

**МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

**ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ  
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
«САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ  
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»**

**КАФЕДРА ФИНАНСОВ**

**ПРОБЛЕМЫ, СОВРЕМЕННЫЕ РЕАЛИИ  
И НОВЫЕ ВЫЗОВЫ  
В ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ**

**Монография**

*Под редакцией Н.Ю. Пузыня*

**ИЗДАТЕЛЬСТВО  
САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО  
ЭКОНОМИЧЕСКОГО УНИВЕРСИТЕТА**

**2022**

**ББК 65.052.2**

**П78**

**П78 Проблемы, современные реалии и новые вызовы в оценочной деятельности : монография / под ред. Н.Ю. Пузыня. – СПб. : Изд-во СПбГЭУ, 2022. – 148 с.**

**ISBN 978-5-7310-5878-0**

В монографии представлена проблематика оценочной деятельности, изменения, происходящие в нормативных документах стоимостной оценки. Рассмотрены вопросы определения кадастровой стоимости, методические проблемы теории и практики оценки стоимости предприятия (бизнеса) и отдельных активов, влияния качества информации на результат определения стоимости.

The monograph presents the problems of valuation activities, the changes in the normative documents of valuation. The issues of determining the cadastral value, methodological problems of the theory and practice of estimating the value of an enterprise (business) and individual assets, the influence of information quality on the result of determining the value are considered.

**ББК 65.052.2**

**Рецензенты:** д-р экон. наук, проф. СПбГЭУ **Н.Г. Иванова**  
председатель Совета национального объединения СРО оценщиков «Союз ССО» **А.Н. Луняк**

**Авторский коллектив:** Пузыня Н.Ю. (введение), Мягков В.Н. (1.1, 1.2), Нейман Е.И., Слуцкий А.А., Козин П.А., Кузнецов Д.Д. (1.2), Булаевская Е.С., Вовк А.С., Красильников Д.С., Лопатин А.Ю. (2.1), Грибовский С.В. (2.2.), Баринов Н.П. (2.3.) Сахновская О.Е., Митюрин Д.Н. (2.4), Стабровская К.Ю., Егорова А.К. (2.5.), Григорьев И.В., Николов В.П. (3.1), Шведова Н.Ю. (3.2.), Михлин А.В., Зайцева О.С. (3.3), Киришина Н.Р. (3.4.)

**ISBN 978-5-7310-5878-0**

© СПбГЭУ, 2022

## ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	4
ГЛАВА 1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ В ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В СВЯЗИ С ПРИНЯТИЕМ НОВЫХ ФЕДЕРАЛЬНЫХ СТАНДАРТОВ ОЦЕНКИ .....	6
1.1. Виды стоимости в российской практике оценки и почему они не попали в новый стандарт ФСО II .....	6
1.2. Ответы на некоторые вопросы практического применения Федеральных стандартов оценки I-VI (2022).....	26
ГЛАВА 2 СОВРЕМЕННЫЕ ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ НЕДВИЖИМОСТИ...34	
2.1. Метод капитализации дохода (ренты) при оценке стоимости земельных участков сельхозназначения .....	34
2.2. Регрессионный анализ в оценке кадастровой стоимости объектов недвижимости.....	44
2.3. Некоторые результаты мониторинга судебных решений по оспариванию результаты кадастровой оценки в 2019–2021 гг.....	69
2.4. Оценка рыночной стоимости объектов культурного наследия .....	79
2.5. Оценочная деятельность как результат косвенного измерения свойств объекта и рыночной среды .....	93
ГЛАВА 3 ОТРАЖЕНИЕ СОВРЕМЕННЫХ РЕАЛИЙ ЭКОНОМИКИ В ОПРЕДЕЛЕНИИ ОСНОВНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ПРИ ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА.....	104
3.1. Прогнозирование денежного потока через фундаментальные детерминанты роста в доходном подходе при оценке бизнеса.....	104
3.2. Специфика оценки рыночной стоимости российских биотехнологических компаний сравнительным подходом.....	110
3.3. Особенности культурных ценностей как альтернативных инвестиций .....	120
3.4. Практические вопросы работы с информацией при проведении оценки .....	130
СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРАХ.....	147

## ВВЕДЕНИЕ

В оценочной деятельности продолжают происходить изменения в области государственного регулирования. Весь 2022 год прошел под знаком смены Федеральных стандартов оценки (ФСО) в их общей части. Пять новых стандартов были утверждены Приказом Минэкономразвития РФ №200 от 14.04.2022г. и введены в действие с 7 ноября 2022 г. Коллектив авторов, который разрабатывал данные стандарты, максимально приблизил их структуру к действующим Международным стандартам оценки.

Саморегулируемые организации оценщиков и Санкт-Петербургский научно-методический совет по оценке в течение этого и предыдущего года активно обсуждали предлагаемый вариант общих ФСО, что нашло отражение в статьях коллективной монографии. Рабочей Группой Национального объединения Саморегулируемых организаций оценщиков «Союз СОО» по разработке новой редакции Федеральных стандартов оценки был разработан самостоятельный проект, который здесь публикуется.

Новые вызовы в оценочной деятельности в связи с принятием новых федеральных стандартов оценки связаны с необходимостью составления отчетов об оценке по новым стандартам и с изменением устоявшейся терминологии, которую принято было использовать в отчетах об оценке. В связи с этим в монографии публикуются ответы на некоторые вопросы практического применения вводимых Федеральных стандартов оценки I-VI. Следует отметить, что никакой революции с введением новых ФСО не произошло, были введены некоторые новые понятия в деятельность оценщика, такие как «может», «следует» и «должен»; некоторые понятия изменены, например, цель оценки; некоторые определения, наоборот, изъяты из стандартов, например, понятие «объект-аналог».

В текущем году продолжалась повестка с определением кадастровой стоимости в целях налогообложения недвижимости. В монографии с одной стороны приведены результаты мониторинга судебных решений по оспариванию результатов кадастровой оценки в 2019–2021 гг., с другой стороны процесс разработки экономико-математической регрессионной модели оценки стоимости объектов недвижимости на примере Санкт-Петербурга, которая может быть полезна кадастровым оценщикам объектов недвижимости в тех регионах, где имеется развитый рынок недвижимости.

Современный этап развития экономики характеризуется крайней неопределенностью и волатильностью как в прогнозировании макропоказателей, так и в прогнозировании конкретных составляющих денежного потока в доходном подходе при оценке бизнеса. В монографии авторы предлагают прогнозировать денежный поток через фундаментальные детерминанты роста.

Отдельные темы монографии связаны с определением стоимости самых различных объектов оценки, таких как земельных участков сельскохозяйственного назначения в целях кредитования или оценки объектов культурного наследия.

В данной монографии авторы особый упор сделали на вопросы измерения свойств объекта оценки и рыночной среды, влияния качества информации на результат определения стоимости. Работа с информацией лежит в основе всего процесса оценки, критическое отношение к любой информации, грамотная ее обработка, залог получения достоверного результата.

Данный выпуск коллективной монографии, которая ежегодно издается в Санкт-Петербургском государственном экономическом университете и объединяет статьи преподавателей по оценке и практиков, занимающихся определением стоимости, является четвертым выпуском. В ней затронуты вопросы государственного регулирования оценочной деятельности, дискуссионные вопросы в области развития теории, инструментария и методического обеспечения оценочной деятельности, перспектив развития оценочной профессии в условиях неопределенности.

Монография предназначена для широкого круга пользователей: студентам, магистрантам и аспирантам, занимающимся образованием или исследованием в сфере оценки собственности, а также практикующим оценщикам. Она содержит ряд авторских идей и постановок задач, которые, возможно, требуют дальнейших дополнительных исследований.

# ГЛАВА 1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ В ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В СВЯЗИ С ПРИНЯТИЕМ НОВЫХ ФЕДЕРАЛЬНЫХ СТАНДАРТОВ ОЦЕНКИ

## 1.1. Виды стоимости в российской практике оценки и почему они не попали в новый стандарт ФСО II

**Обозначения**, используемые в тексте статьи:

**Закон 135-ФЗ** – Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 10.11.1998г. (изм. От 02.07.2021г.)

**ФСО** – Федеральные стандарты оценки

**МСО** – Международные стандарты оценки 2017/2021гг.

**МСФО** – Международные стандарты финансовой отчетности

**МСА** – Международные стандарты аудита

**МАНО** – Международная ассоциация налоговых оценщиков

**ФСБУ** – Федеральные стандарты бухгалтерского учета

**ЦБ РФ** – Центральный банк РФ, Банк России

**СРОО** – саморегулируемая организация оценщиков

**Минфин** – Министерство Финансов РФ

**Минэкономразвития** – Министерство экономического развития РФ

**Минстрой** – Министерство строительства и жилищно-коммунального хозяйства РФ

**НК РФ** – Налоговый Кодекс Российской Федерации

Федеральный закон №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в РФ» был принят в 1998 г. За прошедшие 24 года в этот закон внесены свыше сорока изменений и дополнений. Но неизменными остались два положения: первое – оценочной деятельностью в РФ считается только деятельность *независимых оценщиков – членов СРОО*, и второе – оценке подлежат *четыре* вида стоимости. Ни закон 135-ФЗ в его действующей редакции, ни федеральные стандарты оценки «не замечают» активной оценочной деятельности, ведущейся в рамках стандартов аудита, бухгалтерского, управленческого, налогового и финансового учета *внутренними оценщиками*<sup>1</sup> компаний и предприятий. Закон «не замечает» многих видов стоимости, активно используемых в практической оценочной деятельности, в том числе входящих в упомянутые профессиональные стандарты.

Сложившееся положение тем более удивительно, что Международные стандарты оценки (МСО), разработанные в том числе с участием оценщиков РФ, и рекомендованные Минэкономразвития к применению в

---

<sup>1</sup> Внутренняя оценка – та, которая выполняется как внутрипроизводственная операция, без заключения договора между независимым исполнителем и заказчиком [МСО 101, п.10.2]

РФ, прямо указывают, что МСО разработаны для применения независимыми и внутренними оценщиками и рецензентами отчетов, а также признают многие виды стоимости бухгалтерских и аудиторских профессиональных стандартов, кроме упомянутых в законе 135-ФЗ. В современной экономике учет затрат, доходов, условий финансирования, обоснование инвестиций, анализ эффективности собственных и заемных средств требуют единой понятийной и методической базы. Различные виды стоимости, будучи профессионально сформулированными, являются ведущими средствами управления бизнесом и финансами, инструментами принятия решений в частном и общественном секторах экономики. Эти признанные инструменты включают:

- Международные стандарты финансовой отчетности IFRS/МСФО,
- Международные стандарты аудита (ISA/МСА),
- Международные стандарты оценки (IVS/МСО).

Все три свода стандартов с начала 2000-х годов согласуют и объединяют формулировки определений и методики оценки. К настоящему времени все основные виды стоимости достаточно унифицированы, а национальные стандарты оценки согласованы с указанными тремя международными.

Далее в статье анализируются причины создавшегося в РФ положения и формулируются предложения по проекту новой редакции ФСО-II «Виды стоимости».

### **Недостатки и противоречия действующей редакции закона 135-ФЗ, которые можно было исправить в новых ФСО-II.**

Начнем с комментариев к закону РФ №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в РФ» (в ред. от 02.06.2021).

**Статья 1** закона гласит: «Оценочная деятельность осуществляется в соответствии с международными договорами Российской Федерации, настоящим Федеральным законом, а также другими федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации, регулирующими отношения, возникающие при осуществлении оценочной деятельности».

Из приведенного текста следует, что приказы Минфина о введении на территории РФ стандартов МСФО<sup>2</sup> и МСА<sup>3</sup> и приказы ЦБ РФ также

---

<sup>2</sup> Приказ Минфина РФ № 160н, 2011г. ввел МСФО для применения в России (в том числе стандарты справедливой стоимости, возмещаемой стоимости, стоимости в пользовании, и их оценку). Отдельным приказом Минфина РФ от 28.12.2015 № 217н, Приложение №40, введен стандарт и методика оценки *справедливой стоимости по МСФО*

<sup>3</sup> Приказ Минфина России от 24.10.2016 N 192н «О введении в действие международных стандартов аудита на территории РФ» ввел понятие внешнего оценщика, внутреннего оценщика, оценщика заказчика, и стандарт МСА 620 работы аудитора с оценочными отчетами.

входят в состав «регулирующих отношений, возникающих... в оценочной деятельности». Тогда, с одной стороны, и эти приказы и введенные ими виды стоимости, стандарты их оценки и использования, тоже регулируют оценочную деятельность, по существу, и в части отношений между, например, дирекциями публичных компаний и их акционерами. Но, с другой стороны, оценки, предусмотренные Положениями ЦБ РФ, и оценки, требуемые ФСБУ, МСФО и МСА, могут выполняться самими сотрудниками банков, бухгалтерами или аудиторами в рамках внутренней оценки (см. МСФО-13 и стандарт МСА-500), следовательно такая оценка не подпадает под 135-ФЗ, который относится только к оценщикам – членам СРОО (см ниже).

Цитируем закон далее.

**Статья 3:** «...под оценочной деятельностью понимается профессиональная деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной, кадастровой, ликвидационной, инвестиционной или иной предусмотренной федеральными стандартами оценки стоимости».

**Статья 4:** «Субъектами оценочной деятельности признаются физические лица, являющиеся членами одной из саморегулируемых организаций оценщиков...»

В статье 3 и 4 указано к какому оценщику относится 135-ФЗ, но не указано – к какому заказчику и договору, в РФ или в другой стране? Это важно для оценщика и налоговой инспекции РФ. Если российский оценщик оценивает рыночную стоимость по МСО или справедливую стоимость по МСФО по заказу юрлица из Казахстана, и получает гонорар на свой счет в РФ, то, согласно пп.3 и 4 закона 135-ФЗ — это не оценочная деятельность (!). Но по нормам Налоговой инспекции РФ в части вида деятельности и источника дохода российского оценщика – это оценочная деятельность (!). Итак, эта оценочная деятельность по НК РФ, но не подпадает под 135-ФЗ...(?!)

Впервые в статье 3 закона 135-ФЗ упомянуты ФСО, но не указано что это такое, хотя указано, что ФСО предусматривают кроме четырех указанных и *иные виды стоимости*.

Вывод из статьи 4: закон 135-ФЗ не относится ко внутренней оценке. Напомним, что согласно МСО -2017/21 внутренняя оценка – та, что выполняется без заключения договора на оценку, как внутренняя операция предприятия или организации. Это значит – закон 135-ФЗ не относится к оценке стоимости в рамках судебной экспертизы, к оценке кадастровой стоимости, также не относится к бухгалтерам и аудиторам, работающим по стандартам оценки ФСБУ, МСФО и МСА, не относится к упомянутым приказам Минфина и ЦБ, которыми введены определения многих видов



стоимости (залоговая, справедливая, текущая восстановительная, стоимость-в-пользовании, возмещаемая стоимость, чистая стоимость реализации), а также регламентируются методы, расчетные процедуры их оценки и сферы применения. Например, МСА-620 «Использование аудитором работы эксперта» различает оценщика внутреннего (из числа аудиторов), оценщика внешнего двух типов – привлеченного аудитором (независимого нанятого) и отчет от оценщика, привлеченного заказчиком аудита (возможно, не независимого оценщика) см. МСА-620, п.6 а) и с).

Закон №135-ФЗ, по существу, не касается работы внутренних оценщиков залоговых отделов банков, инвестиционных фондов, страховых оценщиков, государственных оценщиков кадастровой стоимости, так что ст.4 закона 135-ФЗ противоречит ст.1 и 2 этого же закона. В то же время российская практика показывает, что запросы на оценку *справедливой стоимости* по МСФО поступают едва ли не чаще, чем на оценку рыночной стоимости. Напомним также, что МСО-2017/21 прямо говорит, что эти международные стандарты предназначены и для внутренней, и для независимой оценки, и для рецензирования отчетов.

**Статья 7.** «В случае, если в нормативном правовом акте, содержащем требование обязательного проведения оценки какого-либо объекта оценки, либо в договоре об оценке объекта оценки (далее – договор) не определен конкретный вид стоимости объекта оценки, установлению подлежит рыночная стоимость данного объекта.

