

Баринов Николай Петрович – канд. техн. наук, доцент,
директор по научно-методической работе
ООО «Центр оценки «Аверс»

Паничкина Наталия Евгеньевна – генеральный директор
ООО «Евро Аудит Групп»,
председатель Санкт-Петербургского регионального сообщества РОО

О СРОКЕ ПОЛЕЗНОГО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ОБЪЕКТА ПРИ ОЦЕНКЕ НЕДВИЖИМОСТИ МЕТОДОМ ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДОХОДОВ

В рамках оценки объектов недвижимости доходным подходом представляется важным вопрос определения ставки дисконтирования в доказательном формате, соответствующем требованиям Федерального стандарта оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)».

Пунктом 22 указанного стандарта предусмотрено: *«Ставка дисконтирования и ставка капитализации должны отражать риски получения прогнозируемого денежного потока с точки зрения участников рынка, конкретной сделки или пользователя (в соответствии с видом определяемой стоимости).*

При определении ставки дисконтирования (ставки капитализации) следует учитывать:

- 1) вид стоимости и соответствующие ему стороны сделки;*
- 2) допущения оценки;*
- 3) вид денежного потока, в частности его инфляционную (номинальный или реальный денежный поток), налоговую (доналоговый или посленалоговый денежный поток), валютную и иные составляющие;*
- 4) факторы риска инвестирования в объект оценки, в частности связанные с его следующими особенностями:*
 - вид объекта оценки (недвижимость, движимое имущество, бизнес, обязательства и другие);*
 - сегмент рынка объекта оценки (географическое положение объекта оценки или рынка производимого с его использованием продукта);*
 - срок полезного использования объекта оценки (подчеркнуто авторами статьи);*
 - специфические риски объекта оценки».*

Срок полезного использования объекта оценки может интерпретироваться по-разному, из-за чего между приверженцами различных мнений

относительного этого срока возникают противоречия, вплоть до утверждений о составлении отчетов об оценке с нарушениями требований федеральных стандартов.

При дисконтировании денежных потоков от объекта недвижимости весьма распространенным является использование общего срока *экономической жизни* объекта в качестве срока его *полезного использования*. Для случая оценки действующего, еще не старого объекта недвижимости, приносящего доход, это допущение следует признать вполне естественным. При построении ставки дисконтирования на базе безрисковой ставки это допущение выражается в том, что безрисковая ставка принимается на уровне доходности надежных ценных бумаг с максимальными сроками погашения, сопоставимыми со сроком жизни объекта недвижимости. Ввиду отсутствия на рынке облигаций федерального займа бумаг со сроком погашения 50 лет, обычно принимается доходность облигаций с максимальным 30-летним сроком, учитывая несущественное изменение доходности ОФЗ со сроками погашения свыше 10 лет (рис. 1). При разнице доходности 10-летних и 30-летних государственных облигаций РФ порядка 0,4% погрешность определения итоговой величины стоимости недвижимости при использовании доходности 30-летних облигаций вместо 50-летних несущественна на фоне других погрешностей и допущений.

Между тем, формулировка федерального стандарта оценки – «срок полезного использования», а не срок жизни объекта – требует более внимательного подхода к определению составляющих ставки дисконтирования, в частности безрисковой ставки.

Как известно, ставка дисконтирования - ожидаемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимыми уровнями риска на дату оценки и сроками инвестирования. Согласно учебнику [1], ставка дисконтирования – показатель, используемый для расчета текущей стоимости денежной суммы, получаемой или выплачиваемой в будущем. Потенциальная доходность учитывает все ожидаемые выгоды от недвижимости, включая поступления при продаже в конце срока инвестиции. Именно эта доходность и используется в качестве ставки дисконтирования при использовании метода дисконтированных денежных потоков.

Как отмечено выше, приравнивание срока полезного использования объекта сроку его экономической жизни вполне оправдано при оценке объекта недвижимости с уже действующим объектом капитального строительства, в предположении о сохранении его доходной эксплуатации в течение всего срока

экономической жизни. Однако в ряде других ситуаций оценки картина совершенно иная.

Например, при оценке земельного участка в качестве типичного девелоперского проекта обычно рассматриваются инвестиции в строительство доходного объекта, соответствующего наиболее эффективному виду использования участка, выведение объекта на показатели оптимальной эксплуатации (или впечатляющей динамики таких показателей) и его последующая продажа. Например, в сегменте бизнес-центров известны случаи строительства, начальной эксплуатации, заполнения арендаторами и продажи объекта специализирующимся управляющим компаниям через 3-5 лет после ввода центра в эксплуатацию.

