.

Сопоставление понятных параметров внутри примененного в отчете расчета (примеры):

1. общую стоимость объекта оценки, всех вложений в него и стоимость инвестиционного объекта в будущем (сколько надо заплатить, сколько дополнительно вложить и сколько получит инвестор на выходе);
2. удельную стоимость строительства инвестиционного объекта в текущих ценах, удельную стоимость помещений в аналогичных зданиях на дату оценки, удельную стоимость помещений, полученную оценщиком на этапе реверсии.



# Пример искажения стоимости

Наименование показателя	Ед. изм.	Итого	3 кв. 2017	4 кв. 2017	1 кв. 2018	ПП		
<b>Инвестиционная деятельность</b>								
Капитальные вложения (с учетом НДС)		-3 319 484	0	0	0	-		
НДС по капитальным затратам			0	0	0	-		
<b>Итого инвестиционная деятельность (с учетом НДС)</b>	<b>тыс. руб.</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-</b>		
<b>Операционная деятельность</b>								
Доходы от эксплуатации площадей, м/м	тыс. руб.		186 145	187 252	188 366	-		
Доходы от сдачи в аренду офисных помещений (с учетом НДС)	тыс. руб.		66 135	66 528	66 924	-		
Доходы от сдачи в аренду торговых помещений (с учетом НДС)	тыс. руб.		109 893	110 547	111 205	-		
Доходы от сдачи в аренду машино-мест офиса (с учетом НДС)	тыс. руб.		8 332	8 382	8 431	-		
Доходы от сдачи в аренду машино-мест торговли (с учетом НДС)	тыс. руб.		1 785	1 796	1 807	-		
Расходы от эксплуатации площадей, м/м	тыс. руб.		-48 019	-48 047	-48 077	-		
Расходы, связанные с эксплуатацией офисных, торговых помещений и всех машино-мест	тыс. руб.		-19 624	-19 483	-19 343	-		
НДС к уплате/возмещению	тыс. руб.		-28 395	-28 564	-28 734	-		
Стоимость в ПП	тыс. руб.		-	-	-	6 886 503		за 1 кв. м в ПП
Офисы						2 445 361		6 017 долл.
Торговля						4 158 913		7 698 долл.
Машино-места для офисов						262 797		41 060 долл.
Машино-места для торговли						19 432		4 554 долл.
<b>Итого операционная деятельность</b>	<b>тыс. руб.</b>		<b>138 126</b>	<b>139 205</b>	<b>140 289</b>	<b>6 886 503</b>		
<b>Итого денежный поток</b>	<b>тыс. руб.</b>		<b>138 126</b>	<b>139 205</b>	<b>140 289</b>	<b>6 886 503</b>		
Ставка дисконтирования для доходов	%		25,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
Длина периода	лет		0,25	0,25	0,25	0		
Фактор дисконтирования текущего периода (для доходов)	-		0,9457	0,9457	0,9457			
Итоговый фактор дисконтирования (для доходов)	-		0,3430	0,3244	0,3068	0,2984		
<b>Дисконтированные доходы</b>			<b>47 380</b>	<b>45 159</b>	<b>43 041</b>	<b>2 054 691</b>		
Ставка дисконтирования для расходов	%		25,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
Длина периода	лет		0,25	0,25	0,25	-		
Фактор дисконтирования текущего периода (для расходов)	-		0,9457	0,9457	0,9457			
Итоговый фактор дисконтирования (для расходов)	-		0,3430	0,3244	0,3068	0,2984		
<b>Дисконтированные расходы</b>		<b>-2 461 860</b>						
<b>Дисконтированный денежный поток</b>	<b>тыс. руб.</b>	<b>373 881</b>	<b>47 380</b>	<b>45 159</b>	<b>43 041</b>	<b>2 054 691</b>		
<b>Рыночная стоимость объекта с учетом НДС</b>	<b>тыс. руб.</b>	<b>373 881</b>						
	<b>тыс. долл.</b>	<b>11 917</b>						
Стоимость ЗУ на 1 кв. м общей площади	долл.	214						
Стоимость ЗУ на 1 кв. м полезной площади (с учетом паркинга)	долл.	328						
Стоимость ЗУ на 1 кв. м полезной площади (без учета паркинга)	долл.	395						
Стоимость 1 сотки ЗУ	долл.	100 581						

# Особенность применения проверочной таблицы (1/2)

Типичная ошибка	Отметка о проверке
<p align="center"><b>Задание на оценку</b></p> <p>без обоснования включено требование не учитывать какие-либо ценообразующие факторы            неверно указано предполагаемое использование результатов оценки</p>	
<p align="center"><b>Описание объекта оценки</b></p> <p>не представлена характеристика окружения объекта оценки.            ошибочное определение объекта оценки – вместо прав – объект недвижимости            описание противоречит документации по проекту</p>	
<p align="center"><b>Анализ рынка</b></p> <p>информация представлена не по всем функциональным зонам инвестиционного объекта            анализируются сегменты, не относящиеся к объекту оценки, инвестиционному объекту (или его функциональным зонам).</p>	
<p align="center"><b>Анализ наиболее эффективного использования</b></p> <p>не проанализированы градостроительные ограничения            не проанализировано функциональное зонирование инвестиционного объекта            анализ наиболее эффективного использования противоречит описанию и/или документации по проекту</p>	
<p>...</p>	

# Особенность применения проверочной таблицы (2/2)

Типичная ошибка	Отметка о проверке
<p style="text-align: center;"><b>Затратный подход</b></p> <p>схема реализации затратного подхода противоречит ранее обоснованному варианту наиболее эффективного использования и/или разрешительной документации по проекту не учтены специфические ценообразующие факторы, такие как плотность застройки, функциональная структура предполагаемого к строительству инвестиционного объекта</p>	
<p style="text-align: center;"><b>Сравнительный подход</b></p> <p>схема реализации сравнительного подхода противоречит ранее обоснованному варианту наиболее эффективного использования и/или разрешительной документации по проекту не учтены специфические ценообразующие факторы, такие как плотность застройки, функциональная структура предполагаемого к строительству инвестиционного объекта</p>	
<p style="text-align: center;"><b>Доходный подход</b></p> <p>отсутствие обоснования существенных параметров расчета (затрат на строительство, доходов от реализации проекта, рисков и т.п.). при определении величины затрат на строительство инвестиционного объекта в величину затрат на строительство включена прибыль предпринимателя.</p>	
<p>...</p>	