Указанное правило подлежит применению и в случае использования в нормативном правовом акте не предусмотренных настоящим Федеральным законом или стандартами оценки терминов, определяющих вид стоимости объекта оценки, в том числе терминов "действительная стоимость", "разумная стоимость", "эквивалентная стоимость", "реальная стоимость" и других».

Важно понимать, что положения статей 3 и 7 закона 135-ФЗ прямо утверждают, что независимые оценщики могут оценивать только виды стоимости, определенные в 135-ФЗ и в стандартах оценки, читай – в ФСО II. Отсюда вывод: если Приказы Минфина, Минэкономразвития и ЦБ РФ, – это нормативные акты, то налицо противоречие между ними и законом 135-ФЗ.

Чтобы исправить это противоречие нужно срочно **внести в ФСО-II все виды стоимости, упомянутые в приказах Минфина в РФ по введению стандартов МСФО и МСА в действие.** В том числе следующие (источник и формулировки их определения см. ниже):

- справедливая стоимость по МСФО
- рыночная стоимость по МСО
- справедливая рыночная стоимость предмета залога по ЦБ РФ

- текущая восстановительная – ЦБ РФ
- сметная – Минстрой
- чистая стоимость реализации – Минфин
- стоимость-в-пользовании – МСФО
- возмещаемая – МСФО
- равно-справедливая (равновесная) – МСО
- таможенная – Постановление Правительства РФ

**Выводы из анализа текста закона 135-ФЗ.** Активная и разнообразная оценочная деятельность ведется в стране не только членами РОО и регулируется не только законом 135-ФЗ и ФСО. Достаточно ознакомиться, например, со стандартом МСФО-13 «Оценка справедливой стоимости», 35 страниц которого подробно излагают принципы и методику идентификации предмета оценки, требований к качеству собранной оценщиком информации, оценки достоверности собранной информации, изложение трех подходов к оценке, составления отчета об оценке для принятия его в качестве документа финансовой отчетности.

Аналогично – стандарт МСА-620 «Работа аудитора с экспертными заключениями» в основном посвящен установлению достоверности результатов оценки рыночной или справедливой стоимости для целей аудита. Результаты и обоснования полученных оценщиком результатов, будучи принятыми аудитором становятся документами аудиторского заключения, то есть документами финансовой отчетности.

Оба отмеченных выше стандарта, помимо других, относящихся к оценке в составе МСФО и МСА, признаны в РФ официально Приказами Минфина в период 2011–19 гг. (см. Приложение к разделу 1.1.). Виды стоимости, определенные в МСФО, востребованы при оценке для целей финансовой отчетности не менее часто, а иногда чаще, чем оценка рыночной стоимости, и могут оцениваться и независимыми и внутренними оценщиками, как это прямо определено в МСА-500.

Исходя из изложенного, а также из того, что принципы оценочной деятельности одинаковы и для независимой и для внутренней оценки (см. МСО-2017/21 п.20.2.) необходимо отразить это в новой редакции закона об оценочной деятельности, и в Федеральных стандартах оценки.

В соответствии с пп. 2 и 7 закона 135-ФЗ для официального признания видов стоимости используемых в оценочной деятельности в РФ, и определенных в сводах стандартов МСФО, МСО, Положениях ЦБ РФ и Постановлениях правительства РФ, названия и формулировки определения этих видов стоимости с указанием источников необходимо включить в ФСО-II «Виды стоимости».

## **Стандарты МСО о выборе оценщиком вида оцениваемой стоимости и об условиях такого выбора**

В оригинальном тексте Международных стандартов оценки с 2005г. введено понятие Basis of value, которое в русском переводе издания 2017г. (см. [2]) было неверно переведено как "База оценки", хотя по прямому указанию текста МСО 104 (п.10.1) это выражение следует переводить как «стандарт стоимости», а по смыслу и принятой норме российской терминологии – «виды стоимости». В разделе МСО-101 «Техническое задание» прямо указано в пп.20.3 f) и g), что вид оцениваемой стоимости *должен* соответствовать назначению оценки, а в некоторых случаях он прямо определяется назначением оценки.

Авторы МСО использовали более емкое, чем *вид стоимости* выражение *стандарт стоимости* по той причине, что в отличие от *цены* понятие стоимости является расчетной величиной, и каждый вид стоимости имеет формальное определение, позволяющее понять смысл, назначение, область применения и возможность расчета ее значения для конкретного объекта и условий его использования.

По этим же причинам с 2017г. МСО оперирует понятием Premise of value, которое опять же в [2] неудачно переведено как "Предпосылка стоимости", что неверно ни по смыслу этого понятия, ни по нормам русского языка. «Предпосылка» – это предварительное условие какого-то результата, события, или логического вывода (см. «*предпосылка*» на сайте <http://gramota.ru>). В тексте МСО 104 п. 130.1 прямо разъясняется, что Premise of Value –

- ***предполагаемое условие***, характеризующее обстоятельства **использования** оцениваемого актива (наилучшее использование, текущее, принудительная продажа).

В многочисленных зарубежных статьях (см. [4, 5]) неоднократно разъяснялось, что в контексте различных стандартов оценки (не только МСО) Premise of value следует понимать как

- ***условие (фактическое или предполагаемое) использования объекта***, на основании которого выполняется оценка данного вида стоимости; например, продолжение текущего использования, наилучшее использование, модернизация, ликвидация.

Почему условиям использования объекта оценки уделено специальное внимание стандартов? Дело в том, что с 2017 года Международные стандарты оценки требуют от оценщика не быть "просто исполнителем", выполняющим указания заказчика. На стадии обсуждения задания на оценку оценщик прежде всего обязан выяснить – что представляет собой

объект оценки, каково предполагаемое назначение оценки, какие права на объект требуются оценить заказчику, что он собирается делать с объектом оценки (оформление кредита под залог, переоценка залога, вклад в уставный капитал, в инвестиционный проект, оценка финансового обеспечения, текущей восстановительной или рыночной стоимости для финансовой отчетности, покупка, продажа, мена, компенсация при утрате, изъятии, повреждении и пр.). Выяснив, каковы цели или обстоятельства, в которых заказчику требуется оценка, оценщик должен решить – какой вид стоимости из определенных стандартами наиболее подходит для оценки в данном случае, и как заказчик будет использовать знание величины оценки данного вида стоимости (см. МСО 104, п. 10.1).

Согласно МСО, оценщик обязан обосновать свой выбор вида стоимости в соответствии с целями и назначением оценки, характеристиками объекта оценки, его состоянием и предполагаемым использованием. Причем именно оценщик выбирает конкретный вид стоимости (МСО 104, пп.20.2, 20.3, 20.4), соответствующий объекту оценки и назначению результатов оценки. Исходя из этой задачи, оценщик, ознакомившись с объектом оценки, должен вместе с заказчиком установить, каковы условия (*предпосылки*<sup>4</sup>) *правильного выбора вида стоимости* применительно к объекту оценки.

МСО к таким условиям относит прежде всего *пять вариантов использования объекта*, перечисленных в МСО-104 (показаны в среднем столбце схемы на Рис.1.1, приведенной ниже). Определенные варианты использования могут быть обусловлены видом стоимости (например, сметная, инвестиционная или ликвидационная), но могут определяться заказчиком, особенностями объекта или назначением оценки (рыночная, справедливая, равно-справедливая и пр. – см. Приложение к разделу 1.1.)

Следует заметить, что в зарубежной практике в обоснование оценки рекомендуется включать еще и *уровень (level)* оцениваемого права в зависимости от того – полное или ограниченное право подлежит оценке (см. [4, 5]).

Схема на Рис.1.1. показывает некоторые возможные сочетания включенных в МСО видов стоимости, условий использования объекта оценки и состава (уровней) оцениваемых прав.

Из изложенного следует важный вывод, что результат оценки актива определяется не только видом оцениваемой стоимости, но и назначением оценки, и обстоятельствами (условиями) предполагаемого или фактического использования объекта оценки или планируемой операции с ним.

---

<sup>4</sup> Обстоятельства, необходимые условия



Рис. 1.1. Возможные сочетания включенных в МСО видов стоимости, условий (предпосылок) использования объекта оценки и состава (уровней) оцениваемых прав.

Если, к примеру, заказчику требуется оценить рыночную стоимость планируемого для приобретения производственного здания с земельным участком, то объект оценки будет различаться в зависимости от того, какой объем прав необходимо получить заказчику в планируемой сделке. Если только права собственности на недвижимость (на участок и здание), то результат оценки рыночной стоимости определится двумя дополнительными условиями использования объекта: «наилучшее и наиболее эффективное использование» и «право собственности без обременений». Если же заказчику необходимо приобрести объект недвижимости с сохранением присоединенных к зданию мощностей инженерного обеспечения (электро- газо- водоснабжение, теплоснабжения, канализации), с действующими договорами страхования и обслуживания здания, то объектом оценки будет 100% доля уставного капитала общества, единственным активом которого является данная недвижимость. На этом примере видно, как точное определение объекта оценки и назначения оценки определяют условия и результат применения конкретного вида стоимости – в данном случае *рыночной стоимости* к оценке объекта недвижимости или к оценке бизнеса, специально организованного для продажи этого объекта вме-

сте со всей инженерной инфраструктурой и действующими договорами на ее присоединение и обслуживание здания.

Еще пример: оценивается рыночная стоимость 50%-ного долевого владения (*уровень*) жилой оборудованной квартирой общей площадью 180 кв.м., кадастровый номер ..., расположенной по адресу..., с целью продажи указанной долевой собственности обычным порядком через агентство недвижимости. В данном случае результат оценки *рыночной стоимости* определяется и объемом оцениваемых прав владения объектом оценки. Для справки отметим, что величина рыночной стоимости пятидесятипроцентного  *долевого владения*, как правило, существенно меньше половины рыночной стоимости полного права собственности на эту же квартиру. Точное определение объекта оценки и его использования определяет значение рыночной стоимости.

На этих двух примерах мы видим, что результат оценки, соответствующий цели и назначению оценки, определяется не только требуемым видом стоимости, но и точной характеристикой объекта оценки, его предполагаемым или фактическим использованием и объемом прав, учитываемых в операции (сделке или предполагаемом использовании).

#### **Недостатки и противоречия ФСО II издания 2022 гг. [2]**

Текст обсуждаемого издания ФСО II состоит из трех частей:

I. Общие положения;

II. Предпосылки стоимости;

III. Особенности определения видов стоимости.

Первая часть состоит из двух пунктов. В них вводится понятие *предпосылки стоимости*, как «*исходные условия определения стоимости, формируемые целью оценки*». Формулировка небрежная и неясная, поскольку определения (формулировки) видов стоимости заданы их стандартами, но авторы этого текста, по-видимому, имели в виду *условия выбора определенного вида стоимости, формируемые целью оценки*. Но далее в тексте нигде не сообщается – кто и как «определяет стоимость», то есть выбирает вид стоимости для оценки – заказчик, оценщик или для этого есть какое-то правило.

Вторая часть «Предпосылки стоимости» в пункте 3 содержит описание пяти «предпосылок» (включая дату (?) оценки<sup>5</sup>). Пункты 4–10 содержат некие утверждения без объяснения того, какое они имеют отношение к предпосылкам и выбору вида стоимости. Но пункт 10 снимает все вопросы и отменяет все предыдущие пункты 3–9. А именно этот пункт 10 гласит: ***Предпосылки стоимости, типичные для каждого из видов стоимости, содержатся в определении данного вида стоимости и раскрыты в настоящем федеральном стандарте оценки.*** И далее, сле-

---

<sup>5</sup> Как дата оценки влияет на выбор вида стоимости авторы нигде не объясняют.

дующий раздел III приводит определения/стандарты пяти видов стоимости: трех – рыночной, инвестиционной и ликвидационной – в формулировках закона 135-ФЗ с условиями их применения, а также *равновесной стоимости*<sup>6</sup> в формулировке перевода МСО 2017 года (см. [3]), и еще одного вида стоимости, который авторы в пункте 18 назвали «такой стоимостью». Судя по тексту, «такая стоимость» относится к оценке активов при их плановой ликвидации, но чем плановая ликвидация отличается от обычной продажи авторы не сообщили. Вероятно, авторы небрежно пользовались переводом англоязычного определения *ликвидационной стоимости бизнеса*, когда он перестает существовать как бизнес, а его активы подлежат распродаже по отдельности, а не как единый имущественный комплекс. Но в изложении п.7 понятие ликвидации стоимости бизнеса отнесено к *любым* объектам оценки, что неверно, и, кроме того, фактически вводится новое, никак не определенное понятие «такой стоимости», что ***противоречит и понятию стоимости и закону 135-ФЗ, в котором однозначно определено понятие ликвидационной стоимости.*** Ликвидационная стоимость определена в РФ законом 135-ФЗ и применяется для оценки объекта вынужденной продажи (forced sale). Таким объектом может быть любой материальный объект, имущественный комплекс или его части, обычно продаваемые в процедурах срочной продажи при банкротстве, пред банкротстве или по иным причинам.

Объект, реализуемый в соответствии с плановой ликвидацией, может оцениваться по рыночной или по справедливой стоимости в специальных предположениях/условиях «недействующего» бизнеса или объекта (см. Приложение к разделу 1.1. Виды стоимости. № 57).

**Выводы.** Анализ текста ФСО II издания 2022 г показывает, что авторы знакомы с проблемами выбора того или иного вида стоимости и методики ее расчета в зависимости от объекта оценки, предполагаемых условий его использования, а также иных обстоятельств и условий оценки. Однако, как показано выше, текст ФСО II не дает указаний как оценщик должен решать эти важные задачи обоснования результатов оценки.

Кроме того, авторы «не заметили» многих видов стоимости, используемых в российской практике оценки, и не решили проблем их признания, что требуют многочисленные заказчики оценки и, добавим, – требует от ФСО и закон 135-ФЗ.

С учетом сделанных замечаний и выводов Проект Технического Задания на разработку проекта ФСО II и проект новой редакции ФСО II предлагается изложить в следующей редакции.

---

<sup>6</sup> Подробный анализ целей введения и применения равновесной стоимости изложен в [5].

## **Проект Технического Задания на разработку ФСО II «Виды стоимости»**

1. В соответствии с пп.2 и 7 закона 135-ФЗ к четырем видам стоимости, включенным в закон 135-ФЗ, дополнительно внести в ФСО II виды стоимости, официально включенные в нормативные документы министерств и ведомств РФ, относящиеся к оценке, и применяемые в РФ.

2. Указать, что оценщик при согласовании с заказчиком имеет право выбора иного вида стоимости, кроме описанных в законе 135-ФЗ и ФСО II, при включении в отчет формального определения вида стоимости, условий его применения и обоснования (что потребует изменения пп.2 и 7 закона 135-ФЗ).

3. Указать – какие предпосылки/необходимые условия являются фундаментальными для применения в оценке того или иного вида стоимости, а какие условия оценки являются особыми и/или гипотетическими.

4. В соответствии с МСО внести указание (указания), что оценщик отвечает за выбор вида стоимости, соответствующего назначению оценки. Оценщик должен этот выбор обосновать.

5. Указать что должно входить в обоснование вида стоимости, выбираемого оценщиком, при независимой оценке, исходя из данных об объекте оценки, о предполагаемом использовании объекта оценки, и о фундаментальных предположениях, выполнение которых необходимо для применения данного вида стоимости.

6. Указать, как при внутренней оценке выполняется выбор вида стоимости, соответствующего назначению оценки.

7. Указать, как выбор соответствующего вида стоимости выполняется в случаях обязательной оценки.

8. Как связаны проверка достоверности выполнения необходимых условий применения определенного вида стоимости с доказательностью результата его оценки.

### **Предлагаемый Рабочей Группой<sup>7</sup> Союза ССО проект новой редакции ФСО II**

***ПРОЕКТ***

### **Федеральный Стандарт Оценки «Виды стоимости» (ФСО II)**

1. Рыночная и другие виды стоимости представляют собой формальные обобщения наблюдаемых в экономике финансовых условий сде-

---

<sup>7</sup> Проект подготовлен в 2022 г Рабочей Группой Национального объединения Саморегулируемых организаций оценщиков «Союз СОО» по разработке новой редакции Федеральных стандартов оценки (Е.И.Нейман, П.А.Козин, А.А.Слуцкий, Д.Д.Кузнецов, В.Н. Мягков). Опубликован на сайте Союза ССО <https://souzsoo.ru/rg-po-razrabotke-proektov-fso>



лок купли-продажи, кредитных, торговых, инвестиционных и учетных операций. Формулировки всех видов стоимости определяются государственными и/или профессиональными и стандартами. Значение какого-либо вида стоимости объекта оценки выражается денежной величиной, рассчитываемой на определенную дату.