А при застройке земельного участка под многоквартирный дом нет даже периода выведения объекта на некий оптимальный уровень эксплуатации – девелоперский проект завершается с продажей последнего помещения в доме или сдачей дома в эксплуатацию (по наступлению более позднего события).

То есть, срок полезного использования для девелопера не будет равен общему сроку экономической или физической жизни объекта. Для него *срок полезного использования* заканчивается в момент продажи объекта. Следовательно, ставка дисконтирования для типичного инвестора (а оценщик моделирует поведение и мотивации именно типичных участников рынка) должна отражать ожидаемую ставку доходности конкретного проекта, срок которого обычно существенно меньше общего срока жизни объекта недвижимости.

Итак, при построении ставки дисконтирования в процессе оценки развивающихся объектов недвижимости логичным представляется оперировать типичными сроками девелоперских проектов, а не общим сроком жизни объекта.

Ставки дисконтирования, отражающие риски конкретного проекта с продолжительностью меньшей, чем общий срок жизни зданий, используются при оценке земельных участков для многоквартирной жилой застройки, для застройки коттеджных поселков, в сегменте апартаментов и гостиниц. Это же справедливо и при реконструкции объектов, например, гостиниц. Притом, что срок экономической жизни, например, жилого дома – весьма продолжителен, ставки дисконтирования для денежных потоков девелопера и владельца встроенного коммерческого помещения – критически разные. Типичного девелопера интересует доходность конкретного проекта, срок которого ограничен и непродолжителен по отношению к общему сроку жизни здания;

именно эта доходность определит стоимость земельного участка, приобретаемого для жилой застройки.

Применительно к проектам в иных сегментах также могут использоваться ставки дисконтирования, отражающие риски в период продолжительности конкретного проекта, начинающегося предпроектными проработками и покупкой участка (в том числе с улучшениями) и заканчивающегося продажей объекта, имеющего оптимальные для этого показатели доходности.

Согласно учебнику [2], общий период времени, в течение которого детально рассматриваются денежные потоки, называется периодом прогнозирования или прогнозным периодом. В качестве прогнозного периода в теории оценки принято брать наиболее типичный период времени владения объектом недвижимости (холдинговый период). Период прогнозирования может состоять из нескольких расчетных периодов. Чаще всего этот период выбирают в диапазоне от 3 до 7 лет. Основной критерий выбора прогнозного периода — выход актива на стадию генерации устойчивого потока доходов. Изучив рынок и выбрав (рассчитав) ставку дисконтирования, оценщик, по существу, заявляет тем самым о том, какой должна быть годовая норма прибыли на капитал для оцениваемого проекта.

При оценке земельных участков доходным подходом прогнозный период, как правило, совпадает со сроком реализации такого проекта. Это в полной мере соответствует норме пп.2 п.16 стандарта ФСО V, согласно которой в методе дисконтирования денежных потоков осуществляется «определение *необходимости применения* (выделено курсивом авторами публикации) *постпрогнозной (терминальной, остаточной) стоимости для объектов оценки по окончании срока прогнозирования денежных потоков...*».

Применительно к методу кумулятивного построения ставки дисконтирования основной составляющей, чувствительной к продолжительности девелоперского проекта, является безрисковая ставка. К её выбору следует подходить с учетом типичного срока владения девелопером объектом недвижимости из сегмента объекта оценки или, как следует из [2], с учетом продолжительности типичного прогнозного периода.

Принятие безрисковой ставки на уровне ставки доходности ОФЗ на 3-7-летний срок согласно прогнозному сроку *полезного использования* представляется более верным и полностью соответствующим требованиям ФСО, нежели использование доходности 30-летних облигаций притом, что реальный срок *экономической жизни* объекта недвижимости составит 50 и более лет. Такой же позиции придерживается автор публикации [3], который при

определении периода действия безрисковой ставки различает применение модели Гордона, капитализирующей поток постпрогнозного периода, и метод «предполагаемой продажи», учитывающий продажу объекта, т.е. выход из проекта, спустя год после окончания прогнозного периода.