2. Федеральным законом № 135-ФЗ от 29.07.1998 «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (далее – Закон 135-ФЗ) даны определения следующих видов стоимости <sup>8</sup>:

- рыночной,
- инвестиционной,
- ликвидационной.

3. Оценщик должен употреблять слово «стоимость» только с дополнительной квалификацией, указывая вид стоимости.

4. Фундаментальными предположениями, лежащими в основе определения видов стоимости, без которых определение соответствующего вида стоимости невозможно, являются:

а) для рыночной стоимости:

- отсутствие какого бы то ни было принуждения продавца и/или покупателя к совершению сделки, а также отсутствие их предварительного сговора или договора относительно условий сделки;
- типичная рыночная мотивация покупателя;
- типичная рыночная информированность продавца и покупателя об объекте оценки;
- типичный для объектов такого же типа, как объект оценки, способ информирования о его продаже потенциальных покупателей;
- плата за приобретение объекта оценки совершается полностью в дату оценки;
- сделка приобретения объекта оценки полностью оплачивается в дату оценки.

б) для инвестиционной стоимости:

- отсутствие какого бы то ни было принуждения продавца и покупателя к совершению сделки;
- наличие у покупателя особой, нетипичной рыночной мотивации, что выражается в его требовании условий сделки, отличающихся от типичных рыночных;

---

<sup>8</sup> В законе дано также определение кадастровой стоимости, однако в связи с тем, что в настоящее время кадастровая стоимость не определяется в рамках 135-ФЗ, в настоящем Федеральном Стандарте Оценки она не упоминается

- информированность покупателя об объекте оценки, степень которой превышает типичную рыночную, что обуславливает его особую, нетипичную рыночную мотивацию;

- денежная оплата за объект оценки совершается полностью в дату оценки.;

- сделка приобретения объекта оценки полностью оплачивается в дату оценки.

в) *для ликвидационной стоимости:*

- наличие однозначно идентифицируемого обстоятельства, вынуждающего продавца к совершению сделки по цене ниже рыночной для достижения более короткого, чем рыночный срок экспозиции, срока продажи объекта оценки;

- типичная рыночная мотивация покупателя;

- типичная рыночная информированность покупателя об объекте оценки;

- типичный для объектов такого же типа, как объект оценки, способ информирования о его продаже потенциальных покупателей;

- сокращённый по сравнению с типичным сроком экспозиции срок для получения информации всеми заинтересованными в покупке объекта оценки лицами;

- денежная оплата за объект оценки совершается полностью в дату оценки;

- сделка приобретения объекта оценки полностью оплачивается в дату оценки.

5. Использование в оценке видов стоимости из перечисленных в п. 2 настоящего Федерального Стандарта Оценки иных фундаментальных предположений не допускается.

6. Оценка инвестиционной стоимости должна содержать указание на потенциального инвестора, а также на его специальные, особые возможности, обстоятельства, и связанные с ними требования к объекту оценки.

7. Оценка ликвидационной стоимости должна содержать указание на условия продавца с обстоятельствами вынужденной продажи по уровню скидки (дисконта) и/или по уменьшению срока рыночной экспозиции.

8. При заключении договора на оценку и формировании задания на оценку вид оцениваемой стоимости обсуждается и согласовывается между заказчиком и оценщиком и/или надлежащим представителем юридического лица, с которым оценщик заключил трудовой договор, исходя из назначения оценки и обстоятельств предполагаемого использования результата

оценки. Оцениваемый вид стоимости должен соответствовать цели оценки и назначению оценки.

9. Оценщик может выбрать вид оцениваемой стоимости из перечисленных в п. 2 настоящего Федерального Стандарта или из других источников, либо сформулировать вид оцениваемой стоимости самостоятельно. Во всех случаях точная формулировка вида стоимости, ее источник, обоснования выбора вида стоимости оценщиком, а также фундаментальные предположения, используемые для этого вида стоимости, должны быть включены в отчет об оценке в явном виде.

10. Оценка видов стоимости, отличных от перечисленных в пп. 2, 6 настоящего Федерального Стандарта Оценки, не освобождает оценщика от требований допустимости отчёта об оценке и достоверности его результата.

11. В соответствии со статьями 2 и 7 Федерального Закона 135-ФЗ, настоящий Федеральный Стандарт Оценки признает следующие виды стоимости, в их формулировках, определениях и обоснованиях, введенные в РФ ведомственными нормативами оценочной деятельности для целей независимой и внутренней оценки<sup>9</sup>:

<i>Вид стоимости</i>	<i>Источник и определение</i>
рыночная стоимость по МСО	МСО-2017/21 ... расчетная денежная сумма, за которую состоялся бы обмен актива или обязательства на дату оценки между независимыми покупателем и продавцом, желающими этой сделки, когда стороны действуют каждый со знанием дела, после надлежащего маркетинга, благоразумно и без принуждения.
справедливая стоимость по МСФО	Приказ Минфина РФ от 28.12.2015 № 217н, Приложение № 40. Цена, которая была бы получена при продаже актива или уплачена при передаче обязательства в ходе обычной сделки между участниками рынка на дату оценки.
справедливая рыночная стоимость предмета залога	Положение Банка России N 570-П от 26.12.2016 г. ... признается справедливой рыночной стоимостью предмета залога при условии его реализации в срок не более 365 дней.
текущая восстановительная	Положение ЦБ РФ от 26.03.2007 № 302-П Сумма денежных средств, подлежащая уплате организацией на дату проведения переоценки в случае необходимости замены какого-либо объекта с учетом его износа на дату переоценки и всех затрат на приобретение, доставку, монтаж и ввод в эксплуатацию.

<sup>9</sup> Согласно МСО -2017/21 внутренняя оценка – та, что выполняется без заключения договора на оценку, как внутренняя операция предприятия или организации. МСО – Международные Стандарты Оценки. МСФО – Международные Стандарты Финансовой Отчетности.

<i>Вид стоимости</i>	<i>Источник и определение</i>
чистая стоимость реализации	МСФО-2, пп. 28-33. Приказ Минфина РФ от 28.12.2015 № 217н, Приложение 2. Рыночная стоимость за вычетом ожидаемых расходов продавца на подготовку, сопровождение и оформление продажи актива или товара (сумма, получаемая в итоге продавцом, а не та, что уплачена покупателем).
таможенная	Постановление Правительства РФ от 13 августа 2006 г. № 500 "О порядке определения таможенной стоимости товаров, перемещаемых через таможенную границу Российской Федерации"
стоимость-в-пользовании	МСФО 36. Приказ Минфина РФ от 28.12.2015 № 217н Приложение 23 Текущая стоимость финансовых потоков от учетной генерирующей поток единицы, дисконтированных по внутренней ставке конечной доходности предприятия.
возмещаемая	Приказ Минфина РФ от 28.12.2015 № 217н Приложение 23, МСФО 36 Большее значение из двух: рыночной стоимости доходного актива и его стоимости-в-пользовании.
равно-справедливая (равновесная)	МСО-2020, п. 50.1 ... расчетная цена в сделке передачи актива или обязательства между определенными осведомленными и желающими сделки сторонами, которая отражает соответствующие интересы этих сторон, то есть, справедлива для обеих конкретных, определенных сторон с учетом соответствующих положительных или отрицательных последствий, которые каждая из сторон получит от сделки.

12. При *независимой оценке* оценщик может выбрать вид оцениваемой стоимости из перечисленных в пп. 2 и 11 настоящего Федерального Стандарта, или из других источников, или сформулировать вид оцениваемой стоимости самостоятельно. Точная формулировка вида стоимости, ее источник, и обоснование ее выбора оценщиком должны быть включены в отчет об оценке в явном виде.

13. В целях *внутренней* оценки вид оцениваемой стоимости определяется назначением оценки и рабочим заданием по согласованию с оценщиком.

14. В случаях *обязательной оценки*, предусмотренных законами или нормативными актами Российской Федерации или решением суда, вид оцениваемой стоимости определяется соответствующими положениями указанных документов.

## Литература

1. Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 10.11.1998г. (с изм. от 02.07.2021г.)

2. Приказ Министерства экономического развития Российской Федерации от 14 апреля 2022 г №200 «Об утверждении Федеральных стандартов оценки и о внесении изменений в некоторые приказы Минэкономразвития России о Федеральных стандартах оценки».

3. Международные стандарты оценки 2017 / пер. с англ. под ред. И.Л.Артеменкова, С.А. Табаковой. М.: Российское общество оценщиков, 2017. 168 с.

4. C.Karlsen, S.Webber. Standard, Premise, and Level of Value in Business Valuations. Maine Bar Journal, Vol.35, №4, 2020, pp. 174-176.

5. Seow, It. The Role of Premise of Value in Plant and Machinery Valuation. *World Association of Valuation Organizations papers* (18 June, 2007). 12 Pages, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=995203](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=995203)

6. Мягков В.Н. Равновесная или равно-справедливая? Кто, как и зачем будет пользоваться этим видом стоимости. //Вопросы Оценки, 2022, №1(106), стр.2-7.

## Приложение к разделу 1.1.

### Виды стоимости

№ п/п	Вид стоимости		Официальный источник, определение
	Русский язык	Английский язык	
1	Рыночная	Market value	Закон 135-ФЗ, ФСО, МСФО, МСО
2	Ограниченная рыночная	Limited market value (LMV)	Рыночная стоимость, уменьшенная на определенную законом величину для целей налогообложения, см. МАНО <a href="http://www.house.mn/hrd/hrd.htm">www.house.mn/hrd/hrd.htm</a> ,
3	Инвестиционная	Investment value	Закон 135-ФЗ, ФСО, МСО
4	Ликвидационная	Liquidation value	Закон 135-ФЗ, ФСО, МСО
5	Кадастровая	Tax value Assessed value Cadastral value	Законы 135-ФЗ и № 237-ФЗ от 3.07.2016, ФСО, МАНО
6	Справедливая по МСФО	Fair value	Приказ Минфина РФ от 28.12.2015 № 217н, Приложение № 40, МСФО 13
7	Справедливая по МСО	Fair value	МСО
8	Стоимость в пользовании	Value in use In-use value	Приказ Минфина РФ от 28.12.2015 № 217н, Приложение № 23, МСФО 36 Текущая стоимость финансовых потоков от учетной генерирующей поток единицы, дисконтированных по внутренней ставке конечной доходности предприятия
9	Возмещаемая	Recoverable amount	Приказ Минфина РФ от 28.12.2015 № 217н Приложение 23, МСФО 36 Большее значение из двух: рыночной стоимости доходного актива и его стоимости в пользовании
10	Балансовая	Book value	ФБУ, МСФО
11	Историческая	См. Первоначальная	ФСБУ, МСФО

№ п/п	Вид стоимости		Официальный источник, определение
	Русский язык	Английский язык	
12	Первоначальная	Gross book value Original costs Historical cost Acquisition cost	Приказ Минфина России от 30.03.2001 № 26н (ред. от 16.05.2016), ФСБУ, МСФО, GAAP
13	Остаточная	Residual value Amortized value Depreciable value	ФСБУ, МСФО, GAAP
14	Текущая стоимость ссуды	Current loan value Value of the loan	Положение ЦБ РФ 590-П
15	Справедливая рыночная стоимость ссуды	Fair value of the loan	Положение ЦБ РФ 570-П
16	Балансовая стоимость ссуды	Loan book value	Положение ЦБ РФ 590-П
17	Восстановительная	Reproduction cost new	МСФО, Минфин РФ,
18	Текущая восстановительная	Current value of reproduction cost new	МСФО, RICS, приказ Минфина РФ от 13.10.2003 № 91н
19	Замещения	Replacement cost Depreciated replacement cost (DRC)	МСФО, RICS
20	Сметная	Cash budget Budget value Estimated costs Quotation	Сумма денежных средств, необходимых для осуществления строительства в соответствии с проектными материалами. Постановление Госстроя РФ от 05.03.2004г. №15/1 (в ред. 2014 г)
21	Кадастровая	Tax value, Assessed value. Cadastral value	Законы РФ № 135-ФЗ и № 237-ФЗ от 03.07.2016, ФАС, МСО 2017, IAAO
22	Налоговая	См. Кадастровая	
23	Воспроизводства	Reproduction costs new	Затраты на точное воспроизводство объекта оценки в текущих ценах как нового
24	Страховая	Insurable value Insured value	В РФ согласно ст. 947 ГК – это рыночная стоимость имущества в месте его нахождения в день заключения договора страхования. За рубежом – рыночная или текущая восстановительная, в зависимости от условий страхования
25	Залоговая	Lending value	Официальных определений в РФ нет. В РФ распространены два внутренних определения: 1) согласованная сторонами рыночная стоимость залога при заключении договора займа под залог, 2) ожидаемая выручка кредитора в случае вынужденной продажи залога. В варианте 2 обычно меньше рыночной и даже ликвидационной в силу накладных затрат кредитора при вынужденной продаже
26	Ипотечного кредитования	Mortgage lending value (MLV)	TEGoVA, Regulation (EU) № 575/2013, article 4 (74). Справедливая стоимость объекта недвижимости как залога, с учетом оценки его текущей и ожидаемой ликвидности в период займа, анализа устойчиво-

№ п/п	Вид стоимости		Официальный источник, определение
	Русский язык	Английский язык	
			сти соответствующих рыночных условий и возможных изменений вида наилучшего использования объекта за этот период
27	Стоимость действующего предприятия	Going concern value Business enterprise value	Рыночная стоимость 100 % прав владения действующим предприятием, приобретаемым как действующий бизнес, включая все его материальные и нематериальные активы. МСО 2017, RICS, USPAP
28	Синергическая (синергетическая)	Synergistic value Marriage value	МСО-2017 (р.104) Величина превышения справедливой или инвестиционной стоимости двух или более активов над суммой их рыночных стоимостей, из-за эффекта положительного взаимодействия или взаимовлияния для потенциального или фактического покупателя.
29	Равновесная (равносправедливая)	Equitable value	Рассчитываемая цена в сделке с активом или финансовым обязательством между конкретными информированными и желающими этой сделки сторонами, которая равно учитывает конкретные интересы каждой из сторон (МСО-104, 50.1)
30	Себестоимость	Production costs, Total costs of production	Затраты предприятия на изготовление единицы продукции, рассчитываемые по данным финансового учета (см. Приказ Минфина РФ от 09.06.2001 N 44н (ред. от 16.05.2016) "Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету "Учет материально-производственных запасов ПБУ 5/01».)
31	Таможенная стоимость	Customs value	Учетная стоимость перемещаемых через границу товаров для целей взимания таможенных сборов. Как правило, определяется по ценам продажи товаров или их аналогов, но может определяться ценами CIF, FOB или DAT (см. ниже Приложение 2). В РФ: см. Постановление Правительства РФ от 13 августа 2006 г. N 500 "О порядке определения таможенной стоимости товаров, перемещаемых через таможенную границу Российской Федерации" ( <i>Внимание: в этом постановлении понятия стоимости и цены употребляются как синонимы</i> ).
32	Чистая стоимость реализации (чистая возможная цена продажи)	Net realizable value	Рыночная стоимость за вычетом ожидаемых расходов продавца на подготовку, сопровождение и оформление продажи актива или товара (сумма, получаемая в итоге продавцом, а не та, что уплачена покупателем). МСФО-2, пп. 28-33. Приказ Минфина РФ от 28.12.2015 № 217н, Приложение 2. <a href="https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2017/01/main/M_SFO_IAS_2.pdf">https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2017/01/main/M_SFO_IAS_2.pdf</a>
33	Средневзвешенная стоимость капитала	Weighted average cost of capital, WACC	Ставка процента (доходности), рассчитанная как средневзвешенная сумма ставки процента по заемным средствам и конечной отдачи от собственных средств.
34	Предельная стоимость капитала	Marginal cost of capital; MCC	Предельная конечная отдача (доходность) собственных средств, при максимально возможной доле привлеченных с финансового рынка заемных средств
35	Стоимость денег во времени	Time value of money (TVM)	Базовая концепция измерения рыночной или инвестиционной стоимости обязательств по выплате или прав на получение определенной суммы денег на

№ п/п	Вид стоимости		Официальный источник, определение
	Русский язык	Английский язык	
			конкретную дату в будущем. Рассчитывается дисконтированием номинальной суммы обязательства по ставке дисконта, соответствующей сроку платежа и рискам неполучения
36	Текущая (настоящая) стоимость права <i>получить</i> определенную денежную сумму на конкретную дату в будущем	Present value – PV	Рыночная или инвестиционная стоимость права на получение определенной суммы денег на конкретную дату в будущем. Рассчитывается дисконтированием номинальной суммы, ожидаемой к получению, по ставке дисконта, соответствующей сроку платежа и рискам неполучения.
37	Текущая (настоящая) стоимость обязательства <i>уплатить</i> определенную денежную сумму на конкретную дату в будущем	Present value – PV	Рыночная или инвестиционная стоимость обязательства уплатить определенную сумму денег на конкретную дату в будущем. Рассчитывается дисконтированием номинальной суммы обязательства по ставке дисконта, обычно соответствующей средней или минимальной ставке депозитных вкладов, ставке рефинансирования ЦБ, или договорной ставке процента.
38	Будущая стоимость	Future value – FV	Денежная величина, предполагаемая (ожидаемая, обязательная) к получению или уплате на определенную дату в будущем. Если право на получение или обязательство уплаты этой суммы свободно передается, то рыночная или инвестиционная стоимость такого права/обязательства называется его <i>текущей стоимостью</i> (см. выше).
39	Чистая текущая стоимость	Net present value – NPV	Сумма текущих стоимостей серии будущих денежных поступлений, дисконтированных по единой ставке конечной доходности проекта.
<i>Виды стоимости, не включенные в какие-либо стандарты, без точного определения и расчетных методик</i>			
40	Стоимость «вообще»	Value	Употребляемое без определения это слово в бытовом и непрофессиональном общении может означать цену (розничную, оптовую, предложения, спроса и др.), затраты, себестоимость и т. д., а в английском языке еще и ценность и потребительную стоимость
41	«Реальная»	См. Рыночная	Закон РФ № 135-ФЗ, п. 7.2
42	«Настоящая»	См. Рыночная	Закон РФ № 135-ФЗ, п. 7.2
43	«Действительная»	См. Рыночная	Закон РФ № 135-ФЗ, п. 7.2
44	«Объективная»	См. Рыночная	Закон РФ № 135-ФЗ, п.7.2
45	Меновая	Value in exchange In-exchange value	Общее понятие для видов стоимости, определяемых на базе сделок, в отличие от расчетных видов стоимости, используемых только в финансовой отчетности
46	Утилизационная	Scrap value, salvage value, break-up value, disposal costs, скраповая.	Рыночная стоимость полностью выработавшего ресурс материального актива, который уже нельзя использовать по прямому назначению. Часто трактуется как цена продажи «на лом», как «вторсырье», с учетом затрат на утилизацию объекта оценки; МСО-2017/21



№ п/п	Вид стоимости		Официальный источник, определение
	Русский язык	Английский язык	
47	Добавленная	Value-added (Value-added tax, VAT – налог на добавленную стоимость, НДС)	Концепция, предполагающая возрастание рыночной стоимости любого товара или услуги, при их производстве, обработке или перепродаже. Налог на продавца на возрастание (добавление) рыночной стоимости – НДС – введен во многих странах и в РФ
48	Прибавочная	Surplus value	Часть прибыли, созданная в процессе производства работниками, не оплаченная работодателем. Центральная концепция К. Маркса в его критике политической экономии «Капитал»
49	Прибавленная	Added value	Стоимость, прибавленная компании не прямыми экономическими действиями (не повышением оборотов, цен на продукцию, или снижением затрат), а косвенными – дополнительными услугами потребителям, повышением качества продукции, формированием определенной клиентской ниши, клубными картами, премиями за верность бренду и проч. Часть гудвилла (см. Added value as a business concept)
50	Стоимость заемных средств, стоимость капитала	Cost of capital	Ставка процента по привлекаемым с финансовых рынков заемным средствам
51	Потребительная	Value to the customer Use value Economic value Actual value Value	Качественная ценность или полезность использования для конкретного потребителя или группы потребителей. Не имеет денежного выражения. Слово <i>стоимость</i> закрепилось за этим понятием в русском языке с 19 в.
52	Внутренняя	Intrinsic value	В отличие от рыночной стоимости, определяемой для «типичного объекта, представленного на рынке», внутренняя стоимость компании или актива определяется оценщиком с учетом всех ее/его конкретных особенностей. Может быть выше и ниже рыночной. См. Относительная стоимость
53	Для владельца	Owner value	См. Инвестиционная стоимость. Название «для владельца» подчеркивает, что инвестиционный потенциал объекта, если он существует, может реализовать только собственник объекта
54	Специальная	Special value	Один из видов меновой стоимости, определяемый для «специального» покупателя с учетом его особых требований и интересов, явно формулируемых при определении такой стоимости
55	Внешняя	Extrinsic value	Разность между относительной и внутренней стоимостью, если она положительна
56	Относительная	Relative value	Вариант рыночной стоимости актива или компании, определенной только одним методом рыночных сравнений с аналогами
57	Не работающего или незагруженного предприятия	Dark value Go-dark value	Рыночная стоимость ТЦ при потере якорного арендатора, или недействующего бизнеса операционной недвижимости (гостиницы, АЗС, спортивные, рекреационные объекты, театры и концертные залы), – на объекте тишина, свет не горит, персонал минимальный
58	Общественного	Public use value	Расширенное понятие справедливой стоимости мате-

№ п/п	Вид стоимости		Официальный источник, определение
	Русский язык	Английский язык	
	использования	Public interest value	риальных и нематериальных активов, при расчете которой исследуют не только доходные виды НиНЭИ объекта, но также и способы внеэкономического, не-доходного общественного использования, за которые готово заплатить общество – государство, регион, муниципалитет, общественная организация, общественный фонд. Официального определения нет, хотя концепция широко обсуждается с 1976 г. и даже включена в некоторые нормативные акты. (Appraisal Institute, 1996 г.)
59	Общественная	Public value	Денежная величина, отражающая эффективность существования и работы общественной неприбыльной компании (государственной, муниципальной, общественного фонда или организации). Официального определения нет, хотя концепция широко обсуждается и даже применяется с 1995 г.
60	Скраповая	см. Утилизационная	МСО-2017
61	Альтернативная	Opportunity costs	Некоторые экономисты при анализе инвестиционных проектов называют <i>альтернативной стоимостью</i> так называемые затраты на реализацию наилучшего из нереализованных, «упущенных», альтернативных вариантов инвестиционных затрат и результатов.

## 1.2. Ответы на некоторые вопросы практического применения Федеральных стандартов оценки I-VI (2022)

Данные Ответы подготовлены членами Комитета по научным и методологическим вопросам в оценочной деятельности, являющимися членами рабочей группы Национального объединения СРО оценщиков «Союз СОО» по разработке новой редакции Федеральных стандартов оценки.

*Вопрос: Каковы предпосылки для наиболее распространенных случаев оценки рыночной стоимости?*

Предпосылками при оценке рыночной стоимости (рыночными предпосылками) в общем случае являются следующие:

а) для всех объектов оценки:

- сделка с объектом оценки предполагается на дату оценки;
- продавец и покупатель являются неопределёнными (гипотетические участники);
- отсутствие какого бы то ни было принуждения продавца и/или покупателя к совершению сделки, а также отсутствие особых нетипичных льгот, привилегий и прочих нетипичных условий;
- типичная рыночная мотивация продавца и покупателя;

- типичная рыночная информированность продавца и покупателя об объекте оценки;
- типичный для объектов такого же типа, как объект оценки, способ информирования о его продаже потенциальных покупателей;
- достаточный для получения информации всеми заинтересованными в покупке объекта оценки лицами срок рыночной экспозиции;
- сделка завершена в дату оценки;
- денежная оплата за объект оценки произведена полностью в дату оценки.

б) дополнительно при оценке недвижимости

- рыночная стоимость земельного участка (доли земельного участка в рыночной стоимости единого объекта недвижимости) определяется как его рыночная стоимость при его наиболее эффективном использовании как незастроенного (вакантного);

• рыночная стоимость объекта капитального строительства и иных улучшений (доли объекта капитального строительства и иных улучшений в рыночной стоимости единого объекта недвижимости) определяется на основании того, насколько объект капитального строительства и иные улучшения соответствуют наиболее эффективному использованию земельного участка как незастроенного (вакантного).

Кроме того, необходимо учитывать, что при оценке рыночной стоимости недвижимости для случаев:

а) определения справедливой стоимости для целей финансовой отчетности;

б) установления кадастровой стоимости в размере рыночной стоимости,

рыночные предпосылки не изменяются, но вводятся специальные допущения и ограничения объёма исследований, которые обязательно указываются в задании на оценку:

1. специальные допущения

○ рыночная стоимость земельного участка (доли земельного участка в рыночной стоимости единого объекта недвижимости) всегда определяется как его рыночная стоимость при его фактическом (текущем) использовании;

○ рыночная стоимость объекта капитального строительства и иных улучшений (доли объекта капитального строительства и иных улучшений в рыночной стоимости единого объекта недвижимости) определяется при его фактическом (текущем) использовании;

○ фактическое использование может быть юридически недопустимым, но не может быть юридически невозможным;

## 2. ограничения объёма исследований

- анализ наиболее эффективного использования земельного участка, как незастроенного (вакантного), не производится;
- анализ наиболее эффективного использования единого объекта недвижимости (земельного участка с расположенным на нём объектом капитального строительства) не производится.

Дополнительно, при оценке рыночной стоимости для определения начальной цены торгов, использование ликвидационной стоимости не рекомендуется.

Напротив, рекомендуется определение рыночной стоимости при указанных выше предпосылках. При этом:

- в задании на оценку рекомендуется указание оценки рыночной стоимости в виде интервала значений стоимости без указания конкретного числа.

○ начальная цена торгов в виде конкретного числа определяется как иная расчётная величина, которая равна:

а) минимуму интервала значений рыночной стоимости при проведении аукциона на повышение и на повышение-понижение;

б) максимуму интервала значений рыночной стоимости при проведении аукциона на понижение и на понижение-повышение.

*Вопрос: Каковы предпосылки для оценки ликвидационной и инвестиционной стоимости?*

Предпосылками при оценке инвестиционной стоимости для всех объектов оценки являются следующие:

- сделка с объектом оценки предполагается;
- продавец является неопределённым (гипотетический участник);
- покупатель является конкретным (идентифицированным);
- отсутствие какого бы ни было принуждения продавца и покупателя к совершению сделки;
- наличие у покупателя однозначно идентифицированной особой, нетипичной рыночной мотивации, что выражается в его требовании условий сделки, отличающихся от типичных рыночных;
- информированность покупателя об объекте оценки, степень которой превышает типичную рыночную, что обуславливает его особую, нетипичную рыночную мотивацию;
- сделка завершена в дату оценки;
- денежная оплата за объект оценки произведена полностью в дату оценки.

Предпосылками при оценке ликвидационной стоимости для всех объектов оценки являются следующие:

- сделка с объектом оценки предполагается;
- покупатель является неопределённым (гипотетический участник);
- продавец является конкретным (идентифицированным);
- наличие однозначно идентифицированного внешнего принуждения продавца к совершению сделки, вынуждающего его снижать цену объекта оценки для достижения более короткого, чем рыночный срок экспозиции, срока продажи объекта оценки;
- типичная рыночная мотивация покупателя;
- типичная рыночная информированность покупателя об объекте оценки;
- типичный для объектов такого же типа, как объект оценки, способ информирования о его продаже потенциальных покупателей;
- сокращённый по сравнению с типичным сроком экспозиции срок для получения информации всеми заинтересованными в покупке объекта оценки лицами;
- сделка завершена в дату оценки;
- денежная оплата за объект оценки произведена полностью в дату оценки.

*Вопрос: Каков должен быть достаточный объём информации об объекте оценки?*

Достаточным объёмом информации считается такой объём информации об объекте оценки, который отражает все характеристики объекта оценки, существенные для оценки его стоимости и позволяет провести оценку без введения допущений.

*Вопрос: Каков должен быть достаточный объём информации для оценки?*

Достаточным для оценки объёмом информации считается такой объём информации, который с разумной степенью достоверности позволяет считать, что полученный результат оценки не является следствием случайного совпадения факторов и обстоятельств.

Указанная достаточность объема информации для оценки не может быть предметом индивидуального или группового суждения.

*Вопрос: Как оценить достоверность использованной в оценке информации?*

1. При использовании в оценке любой информации и данных необходимо исходить из презумпции добросовестности участников гражданско–правовых отношений, определённой в п. 5 ст. 10 Гражданского Кодекса РФ («Добросовестность участников гражданских правоотношений и разумность их действий предполагаются»). Информация и используемые данные в оценке считаются достоверными при условии их разумности.

2. Информация и используемые в оценке данные являются разумными в случае, если они не противоречат применяемой к ним теории и/или соответствуют иным используемым в оценке информации и данным (то есть являются проверяемыми и подтверждаемыми иной информацией и данными).

3. В случае конфликта некоторых используемых в оценке данных и информации, относящихся к одному и тому же вопросу, между собой (например, если в разных объявлениях о продаже одного и того же объекта приведены разные цены), оценщик имеет право использовать, как достоверные, ту информацию и данные, которые наилучшим образом согласуются с иной информацией и данными, используемыми оценщиком.

4. Информация и данные, используемые в оценке, могут быть первичными и вторичными рыночными. Кроме того, в оценке могут использоваться информация и данные, относящиеся к результатам экспертных исследований, мнений или суждений, являющиеся нерыночными.

5. Первичными рыночными данными и информацией являются такие данные и информация, которые получены и обработаны оценщиком непосредственно в конкретной оценке (в месте оценки и на дату оценки). Использование таких данных и информации имеет безусловный приоритет в оценке.

6. Вторичными рыночными данными и информацией являются данные участников рынка, а также рыночные данные, полученные и обработанные непосредственно иными лицами ранее и/или в ином месте, рыночная основа которых раскрыта и не вызывает сомнений. Использование таких данных и информации имеет меньший приоритет в оценке по сравнению с первичными рыночными данными и информацией.

7. Информация и данные, не имеющие под собой непосредственной и реальной рыночной основы, являются нерыночными. Использование нерыночных данных и информации в оценке, в общем случае, не допускается и может носить только обоснованно вынужденный характер.

8. В частности, использование нерыночных данных и информации должно быть обосновано в отчёте об оценке, для чего оценщик должен:

- описать объём усилий, приложенных им для поиска рыночной информации и данных, не давшие положительного результата;
- указать перечень доступных ему источников нерыночной информации, которые относятся или могут относиться к конкретной оценке;
- привести критерии выбора того или иного источника нерыночной информации и данных из числа доступных оценщику;
- провести анализ достоинств и недостатков источников нерыночных данных и информации по сформулированным им критериям;

○ в соответствии с приведёнными критериями определить наиболее достоверный источник или источники нерыночной информации и данных, которые использованы в конкретном месте в отчете об оценке.

9. Результат оценки, достоверность которого не вызывает сомнений, достигается в процессе оценки только при использовании в оценке первичных рыночных данных и информации.

10. Использование в оценке вторичных рыночных данных и информации, а также нерыночных данных и информации, без их подтверждения оценщиком первичными рыночными данными в месте и на дату оценки, означает введение в оценку допущения о достоверности используемых вторичных рыночных данных и информации или нерыночных данных и информации, вероятность которого должна быть показана в отчёте об оценке. В случае, если этого показать не удаётся, результат оценки не может рассматриваться как достоверный.

11. В частности, подтверждение в отчете об оценке вторичных рыночных данных и информации, а также нерыночных данных и информации первичными рыночными данными и информацией, в месте и на дату оценки, означает высокую вероятность получения в отчете об оценке достоверного, категорического результата оценки.

12. В случае несовпадения вторичных рыночных и нерыночных данных и информации с первичными рыночными данными и информацией, вторичные рыночные и нерыночные данные и информация не могут рассматриваться в качестве опровержения первичных рыночных данных и информации, а также результатов, полученных с их использованием.