Согласно публикации [4], при определении безрисковой ставки единственным вариантом, при котором не актуализируется ни риск процентной ставки, ни риск реинвестирования – является совпадение срока погашения ценной бумаги со сроком планируемого инвестором периода владения. Именно при совпадении сроков инвестор может с большей уверенностью говорить о том, что знает, какова будет доходность используемых им средств уже в начальный момент инвестирования.

События последних экономических кризисов показали, что кривая бескупонной доходности государственных облигаций, часто используемая для определения величины безрисковой ставки, может иметь разную форму.

В стабильной экономической ситуации кривая имеет нормальный вид - монотонно возрастающая выпуклая вверх: по мере роста срока погашения бумаг доходность повышается (рис.1).

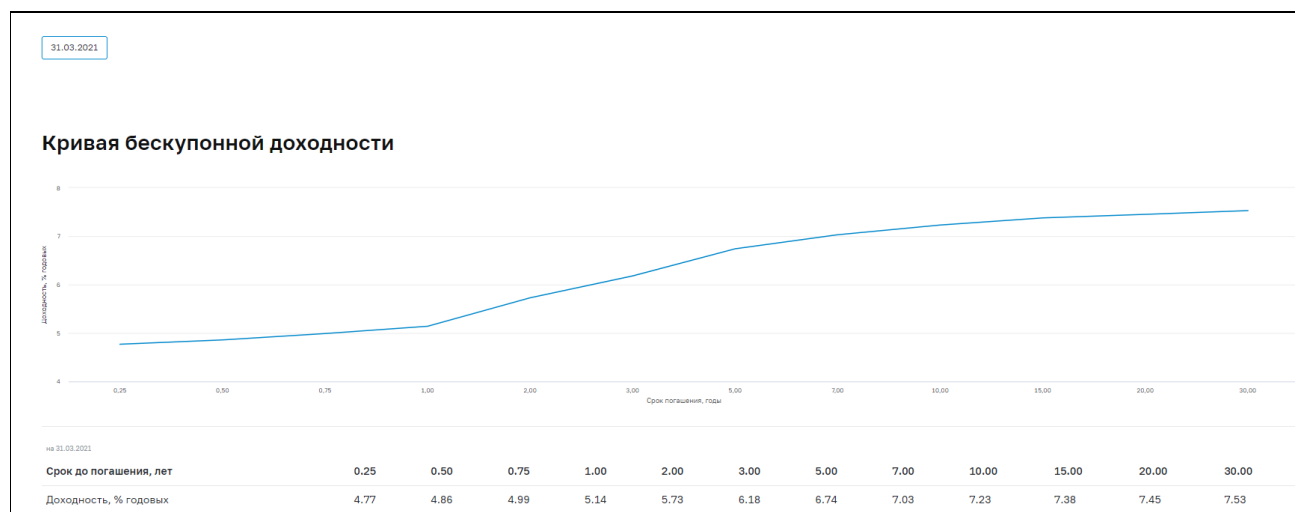


Рисунок 1. Нормальная кривая доходности
(источник: ЦБ РФ https://www.cbr.ru/hd_base/zcyc_params/zcyc/)

В периоды кризисов кривая имеет инверсную (перевернутую) форму: существенно повышаются краткосрочные доходности при меньшем повышении долгосрочной доходности (рис.2).