13. Исследования рынка и ценообразующих факторов, опубликованные иными лицами, а также источники нерыночных данных и информации, которые используются в оценке, в частности, как источники вторичных рыночных данных и информации, в обязательном порядке должны содержать:

- источники используемых данных и информации;
- описание исходных анализируемых данных и информации;
- описание процесса обработки данных и информации, включая необходимые для обобщения и облегчения понимания таблицы и графики;
- наглядное и понятное представление полученных результатов;
- указание на то, предпринимались ли меры по обеспечению однородности информации и снижению (контролю) ошибок результата, а также на то, получены ли эти результаты на основании достаточного количества данных (в частности, наблюдений).

14. Имеющийся в указанных исследованиях и источниках объём нерыночной информации и используемых данных должен обеспечивать проверяемость и воспроизводимость результатов, полученных с использованием таких данных и информации.

*Вопрос: Что такое несущественное влияние, различие?*

1. Несущественное (незначительное) влияние – такое влияние изменения исходной информации, сделанных допущений, использованных подходов и методов оценки, произведенных расчетов и других факторов на результат оценки в процессе исправления ошибок и недостатков оценки, которое приводит к несущественному (незначительному) изменению результата оценки, обладающего признаками достоверности.

2. Под интервалом значений рыночной или иной стоимости понимается множество чисел между обоснованными минимальным и максимальным значениями заданного вида стоимости, которые следуют из текста отчёта об оценке (вне зависимости от того, представлены они в отчёте об оценке, или обоснованно получены любым заинтересованным лицом).

3. Указанный интервал значений рыночной или иной стоимости, в котором может находиться значение заданного вида стоимости в виде конкретного числа:

- является расчётной величиной;
- определяется исключительно имеющими отношение к конкретной оценке в конкретных условиях факторами;
- не может быть задан априорно или директивно;
- должен учитывать интервальный характер исходной информации (цен, ставок, величин затрат и иных расчётных параметров, использованных в оценке) и интервальный характер используемых в оценке расчётных параметров (корректировок, индексов, ставок капитализации и дисконтирования, прибыли предпринимателя, износосов и других).

○ Под несущественным (незначительным) изменением результата оценки в процессе исправления ошибок и недостатков процедуры оценки, обладающего признаками достоверности, понимается невыход вновь полученного результата оценки за пределы интервала значений стоимости первоначального результата оценки.

4. Определение интервала значений заданного вида стоимости, результат оценки которой в виде конкретного числа не отвечает требованиям достоверности, не допускается.

5. Несущественным признаётся:

○ такое различие результатов оценки заданного вида стоимости одного и того же объекта оценки, обладающих признаками достоверности, двумя методами или подходами, при котором результат одного метода или подхода в виде конкретного числа находится внутри интервала значений стоимости второго метода или подхода;

○ такое различие результатов двух оценок заданного вида стоимости одного и того же объекта оценки, обладающих признаками достовер-



ности, при котором результат одной оценки в виде конкретного числа находится внутри интервала значений стоимости второй оценки;

- такое различие результата оценки рыночной стоимости, обладающего признаками достоверности, и результата оценки кадастровой стоимости одного и того же объекта оценки, при котором результат оценки кадастровой стоимости находится внутри интервала значений рыночной стоимости.

6. Не допускается сопоставление двух результатов оценок заданного вида стоимости, если:

- один из результатов оценки не отвечает требованиям к достоверности;

- оценки выполнены с использованием разных допущений и/или ограничений, оказывающих не незначительное (не несущественное) влияние на результат оценки;

- результаты оценки используются для разных целей.

*Вопрос: Что такое достоверность отчёта об оценке (результата оценки)?*

Достоверность отчёта об оценке – не менее чем разумная степень достоверности результата оценки – обеспечивается необходимостью и достаточностью причинно–следственных связей между предпосылками (предпосылками и использованными допущениями) и результатом оценки. При этом:

- необходимость указанных причинно–следственных связей должна быть очевидной или следовать из соответствующей существующей теории, математической (или вербальной) модели или ранее полученных достоверных практических данных;

- достаточность указанных причинно–следственных связей должна быть показана с использованием формальных критериев, которые могут быть установлены в специальных стандартах оценки.

Разумная степень достоверности означает, что некоторые факты, утверждения, значения величин или обстоятельства скорее соответствуют (соответствовали, будут соответствовать) реальной действительности, чем не соответствуют (не соответствовали, не будут соответствовать) реальной действительности.

## ГЛАВА 2. СОВРЕМЕННЫЕ ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ НЕДВИЖИМОСТИ

### 2.1. Метод капитализации дохода (ренды) при оценке стоимости земельных участков сельхозназначения

Сельское хозяйство является одним из важнейших аспектов продовольственной безопасности Российской Федерации, при котором обеспечивается продовольственная независимость Российской Федерации, гарантируется физическая и экономическая доступность для каждого гражданина страны пищевых продуктов, соответствующих требованиям законодательства Российской Федерации о техническом регулировании, в объемах не меньше рациональных норм потребления пищевых продуктов, необходимых для активного и здорового образа жизни. В текущих условиях, очевидно, проблема развития и кредитования сельхозпроизводителей крайне важна. А следовательно, актуальной является задача корректного определения стоимости земель сельхозназначения, так как это определяет возможность кредитования. Крайне важной задачей сегодня становится развитие оценки таких активов, чему и посвящена настоящая работа.

При этом, рынок сельхозпродукции и предприятий очень сложный. Сложившаяся в последние годы тенденция укрупнения агробизнеса и сокращения количества товаропроизводителей сохранится в ближайшем будущем, несмотря на произошедшие масштабные изменения в мировой экономике.

Сейчас в стране наблюдается явное противоречие между развитием сельского хозяйства как бизнеса и развитием сельских территорий. Экономика будущего должна быть социально направленной во всех отраслях и, в первую очередь, в сельском хозяйстве. Слишком крупный агробизнес, так же как и мелкий, не решает эту задачу.

Будущее за хозяйствами средних размеров. Но такой вариант развития возможен только при активном государственном управлении аграрным сектором экономики и его поддержке.

В данном случае на первый план выходят развитие и освоение сельскохозяйственных земель и угодий. Эксперты отмечают<sup>10</sup>, что рост цен на участки сельхоз назначения не предвидится в связи с санкциями. Так же, как и спрос на землю не падает и не растет – он остается на стабильно высоком уровне. Рост цен на участки для ведения сельского хозяйства маловероятен – вход на рынок сельскохозяйственной продукции

---

<sup>10</sup> <https://vesco-consulting.ru/blog/vyrastut-li-ceny-na-zemlyu-iz-za-sankcij>

очень непросто и в основном зависит от возможности получения государственной поддержки, льготных кредитов, гарантий, а не наличия земли – ее в избытке.

Сельхозбизнес в основном сконцентрирован и разделен между крупными игроками, которые, в свою очередь, берут в аренду земельные участки, обрабатывают их, и таким образом формируется этот сельхозбизнес. Данный бизнес выгоден в том случае, если земля стоит 10 долларов за сотку, не более. Частное фермерство актуально, но оно никогда не было системным, и участок 2 га сельхозназначения по 100 долларов за сотку было продать всегда сложно.

Теперь же перейдем непосредственно к описанию предлагаемой нами методологии расчета стоимости земельных участков сельхозназначения.

В текущих условиях важным является определение стоимости земельных участков. Рассмотрим на примере оценки участков под пашню методом капитализации дохода (земельной ренты).

Перед началом оценки необходимо изучить правоустанавливающие документы и сделать следующие выводы: оцениваемый земельный участок выделен в натуре, прошел государственный кадастровый учет, права на него в установленном порядке зарегистрированы органом, осуществляющим государственную регистрацию прав на недвижимое имущество и сделок с ним, не изъяты из оборота и не ограничены в обороте, используется исключительно по назначению без возможности перепрофилирования под жилую или коммерческую застройку.

Если с юридическим статусом все в порядке, проводится дальнейший анализ документов оцениваемого участка на предмет изучения физических (форма участка, рельеф, уклон), экономических (вид и структура с/х угодий, качество почвы – агроклиматический потенциал, энергоёмкость обработки почвы, близость к рынкам сбыта, транспортная доступность, удаленность от хозяйственного центра, баз реализации с/х продукции) и доходных характеристик (фактические и ретроспективные данные по культурам и посевным площадям, урожайность, цены реализации и затраты на производство в разрезе культур, данные по периодам сбора урожая, иная необходимая информация об операционной деятельности в отношении оцениваемого участка).

В процессе оценки важно учитывать следующие важные допущения и ограничения:

1. Если в хозяйстве реализуется не вся продукция, то есть часть остается на собственные нужды, следует придерживаться допущений, что вся продукция должна быть реализована по рыночным ценам, поскольку продуктивность земель, влияющая на результат оценки, не зависит от дальнейшего использования полученной сельскохозяйственной продукции.

2. Оценка проводится в предположении, что земли не истощены, не загрязнены, отвечают санитарно-эпидемиологическим требованиям к качеству почвы и не требуют дополнительных капитальных вложений на коренное улучшение. Качественные показатели плодородия соответствуют типичным значениям по почвам, аналогичным оцениваемым.

3. Земли делятся на орошаемые, неорошаемые и дренированные, так как возврат капитала, вложенного в различные мелиоративные сооружения и сельскохозяйственную технику, а также норма прибыли на него обычно учитывается при расчете себестоимости производства сельскохозяйственной продукции.

В рамках настоящей статьи будет рассмотрен метод прямой капитализации земельной ренты как основной и более обоснованный с позиций отсутствия необходимости прогнозирования периода капитализации и рыночной ставки дисконтирования. Считается, что земля в виде сельскохозяйственных угодий должна использоваться бесконечно, а не какой-то ограниченный период. В отличие от ставки дисконтирования коэффициент капитализации может быть получен с использованием рыночной информации, в том числе о рыночных ставках арендной платы за землю.

Определение стоимости оцениваемого земельного участка проводится по формуле:

$$C_{зу} = \frac{P_{зу}}{K_k} \times S,$$

где  $C_{зу}$  – рыночная стоимость земельного участка, рублей;

$P_{зу}$  – земельная рента, образующаяся при ведении сельскохозяйственного производства на земельном участке, руб./га;

$K_k$  – коэффициент капитализации;

$S$  – площадь земельного участка, га.

**Пример оценки земельного участка сельскохозяйственного назначения с применением доходного подхода по состоянию на декабрь 2020 года**

Объект оценки:

- Земельный участок под пашню (далее – «Участок»)
- Площадь – 50 га
- Местоположение – Мантуровский район Курской области
- Категории земель – сельскохозяйственное назначение
- Разрешенное использование – сельскохозяйственное производство

Чтобы определить стоимость Участка, необходимо рассчитать земельную ренту (доход) при ведении сельскохозяйственного производства. Поскольку фактические и ретроспективные данные по оцениваемому

Участку отсутствуют, следует воспользоваться статистическими и среднерыночными данными по Курской области.

На первом этапе следует определить севооборот (состав сельскохозяйственных культур, которых можно выращивать на Участке) и структуру посевов.

### **Определение состава сельскохозяйственных культур, по которым будет рассчитываться земельная рента**

Определять состав сельскохозяйственных культур, по которым будет рассчитываться земельная рента, необходимо из набора культур типичных или традиционно возделываемых в регионе, в котором расположен Участок.

Для определения состава культур для Участка можно воспользоваться данными Единой межведомственной информационно-статистической системой (ЕМИСС), изучить посевные площади сельскохозяйственных культур в Курской области в регионе места нахождения Участка и/или проанализировать данные землепользователя.

В рассматриваемом примере севооборот был рассчитан с учетом данных землепользователя Участка. Было установлено, что на Участке выращиваются последовательно друг за другом из года в год – пшеница озимая, ячмень яровой, соя, кукуруза на зерно, подсолнечник, сахарная свекла и один год Участок стоит под паром. Таким образом, мы сформируем 7 (семи)-польный севооборот.

Далее следует определить валовой доход, получаемый от реализации сельскохозяйственных культур в севообороте. Расчет валового дохода по каждой сельскохозяйственной культуре осуществляется по следующей формуле:

$$ВД_i = U_i \times C_{ц_i} \times k,$$

где  $U_i$  – средняя урожайность каждой сельскохозяйственной культуры за последние 7 лет, ц/га;

$C_{ц_i}$  – средняя рыночная цена реализации каждой сельскохозяйственной культуры без учета НДС, рублей/ц;

$k$  – коэффициент недосева Участка.

### **Определение валового дохода и земельной ренты**

Для определения урожайности выбранных сельскохозяйственных культур следует использовать данные о средней урожайности по региону, где расположен Участок, за последние 5 лет и более (при наличии такой информации). При этом в расчет принимаются и годы, когда урожай не был получен вследствие его полной гибели. При отсутствии информации за 5 лет следует использовать данные минимум за 3 года. Для определения урожайности следует воспользоваться данными системы ЕМИСС и опре-

делить урожайность по каждой культуре. Обращаем внимание, что в статистических данных системы ЕМИСС информация используется в центнерах, которые необходимо перевести в тонны.

Цена реализации определяется как средняя величина цен на с/х продукцию в месяцы ее сбора. Если статистические данные на момент оценки отсутствуют, то возможно применять цены реализации за предшествующий год.

Если стоимость цены реализации учитывается согласно данным Торговых площадок<sup>11</sup>, необходимо обращать внимание на наличие/отсутствие в цене НДС. Чтобы правильно определить цены реализации, нужно уточнить период сборки урожая в регионе местонахождения Участка (по Курской области) в разрезе культур, при этом в качестве источника данных можно использовать информацию Министерства сельского хозяйства Российской Федерации, <https://mcs.gov.ru>. Цены реализации по месяцам сборки урожая представлены в таблице 2.1.

Таблица 2.1 – Цены реализации по месяцам сборки урожая

Наименование культуры	2020, июль	2020, август	2020, сентябрь	2020, октябрь	2020, ноябрь	Среднее значение, руб./т
Пшеница озимая	12 719	10 820	11 533			11 691
Ячмень яровой		9 524	10 842			10 183
Соя		30 554	26 382			28 468
Кукуруза на зерно		12 352	13 735			13 044
Подсолнечник				25 978	28 057	27 018
Сахарная свекла				3 171	3 633	3 402

Полученные цены реализации необходимо умножить на урожайность по каждой культуре и получить валовой доход. Полученный доход необходимо скорректировать на коэффициент недосева.

Коэффициент недосева  $k$  учитывает площадь Участка, не используемую при посеве/сборе урожая – дороги и их развороты, окраины участка и т. д. К площади, не используемой при посеве/сборе урожая, могут отно-

<sup>11</sup> В качестве торговых площадок можно использовать следующие ресурсы: система ЕМИСС (статистика по субъектам Российской Федерации, <http://www.fedstat.ru>); данные сайтов - <http://www.grainbusiness.ru/zerno/type1/sort3/vvid0/regn46>, <https://agroserver.ru/zerno/>, <https://www.zol.ru/torgovaya-ploshchadka-idk-ru.htm>, <https://agrobazar.ru/grain/buy/>.

ситься заболоченные участки, овраги и прочие неудобья, а также части участка, попадающие, например, в охранные зоны ЛЭП в районе опор линии передач и не подлежащие механизированной обработке. В качестве источников данных можно использовать: технологические карты хозяйства, зональные технологические карты, кадастровые карты и т.п.

Коэффициент недосева рассчитывается следующим образом:

$$k = S_{nc} / S,$$

где  $S_{nc}$  – площадь Участка, не используемая при посеве/сборе урожая, га;  
 $S$  – площадь Участка, га.

В рассматриваемом примере вся площадь Участка используется эффективно, значение коэффициента принято равным единице.

Для определения производственных затрат можно использовать данные по рентабельности по выбранным культурам из системы ЕМИСС (по Курской области). Вычитая из валового дохода затраты, рассчитывается чистая рента по каждой сельскохозяйственной культуре. Итоговый расчет представлен в таблице 2.2.

Таблица 2.2 – Определение валового дохода и земельной ренты по видам культур

№ п/п	Показатель	Формула расчета	Пшеница озимая	Ячмень яровой	Соя	Кукуруза на зерно	Подсолнечник	Сахарная свекла
1	Урожайность т/га	Средние данные за 5 лет	4,418	3,764	2,074	7,436	2,558	46,538
2	Цена реализации руб./т	Таблица 2	11 691	10 183	28 468	13 044	27 018	3 402
3	Валовой доход от реализации культуры руб./га	[1] * [2]	51 649	38 329	59 043	96 995	69 112	158 322
4	Уровень рентабельности (убыточности), %	Данные ЕМИСС	55,41%	67,22%	57,75%	9,87%	9,87%	52,29%
5	Затраты на производство с/х продукции, руб./га	[3]/(1+[4])	33 234	22 921	37 428	88 282	62 903	103 961
6	Рента от культуры, руб./га	[3] – [5]	18 415	15 408	21 615	8 713	6 209	54 361

При оценке затрат также нужно учитывать затраты на обработку 1 га паров.

На диаграмме на Рис.2.1 указано, какой уровень затрат и чистой ренты от валовой цены реализации приходится на каждую культуру. Самые рентабельные виды культур – ячмень, пшеница, соя и сахарная свекла, менее рентабельный – кукуруза и подсолнечник.



Рис. 2.1. – Уровень затрат и чистой ренты по видам культур

Далее следует определить усредненную ренту за 1 год (чистый операционный доход) на 1 га от всех культур за 7-ний период. Расчет представлен ниже в Таблице 2.3.

Таблица 2.3 – Расчет среднегодовой ренты

№ п/п	Показатель	Формула расчета	Пшеница озимая	Ячмень яровой	Соя	Кукуруза на зерно	Подсолнечник	Сахарная свекла	Пары
1	Рента от культуры, руб./га	Таблица 2.2.	18 415	15 408	21 615	8 713	6 209	54 361	-2 145 <sup>12</sup>
2	Среднегодовая рента, руб. /га	Сумма [1]/7 лет				17 511			

<sup>12</sup> Затраты на содержание 1 га паров, рублей



Также можно определять валовой доход по каждой культуре в абсолютных значениях и сложить все значения для получения итоговой ренты.

### **Определение ставки капитализации и расчет стоимости Участка**

Ставку капитализации можно определять различными методами. В данном примере она определена методом кумулятивного построения, основанного на предпосылке, что ставка капитализации является функцией риска и рассчитывается как сумма всех рисков, присущих оцениваемому земельному участку для сельскохозяйственного производства. По итогам расчетов ставка капитализации составила 21,64%, включая в себя:

- 6,67% (безрисковая ставка),
- 4,80% (премия за риск инвестиций в недвижимость),
- 7,78% (премия за низкую ликвидность при рыночном сроке экспозиции в 14 месяцев),
- 2,40% (премия за управление).

Для определения стоимости Участка необходимо усредненную годовую ренту разделить на ставку капитализации. Расчет представлен ниже.

Таблица 2.4 – Определение стоимости земельного участка

Наименование	S, га	Средневзвешенная рента, руб. /га	Рента (ЧОД), руб.	КК	Стоимость (округленно), рублей	Стоимость (округленно), рублей/га
Оцениваемый участок	50,00	17 511	875 531	21,64%	4 046 000	80 920

Продолжающиеся в нашей стране процессы урбанизации и роста численности городского населения ведут к увеличению объемов и темпов жилищного строительства, разрастанию городов и расширению городских территорий. И происходит это, в том числе, за счет земель сельскохозяйственного назначения. Во многих регионах России такие земли активно переводятся в земли населенных пунктов. С 2010-го по 2020 год площадь земель сельскохозяйственного назначения сократилась с 400 млн гектаров до 382,4 млн гектаров, то есть на 17,6 млн гектаров или 4,6 процента.

Чтобы снизить скорость этого процесса, а затем и обратить его вспять, правительством была разработана Государственная программа эффективного вовлечения в оборот земель сельскохозяйственного назначения и развития мелиоративного комплекса Российской Федерации. Она была утверждена правительственным постановлением № 731 от 14 мая 2021 года. Согласно этому документу, в качестве одного из основных приоритетов государственной политики в сельскохозяйственной сфере

признано «совершенствование оборота сельскохозяйственных земель и развитие землеустройства, в том числе создание информационной системы о землях сельскохозяйственного назначения». Кроме того, как мы говорили в самом начале, вопрос развития сельхозпроизводства – важнейшая стратегическая задача в условиях санкционного режима.

Важнейшим следствием этого решения станет не только увеличение объемов оценки сельскохозяйственных земель, находящихся в свободном обороте, но и повышение требований к точности оценки их стоимости, а также степени достоверности применяемых методик. Далее последовательно рассмотрим, (1) каким образом будет обеспечено увеличение площади земель сельскохозяйственного назначения, (2) с какими трудностями можно столкнуться при проведении оценочных расчетов и (3) как профессиональное сообщество оценщиков может способствовать их решению.

Начнем с источников увеличения площади сельскохозяйственных земель. Предполагается, что ими станут:

- Земли, находящиеся в частной собственности граждан. Как известно, 75 процентов таких земель составляют земельные доли, а больше всего земельных участков, находящихся в долевой собственности, в Приволжском, Южном и Центральном федеральных округах. Проблема в том, что без официального выделения земельной доли из общей долевой или совместной собственности ни один из собственников не может распоряжаться своей долей по собственному усмотрению. Исключение составляют лишь акты продажи или дарения долей сельскохозяйственной организации или крестьянскому (фермерскому) хозяйству.

- Невостребованные земельные доли. Речь идет о земельной доле, принадлежащей на правах собственности гражданину, который не передал ее в аренду или не распорядился ею иным образом в течение трех и более лет. Оформление невостребованных долей в муниципальную собственность позволит вовлечь в оборот значительные площади неиспользуемых земель, передав их в распоряжение эффективных землевладельцев и землепользователей.

Сложности, с которыми можно столкнуться при проведении оценочных расчетов:

- Проблема получения информации о неиспользуемых землях. После долгого периода отсутствия обработки возврат земель в сельскохозяйственный оборот зачастую становится экономически нецелесообразным, поскольку стоимость проведения технической мелиорации культур и мероприятий по восстановлению почвенного плодородия таких земель оказывается существенно выше потенциальной прибыли от их использования. Чем быстрее региональные органы управления аграрно-промышленным комплексом обнаруживают такие земли, тем больше вероятность

их успешной рекультивации; чем точнее и актуальнее информация об их местоположении и текущем состоянии, тем скорее они будут переданы эффективным собственникам. К счастью, в последнее время аграрии имеют возможность задействовать для поиска неиспользуемых земельных участков космические и беспилотные летательные аппараты, ведущие дистанционное зондирование Земли и обладающие способностью «видеть» большие территории.

- Ряд проблем, порожденных отсутствием полной информации о количественных и качественных характеристиках угодий, вовлекаемых в сельскохозяйственный оборот. К сожалению, в Едином государственном реестре недвижимости далеко не всегда содержится достоверная информация о таких угодьях.

- Проблема негативных изменений почвенного покрова. Ежегодные исследования почвенных процессов и почвенного плодородия охватывают лишь 8–10 процентов сельскохозяйственных земель; обследование ключевых участков проводится с периодичностью 5–12 лет, хотя это необходимо делать с пяти-шестилетним интервалом. При наличии государственной воли у федеральных властей и готовности к организационным переменам у властей региональных это вполне решаемая проблема.

И наконец, как профессиональное сообщество оценщиков может способствовать решению проблем, возникающих в связи с вовлечением в оборот «новых старых» земель сельскохозяйственного назначения?

Во-первых, ценность таких земель как главного ресурса сельскохозяйственного производства определяется их плодородием. Поэтому разработку качественных методик оценки степени плодородия почв как важнейшей составляющей оценки сельскохозяйственных угодий можно без преувеличения назвать задачей государственной важности. Более того, ее решение может стать существенным вкладом профессионального сообщества оценщиков в повышение эффективности использования основных природных ресурсов России. В рамках настоящей статьи мы внесли свой вклад в развитие данной методологии.

Во-вторых, знания и опыт оценщиков могут способствовать решению задачи качественного преобразования сельского хозяйства путем внедрения цифровых технологий и сервисов. О важности этой задачи говорится в указе Президента Российской Федерации от 7 мая 2018 г. «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года». Для ее реализации создана Национальная платформа «Цифровое сельское хозяйство», а «цифровые» сельскохозяйственные предприятия постепенно становятся такой же реальностью, данной нам в ощущении, как сервисы «Мои документы» и компьютерные системы управления промышленными предприятиями. За послед-

ние пять лет региональные информационные системы были дополнены данными о землях сельскохозяйственного назначения и цифровыми картами сельхозугодий, с нанесенными на них контурами полей, сведениями об их использовании, состоянии и свойствах почв. Вся эта информация представляет большой интерес и для оценщиков, которые давно оценили значение «больших данных» для повышения достоверности и точности оценок.

Само собой разумеется, что этими двумя направлениями вклад оценщиков в дело государственной важности – эффективное вовлечение в оборот земель сельскохозяйственного назначения – вовсе не исчерпывается. Но лучше начать с малого, чем оставаться в стороне. А дальше откроются новые горизонты.

## Литература

1. ГОСТ 16265-89 Земледелие. Термины и определения, иные источники.
2. Постановление Правительства РФ № 731 от 14.05.2021 г. «О государственной программе эффективного вовлечения в оборот земель сельскохозяйственного назначения и развития мелиоративного комплекса Российской Федерации»
3. Распоряжение Правительства РФ №2567-р от 08.09.2022 г. «Об утверждении стратегии развития агропромышленного и рыбохозяйственного комплексов Российской Федерации на период до 2030 года»
4. Указ Президента Российской Федерации от 7 мая 2018 г. «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года».
5. Горшенина Г.В. Методические рекомендации по оценке земель, занятых пашней, для целей залога с применением доходного подхода // Имущественные отношения в РФ, №9(192) 2017
6. Доклад Министерства сельского хозяйства РФ «О состоянии и использовании земель сельскохозяйственного назначения в Российской Федерации в 2019 году»
7. Земледелие. Учебник для вузов/Г.И. Баздырев, В.Г. Лошаков, А.И. Пупонин и др. – М.: Издательство «Колос», 2000.
8. Основы технологии сельскохозяйственного производства. Земледелие и растениеводство. Под ред. В.С. Никляева. – М.: «Былина», 2000.
9. Справочник агроклиматического зонирования, Маросейка, 2012

### **2.2. Регрессионный анализ в оценке кадастровой стоимости объектов недвижимости**

Методы регрессионного анализа являются общепризнанным универсальным математическим аппаратом, применяемым для решения эконометрических задач в различных областях экономики. Они позволяют

моделировать в аналитическом виде зависимости стоимости объектов недвижимости от ценообразующих факторов, вычислять количественную стоимостную оценку объектов и использовать количественные критерии проверки качества такой оценки, обеспечивают получение математически обоснованных результатов моделирования. Опыт зарубежных стран показывает, что для развитого рынка недвижимости регрессионный анализ на сегодняшний день является, пожалуй, основным методом оценки недвижимости для целей налогообложения.

В настоящей статье представлено описание регрессионного анализа, использованного в оценке кадастровой стоимости объектов недвижимости (земельных участков) в Санкт-Петербурге [1]. Описание может быть полезно для кадастровых оценщиков объектов недвижимости регионов, имеющих развитый рынок недвижимости.

Процесс разработки экономико-математической регрессионной модели оценки стоимости объектов недвижимости состоит из следующих этапов:

- анализ объекта моделирования;
- сбор рыночных данных;
- спецификация модели (выбор состава переменных и математической формы модели);
- калибровка модели (расчет коэффициентов модели);
- верификация (проверка) результатов оценки.

При недостаточном качестве конструируемой модели, которое можно обнаружить лишь на последнем этапе (этапе верификации), возможен возврат к первым этапам, для того чтобы проанализировать исходную информацию на предмет соответствия ее рынку, изменить коэффициенты или вид модели.

Основной задачей регрессионного анализа является конструирование такой математической модели, которая могла бы без существенных ошибок воспроизвести реальную функциональную зависимость среднего значения моделируемой величины от факторов стоимости.

Допустим, что реальная зависимость цены от факторов стоимости описывается следующим регрессионным уравнением:

$$y = \alpha_0 + \alpha_1 x_1 + \alpha_2 x_2 + \dots + \alpha_k x_k \quad (1)$$

где  $y$  – зависимая переменная (цена продажи или аренды);  $x_i$  – независимые переменные (ценообразующие факторы: расстояние от центра города или до метро, площадь, этаж, и др.),  $\alpha_i$  – неизвестные параметры (коэффициенты регрессионного уравнения).

Для определения истинных значений коэффициентов  $\alpha_i$  необходимо знать и использовать все значения генеральной совокупности<sup>13</sup>, что практически невозможно. Обычно в нашем распоряжении имеется лишь некоторая выборка из генеральной совокупности. Задача регрессионного анализа – получить по данным выборки оценки этих коэффициентов, позволяющих наилучшим образом аппроксимировать реальную зависимость (1).

Регрессионное уравнение, в котором вместо истинных значений параметров присутствуют их оценки, можно записать следующим образом:

$$\hat{y} = a_0 + a_1x_1 + a_2x_2 + \dots + a_kx_k + e, \quad (2)$$

где  $\hat{y}$  – оценка среднего значения цены или оценки стоимости объекта недвижимости;  $x_i$  – ценообразующие факторы;  $a_i$  – оценки коэффициентов  $\alpha_i$  уравнения (1),  $e$  – неизвестный остаток.

Задача отыскания оценок коэффициентов уравнения (1) решается методом наименьших квадратов путем минимизации следующего критерия [4,5,6,7]:

$$S(a_0, \dots, a_k) = \sum_{i=1}^n (y_i - \hat{y}_i)^2 \rightarrow \min,$$

где  $y_i$  – значение отдельного наблюдения из выборки, а  $\hat{y}_i$  – модельное значение наблюдения, а разность  $(y_i - \hat{y}_i) = e_i$  – конкретное значение остатка для  $i$ -го наблюдения.

В качестве зависимой переменной могут выступать как цены сделок, так и цены предложений. Уравнение при этом должно содержать соответствующую корректировку, позволяющую учесть это различие, например, корректировку на торг.

Если реальная стоимость объекта недвижимости от ценообразующих факторов описывается мультипликативным регрессионным уравнением вида:

$$y = \alpha_0 \alpha_1^{x_1} \alpha_2^{x_2} \dots \alpha_k^{x_k}, \quad (3)$$

то аппроксимирующее ее регрессионное уравнение можно представить следующим образом:

$$\hat{y} = a_0 a_1^{x_1} a_2^{x_2} \dots a_k^{x_k} e, \quad (4)$$

---

<sup>13</sup> Генеральная совокупность - множество всех единиц статистической совокупности с заданным определяющим признаком (например, все однокомнатные или все двухкомнатные квартиры).

где  $\hat{y}$  – прогнозируемое значение цены (стоимость);  $x_i$  – ценообразующие факторы;  $a_i$  – оценки коэффициентов реальной зависимости цен от факторов,  $e$  – относительная погрешность с единичным математическим ожиданием.

Для расчета коэффициентов  $a_i$  регрессионного уравнения (4) методом наименьших квадратов, его необходимо предварительно линеаризовать путем логарифмирования:

$$\ln(\hat{y}) = \ln(a_0) + \ln(a_1) x_1 + \ln(a_2) x_2 + \dots + \ln(a_k) x_k + \ln(e). \quad (5)$$

В этом случае искомыми будут не сами коэффициенты, а их логарифмы, а задача их отыскания решается методом наименьших квадратов путем минимизации суммы квадратов разности логарифмов наблюдаемых и расчетных значений зависимой переменной:

$$\ln(e_i) = \ln(y_i) - \ln(\hat{y}_i),$$

или суммы квадратов логарифмов отношений:

$$\ln(e_i) = \ln(y_i / \hat{y}_i).$$

Очевидно, что обратный переход к коэффициентам  $a_i$  уравнения (4) можно получить путем потенцирования:

$$a_i = \exp(\ln a_i). \quad (6)$$

Выбор вида зависимости цены от факторов или спецификация модели должна производиться на основе опыта и содержательного анализа предметной области, в нашем случае, ценообразования на рынке недвижимости.