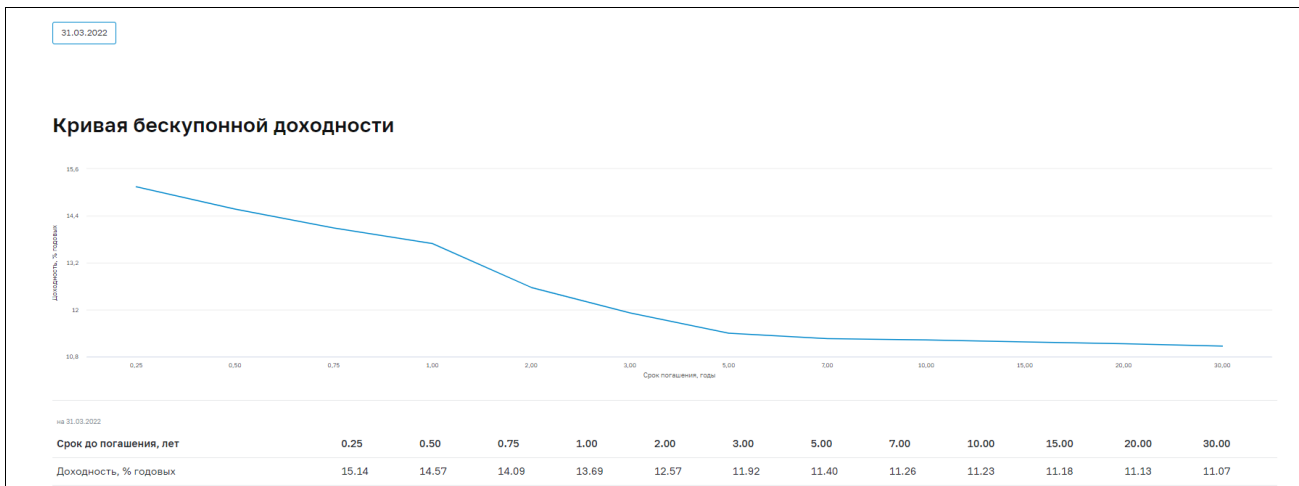


Рисунок 2. Инверсная кривая доходности
(источник: ЦБ РФ https://www.cbr.ru/hd_base/zcyc_params/zcyc/)

Использование безрисковой ставки со сроком погашения на уровне типичного проектного срока (а не общего срока жизни объекта недвижимости) соответствует корректному определению стоимости недвижимости. Например, в кризисный период доходность вложений на срок 3-7 лет выше, чем доходность вложений на 30 лет → ставка дисконтирования выше → стоимость недвижимости ниже. Фактически в кризисы 2009 и 2015 годов, когда доходность среднесрочных бумаг была выше долгосрочных, стоимость коммерческих земельных участков, у которых типичный срок владения ограничен стандартным инвестиционным периодом, снижалась (рис. 3).



Рис.3. Динамика рынка промышленных земельных участков
(Источник: PETERLAND http://www.peterland.info/indicators-peterland_index.htm)

Безусловно, в ставке дисконтирования есть и иные составляющие, которые влияют на её величину. Однако наблюдаемое «поведение» безрисковой ставки приводит к выводу о корректности использования четко определенного срока, который совпадает со сроком реализации девелопером типичного проекта, и соответствующей ему безрисковой ставки. Трудно признать корректной альтернативную позицию - с использованием ставки с доходностью, соответствующей общему сроку жизни объектов недвижимости, просто потому, что он – самый большой из имеющихся в распоряжении оценщика.

В результате можно сделать вывод о том, что и формальное, и содержательное прочтение Федерального стандарта оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)» говорит нам именно о сроке *полезного использования объекта*. Этот срок не следует всегда интерпретировать как общую продолжительность жизни объекта недвижимости, а нужно рассматривать индивидуально для каждого конкретного объекта оценки как срок холдингового периода, т.е. участия инвестора в данном проекте. В частности, будут существенно различаться сроки полезного использования объекта при оценке эксплуатируемого капитального здания и земельного участка, предназначенного к застройке многоквартирным жилым домом.

Список источников

1. *Грязнова А.Г., Федотова М.А.* Оценка недвижимости: учебник – М.: «Финансы и статистика» 2003. – 496 с.
2. *Грибовский С.В.* Оценка стоимости недвижимости: Учебное пособие. — 2-е изд., испр. и доп. — М.: ООО «Про-Аппрайзер» Онлайн, 2017. — 472 с.
3. *Яскевич Е.Е.* Оценка бизнеса. Техника построения ставок дисконтирования с применением модели МСАРМ в рублевом эквиваленте на основании данных по РФ / Электронный ресурс <https://срса.ru/articles/discount-rates/>
4. *Куколева Е, Захарова М.* Безрисковая ставка: возможные инструменты расчета в российских условиях / Вопросы оценки №2, 2002. стр.2-10.
5. Сборник рыночных корректировок (СРК) / Под ред. канд. техн. наук Е.Е. Яскевича. - М.: ООО «Научно-практический Центр Профессиональной Оценки», 2022 – 182 с.

Библиографическая ссылка:

Баринов Н.П., Паничкина Н.Е. О сроке полезного использования объекта при оценке недвижимости методом дисконтирования доходов / в книге Стоимостная оценка в условиях неопределенности и финансового суверенитета : монография / под ред. Н.Ю. Пузыня. – СПб: Изд-во СПбГЭУ, 2023. – 121 с.