Многолетний опыт массовой оценки стоимостных показателей (цен продажи или аренды, ставок капитализации), накопленный специалистами ГУП ГУИОН [2] и СПб ГБУ «КАДАСТРОВАЯ ОЦЕНКА» [1], показал, что при моделировании рыночных процессов хорошие результаты оценки обеспечивает мультипликативная показательная модель следующего вида:

$$\hat{y} = a_0 a_1^{f_1(x_1)} a_2^{f_2(x_2)} \dots a_k^{f_k(x_k)} e, \quad (7)$$

где  $f_i(x_i)$  – известная или заранее сконструированная аналитическая функция  $i$ -го ценообразующего фактора.

Модель (7) линеаризуется путем логарифмирования:

$$n(\widehat{y}) = \ln(a_0) + f_1(x_1) \ln(a_1) + f_2(x_2) \ln(a_2) + \dots + f_k(x_k) \ln(a_k) + \ln(e),$$

Для удобства интерпретации ее можно записать в виде следующего произведения мультипликаторов  $K_i$ :

$$\widehat{y} = K_1 K_2 \dots K_k e, \text{ где } K_i = a_i^{f_i(x_i)}. \quad (8)$$

Коэффициенты  $K_1, \dots, K_k$ , центрированы относительно единицы. Они показывают на сколько процентов тот или иной фактор увеличивает или уменьшает результирующий показатель, например, оценку стоимости.

Очевидно, что для моделирования сложных рыночных процессов можно использовать и более сложные модели, обладающие большими возможностями аппроксимации, например, степенно-показательные модели:

$$\widehat{y} = a_0 a_1^{f_1(x_1)} f_2(x_2)^{a_2} f_3(x_3)^{a_3} \dots a_k^{f_k(x_k)} e. \quad (9)$$

Достоинство их в том, что они также легко линеаризуются, а недостаток – сложность интерпретации получаемых результатов [11].

Вид функций  $f_i(x_i)$  зависит от типа ценообразующих факторов. Они, также, как и модели, могут быть как простыми, так и сложными, качественными, например, вход в помещение со стороны центрального фасада (с улицы), с бокового фасада или со двора, или количественными, например, площадь или расстояние. При использовании качественных факторов в качестве функции  $f_i(x_i)$  могут быть использованы бинарные переменные, имеющие два значения 0 или 1:  $f_i(x_i) = 0$  или  $f_i(x_i) = 1$ . Самый простой случай, когда качественная переменная имеет два значения, например, квартира с отделкой или без отделки. Тогда для отображения данного фактора в модели оценки квартиры с отделкой функция примет значение 1, при отсутствии отделки 0. Если же качественный фактор может принимать несколько альтернативных значений, например,  $n$ , то для его отображения одно значение выбирается в качестве основного (базового), а другие  $(n-1)$  значений – в качестве вспомогательных. При этом для каждого вспомогательного значения вводят отдельную (фиктивную) переменную, принимающую в зависимости от наличия или отсутствия его в объекте оценки 1 или 0. Для базового же значения отдельную переменную не назначают, но если все  $(n-1)$  значений вспомогательных переменных, находясь в степени, будут равными нулю, то стоимость объекта оценки примет базовое значение.



Например, оценивается коммерческое помещение, где в качестве ценнообразующего фактора используется ранее упомянутый вход в помещение, имеющий три значения: с улицы, сбоку и со двора. Выберем в качестве основного (базового) значения вход с улицы, а для двух других значений введем две бинарные переменные:  $x_1$  и  $x_2$ . Если объект имеет вход сбоку, то переменная  $x_1=1$ , а  $x_2=0$ , и наоборот: если объект имеет вход со двора, то переменная  $x_1=0$ , а  $x_2=1$ . При этом регрессионное уравнение оценки стоимости можно записать в следующем виде:

$$V = a_0 a_1^{x_1} a_2^{x_2} e. \quad (10)$$

Тогда объект со входом сбоку будет стоить  $V = a_0 a_1^1 a_2^0 e = a_0 a_1 e$ . Объект со входом со двора будет стоить  $V = a_0 a_1^0 a_2^1 e = a_0 a_2 e$ . Стоимость же объекта со входом с улицы будет равна базовому значению:  $V = a_0 a_1^0 a_2^0 e = a_0 e$ .

Значения коэффициентов  $a_0$ ,  $a_1$  и  $a_2$  можно рассчитать, как было показано ранее, методом наименьших квадратов после предварительного логарифмирования левой и правой частей уравнения (10):

$$\ln(V) = \ln(a_0) + x_1 \ln(a_1) + x_2 \ln(a_2) + \ln(e).$$

Использование фиктивных переменных имеет недостаток – при их введении уменьшается число степеней свободы регрессионной модели и, как следствие, ухудшается эффективность оценки коэффициентов уравнения регрессии. Поэтому рациональным является первоначальное построение регрессионной модели с фиктивными переменными, а затем использование полученной на её основе нелинейной оцифровки для уровней соответствующего влияющего фактора в уточненной модели [3,10].

Как было отмечено выше, при моделировании влияния количественных факторов в качестве функции  $f_i(x_i)$  может использоваться известное выражение или заранее сконструированная монотонная непрерывная функция.

В процессе массовой оценки аренды нежилых помещений в Санкт-Петербурге в качестве функций  $f_i(x_i)$  хорошо зарекомендовали себя экспоненциальные функции следующего вида [1]:

$$f(x) = \exp \left[ - \left( \frac{x}{R} \right)^N \right], \quad (11)$$

где  $R$  и  $N$  – параметры, определяющие вид и кривизну функции  $f(x)$ .

Практика показывает, что функции (11) являются весьма удобными, чтобы описать достаточно широкий класс нелинейных зависимостей рыночных цен от факторов стоимости [2].

Вид функции (11) зависит от значений параметров  $N$  и  $R$  (см. рис. 2.2 и 2.3). Параметр  $N$  определяет крутизну зависимости, а  $R$  – точку перегиба функции, где вторая ее производная меняет знак, а функция, продолжая убывать, из выпуклой вверх становится выпуклой вниз.

На рисунке 2.2 показано влияние изменение показателя  $N$  крутизны (при постоянном значении  $R=10$ ) функции (11), а на рисунке 2.4 – влияние изменения эффективного радиуса  $R$  при постоянном и превышающем единицу значении показателя крутизны ( $N=5$ ).

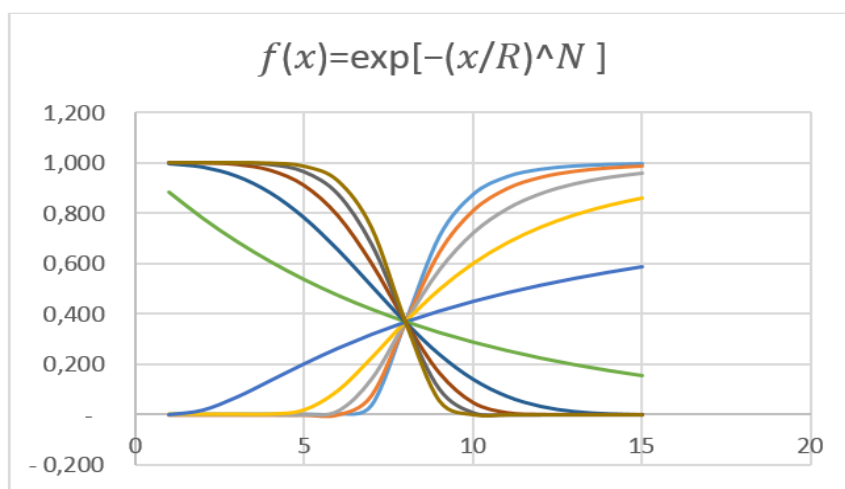


Рис. 2.2. Экспоненциальные функции при  $R=10$ , значения показателя  $N$  от  $-9$  до  $+9$

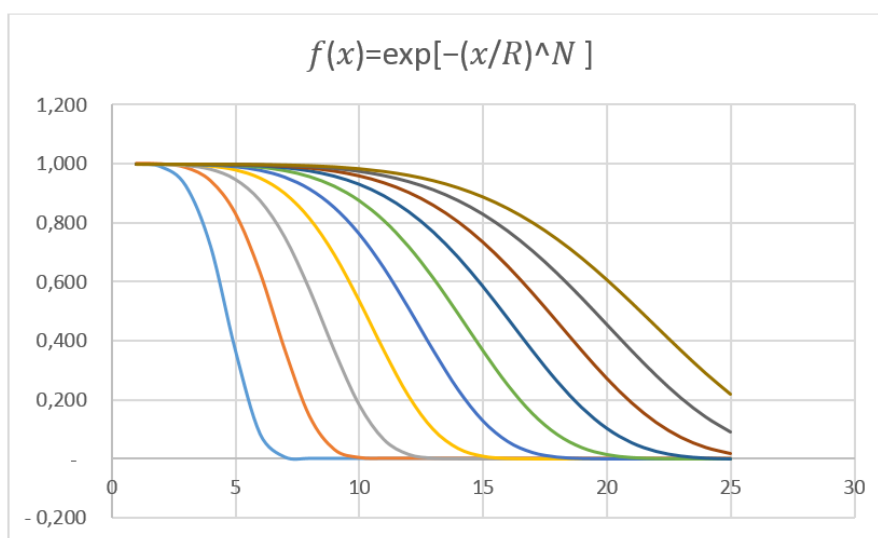


Рис. 2.3. Экспоненциальные функции:  $N = 5$ , значения показателя  $R$  от  $5$  до  $23$

Функции (11) позволяют моделировать изменение искомого показателя в 100 процентном диапазоне, то есть от 0 до 1.

Если необходимо смоделировать изменение искомого показателя от -1 до +1, функцию (12) можно видоизменить следующим образом:

$$f(x) = 2 \exp\left(-\left(\frac{x}{R}\right)^N\right) - 1. \quad (12)$$

При этом диапазон изменения значений функции (12) при том же диапазоне изменения аргумента  $[0, \infty]$  смещается вниз по ординате до минус один (см. рис. 2.4).

В формуле (8) экспоненциальная функция  $i$ -го ценообразующего фактора является показателем степени коэффициента  $a_i$ :

$$K_i = a_i^{2 \exp\left(-\left(\frac{x}{R}\right)^N\right) - 1}. \quad (13)$$

При значениях  $a_i > 1$  мультипликатор  $K_i$ , отражающий воздействие  $i$ -го фактора на зависимую переменную, изменяет свои значения в пределах от  $a_i$ , превышающего единицу, до некоторого числа  $1/a_i$ , меньшего единицы. При  $a_i < 1$  соотношение границ диапазона изменения функции обратное, но также охватывающее единицу. То есть, значение мультипликатора модели оказывается центрированным относительно единицы, что является принципиальным для мультипликативных моделей.

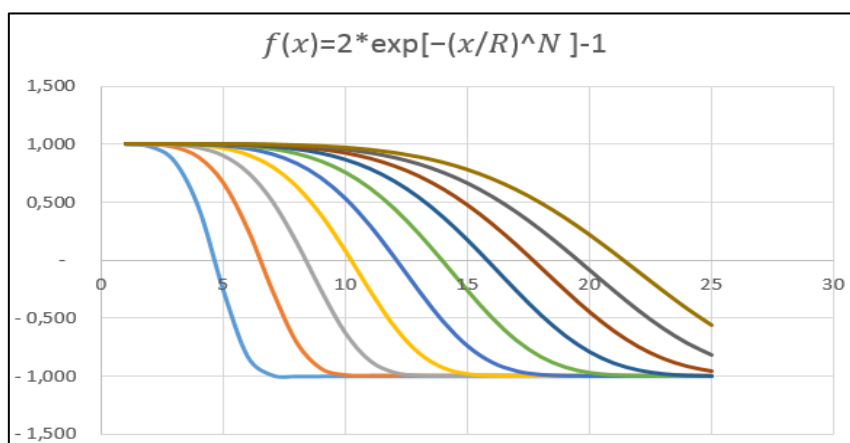


Рис. 2.4. Экспоненциальные функции:  $N = 5$ , значения показателя  $R$  от 5 до 23

В пространственных моделях рынка недвижимости часто встречается ситуация, когда по характеру (крутизне, эффективному радиусу)

нелинейной зависимости влияния на результирующий признак (арендную ставку, цену) несколько влияющих центров являются практически одинаковыми, различаясь в то же время интенсивностью оказываемого влияния.

Учёт этих различий может быть обеспечен вводом в функцию (12) дополнительного множителя  $W$ , который можно определить в качестве весового коэффициента, корректирующего величину диапазона изменения (размаха) значений аппроксимирующей функции при том же диапазоне изменения аргумента и характере нелинейности функции.

Весовой множитель может быть применён ко всей функции (12) (см. рис. 2.5):

$$f(x) = W \left( 2 \exp \left( - \left( \frac{x}{R} \right)^N \right) - 1 \right), \quad (14)$$

или только к первой её части в соответствии с аппроксимируемой зависимостью (см. рисунок 2.6)

$$f(x) = 2 W \times \exp \left( - \left( \frac{x}{R} \right)^N \right) - 1. \quad (15)$$

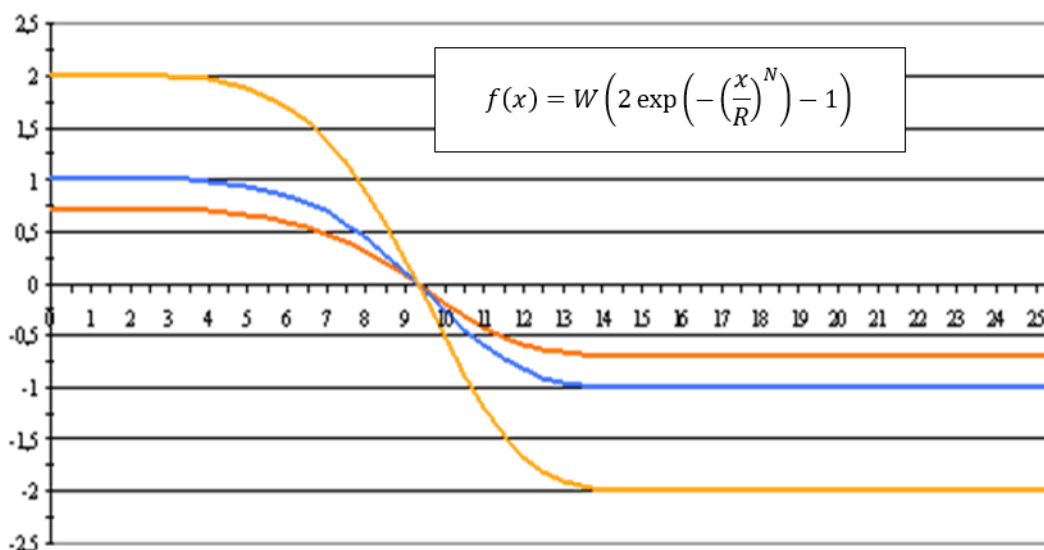


Рис. 2.5. Экспоненциальные функции:  $N = 5$ ;  $R = 10$ ;  $W = 0.7, 1.0, 2.0$

Функции вида (11,12,14,15)) особенно удобны для моделирования зависимостей стоимостных характеристик от расстояний, так как при удалении от объектов с различной степенью влияния (с различными весовыми коэффициентами) значение функции влияния стремится к одной величине. Это хорошо отражает реальную картину формирования стоимостных характеристик в территориальных зонах, удалённых от влияющих локальных центров.

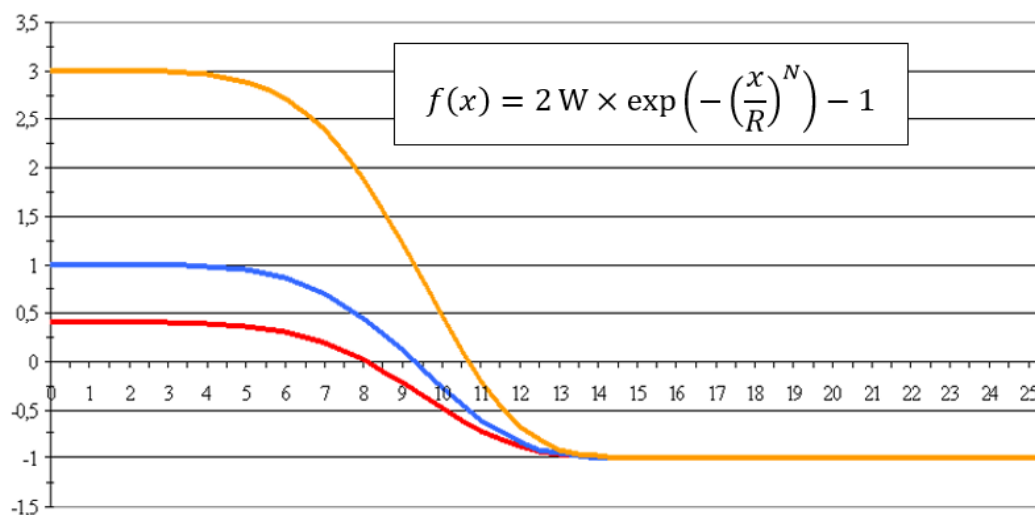


Рис. 2.6. Экспоненциальные функции:  $N = 5$ ;  $R = 10$ ;  $W = 0.7, 1.0, 2.0$

Заметим, что для усиления аппроксимирующих свойств функциям (14) или (15) можно добавить еще одну степень свободы – параметр  $R_0$ , с помощью которого можно двигать функцию по оси абсцисс:

$$f(x) = 2W \times \exp\left(-\left(\frac{x-R_0}{R}\right)^N\right) - 1, \quad (16)$$

где параметр  $R_0$ , отличный от нуля, обеспечивает «площадку» одинакового максимального влияния от 0 до  $R_0$  метров от объекта влияния (см. рис. 2.7).

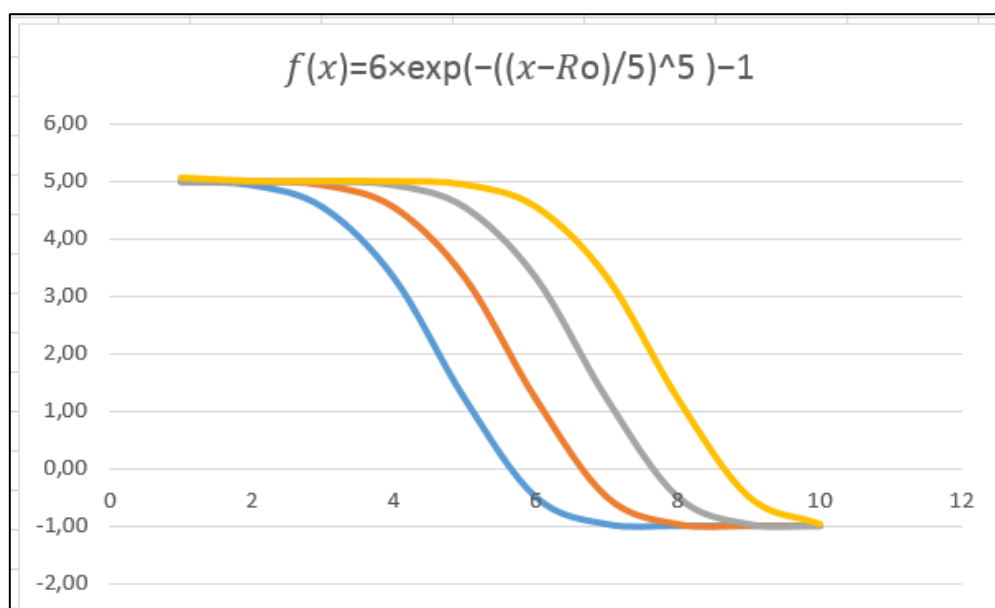


Рис. 2.7. Экспоненциальные функции при  $R_0 = 0, 1, 2, 3$ .

Такая «площадка» позволяет, например, учитывать влияние магистрали при удалении от линии застройки, а не от линии центра магистрали, которой обычно магистраль отображается в геоинформационных системах.  $R_0$  в этом случае определяется как расстояние от оси улицы до красной линии.

Важно отметить, что семейство рассмотренных убывающих экспоненциальных функций позволяют обеспечить надёжное решение задачи моделирования фактора местоположения, который считается основным ценообразующим фактором в оценке недвижимости.

Для получения несмещенных оценок модель должна включать все существенно влияющие факторы [3]. На этапе спецификации модели существуют два основных подхода к определению состава факторов – последовательным наращением, либо уменьшением их числа в модели.

Для целей массовой оценки, как правило, используется второй подход. Это связано с тем, что массовая оценка оперирует достаточно большим количеством данных, существенно превышающим число ценообразующих факторов. И в этой связи в массовой оценке не возникает нежелательной проблемы дефицита степеней свободы, определяемых разностью количества данных и числа ценообразующих факторов. Поэтому в массовой оценке сразу вводится большое количество факторов, включая бинарные переменные, из которых незначимые потом в процессе спецификации и калибровки удаляются из модели до тех пор, пока она не начнёт ухудшать показатели своего качества. Подход привлекателен тем, что при больших объёмах данных статистически незначимые факторы выявляются надёжно и их удаление не влияет на качество модели и не требует существенной её перестройки.

В процессе анализа качества регрессионных моделей, как правило, принято рассматривать целый ряд показателей [3, 5, 6,10]:

- логичность знаков коэффициентов регрессионного уравнения, т. е. их соответствие экономическим гипотезам о наблюдаемом на рынке характере влияния учитываемых моделью факторов на зависимую переменную. Иными словами, характер изменения (возрастание или уменьшение) моделируемой величины под воздействием возрастания значения каждого из учитываемых моделью факторов не должен противоречить характеру такого изменения, наблюдаемому на рынке;

- соответствие вида принятых в модели функций влияния каждого из факторов на зависимую переменную экономическим гипотезам о влиянии этих факторов на рынке. При применении семейства ранее рассмотренных экспоненциальных функций этот показатель сводится к оценке соответствия рынку характеристик полученных зависимостей (крутизны, размаха, «площадки» и др.);

- точечную  $A_i$ , среднюю  $\bar{A}$  и максимальную  $A_{max}$  ошибки аппроксимации наблюдаемых цен, позволяющих судить о «прогнозных свойствах» регрессионной модели:

$$A_i = \frac{|y_i - \hat{y}_i|}{y_i}, \quad (17)$$

$$\bar{A} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n A_i, \quad (18)$$

$$A_{max} = \max_i \frac{|y_i - \hat{y}_i|}{y_i}, \quad (19)$$

где  $y_i$  – реальное (фактическое) значение зависимой переменной, например, цена;

$\hat{y}_i$  – прогнозное значение зависимой переменной;

$n$  – количество наблюдений.

Заметим, что ошибки аппроксимации рассчитываются для исходных (не линеаризованных) значений зависимой переменной.

В эконометрических задачах точность воспроизведения регрессионной моделью рыночных данных считается высокой при средней ошибке аппроксимации 5-7%, хорошей – при 7-12%, удовлетворительной – 12-15%, неудовлетворительной – свыше 15% [4].

- статистическая значимость коэффициентов  $a_i$  ( $i=1, \dots, k$ ) регрессионного уравнения по t-критерию Стьюдента.

- коэффициент детерминации  $R^2$ :

$$R^2 = 1 - \frac{\sum_{i=1}^n (y_i - \hat{y}_i)^2}{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y}_i)^2} = 1 - \frac{\sum_{i=1}^n e_i^2}{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y}_i)^2} \quad (20)$$

Коэффициент детерминации определяет *долю дисперсии* зависимой переменной, объясняемую регрессией. Хорошими считаются модели, у которых значения  $R^2$  близки к единице. Из (20) следует, что чем меньше величина остатков  $e_i$ , тем ближе значение  $R^2$  к единице. Поэтому при построении моделей нужно стремиться к минимизации этой величины.

■ характер распределения остатков модели  $e_i$  относительно значений моделируемой величины. Если в распределении остатков наблюдается какая-либо зависимость, это может свидетельствовать о пропуске влияющего фактора. Случайность (т. е. отсутствие какой-либо закономерности) распределения остатков модели в хорошо специфицированной модели,

как правило, свидетельствует об учёте всех существенно влияющих факторов (в т. ч. и тех, значимость которых статистически не подтверждена) и обеспечивает получение моделью несмещённой оценки среднего значения моделируемой величины;

#### Проверка логичности знаков коэффициентов регрессионного уравнения

Данная проверка заключается в анализе знаков и/или значений коэффициентов уравнения на предмет их соответствия рыночным тенденциям. Например, отрицательный знак коэффициента при каком-то факторе в аддитивной модели означает, что при росте значения этого фактора оценка стоимости объектов уменьшается. И такое уменьшение должно соответствовать ценообразованию на рынке. Если ценообразование по модели не соответствует рыночному, спецификация модели должна быть пересмотрена, даже при выполнении всех остальных критериев качества модели. При возникновении таких ситуаций недопустимо удалять фактор с нелогичного знаком коэффициента из модели, если, согласно рыночной информации, этот фактор является существенно влияющим. Как правило, нелогичные знаки могут возникать при неверном учете вида функции влияния данного фактора и/или других факторов на зависимую переменную, либо пропуске существенно влияющего фактора.

#### Проверка (подтверждение) вида функций влияния факторов на зависимую величину

Данная проверка заключается в сравнении полученных в модели функций влияния на зависимую величину с рыночной информацией о таком влиянии. Если по данным рынка предполагается, например, степенная или показательная зависимость с выраженными начальным пологим участком, средним участком с повышенной крутизной и конечным пологим участком, то модельная зависимость также должна иметь три таких участка и их границы должны согласовываться с наблюдаемыми на рынке. Данная проверка, как правило, совмещается с проверкой на соответствие «здравому смыслу». При существенном несоответствии модельных и «рыночных» зависимостей спецификация модели должна быть пересмотрена.

Например, предполагая функцию влияния площади, подобную (13), и определив начальное значение  $R$  как среднее или модальное значение рыночных данных, разработчик экономико-математической модели на заключительной стадии производит подбор значения  $R$ , при котором модель имеет наилучшие показатели качества. При подборе значения  $R$  разработчик модели должен опираться на мнение аналитиков о возможных пределах изменения  $R$ , а также о возможных коэффициентах функции (13). Подбор значения  $R$  можно выполнять, используя методы построения не-



линейных регрессионных уравнений, например, применением надстройки «Поиск решения» в MS Excel<sup>14</sup>.

#### Анализ остатков

Для того чтобы регрессионный анализ, основанный на методе наименьших квадратов, давал наилучшие, из всех возможных, результаты, регрессионная линейная (или линеаризованная) модель давала оценки, наилучшие из всех линейных несмещенных оценок, случайный член должен удовлетворять условиям, известным как условия Гаусса-Маркова [6]:

1-е условие. Регрессионная модель является линейной относительно параметров и корректно специфицирована.

2-е условие. Случайное отклонение имеет нулевое математическое ожидание (условное). 1-е условие.

3-е условие. Дисперсия случайного члена постоянна.

4-е условие. Ошибки в разных наблюдениях независимы (не коррелированы) друг относительно друга.

5-е условие. Ошибки независимы (не коррелированы) с регрессорами.

6-е условие. Ошибки из себя представляют слабый белый (гауссовский) шум.

Из условий Гаусса-Маркова следует, что для того чтобы регрессионный анализ, основанный на методе наименьших квадратов, давал наилучшие, из всех возможных, результаты, модель должна быть либо линейной, либо линеаризованной.

Учитывая это обстоятельство, в качестве регрессионных моделей в процессе кадастровой оценки выбирались мультипликативные модели вида (7), которые линеаризовались путем логарифмирования обеих частей уравнения, и контроль их качества осуществлялся после линеаризации. Поэтому объектами контроля на предмет выполнения условий Гаусса-Маркова были не остатки уравнения (7), а их логарифмы.

В соответствии с условиями Гаусса-Маркова распределение остатков должно быть случайным, то есть не иметь выраженной тенденции, и с одинаковой дисперсией. Проверку выполнения этого условия можно сделать визуально на графике (см. рисунок 2.8). На рисунке видно, что график зависимости логарифмов остатков близок к идеальной горизонтальной равномерно распределенной широкой полосе, ограниченную сверху и снизу.

Как было отмечено выше, распределение остатков не должно иметь выраженных тенденций, наличие которых могут свидетельствовать о пропуске какого-то влияющего фактора (см. 2-е условие Гаусса-Маркова).

---

<sup>14</sup> Форман Дж. Много цифр. Анализ больших данных при помощи Excel. – М.: Альпина Паблишер, 2016. – 459 с.

Допускается некоторое различие в разбросе остатков при различных значениях зависимой переменной (не должна наблюдаться различная дисперсия остатков, называемая гетероскедастичностью). Для визуальной проверки гомоскедастичности строится график зависимости остатков от модельных значений (см. рис. 2.9). При этом в соответствии с 1-м условием Гаусса-Маркова среднее значение остатков должно быть равно нулю.

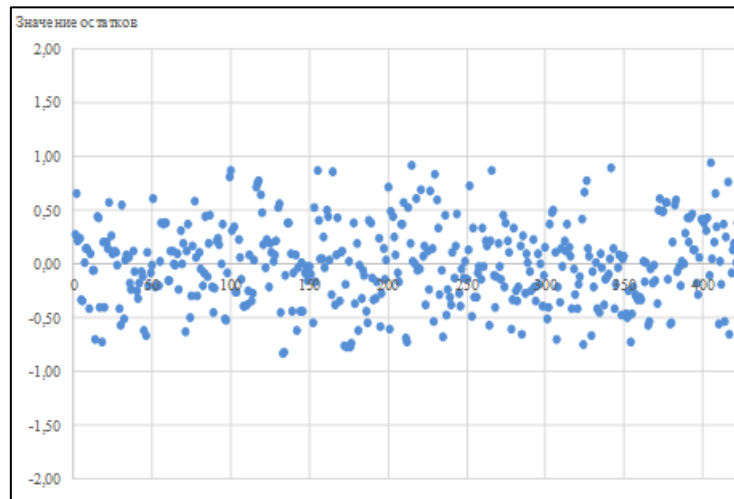


Рис. 2.8. Пример «идеального» распределения остатков линеаризованной регрессионной модели

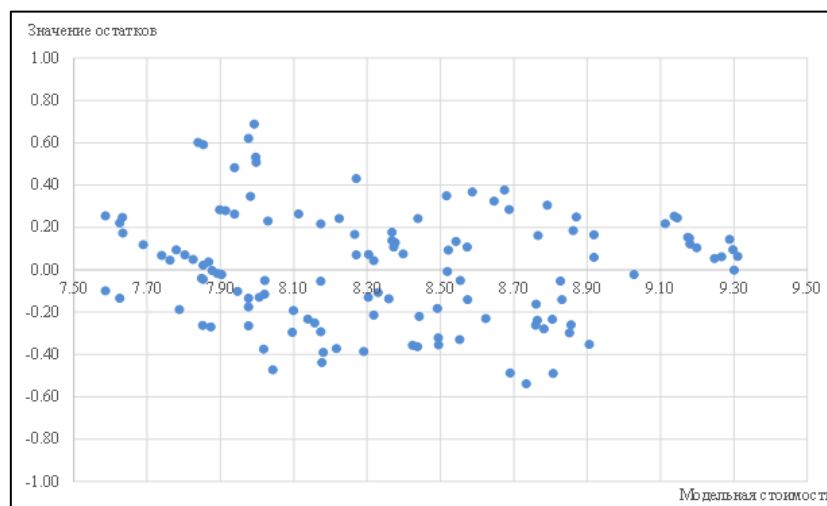


Рис. 2.9. Пример распределения остатков линеаризованной регрессионной модели в зависимости от логарифмов модельной стоимости

В исходной системе измерений (в рублях) распределение остатков для мультипликативной модели (4) имеет вид раструба (см. рисунок 2.10), т.е. по мере увеличения стоимости величина остатков увеличивается. Это связано с обратным нелинейным преобразованием путем по-

тенцирования логарифмов остатков в рублевую систему измерений. В этом один из недостатков мультипликативных моделей. Он приводит к нарушению 2-го условия Гаусса-Маркова и не позволяет оценивать качество регрессионных моделей в их исходном мультипликативном (нелинейном) виде. Построение и контроль качества мультипликативных регрессионных моделей должно осуществляться после их предварительной линейаризации, например, путем логарифмирования.

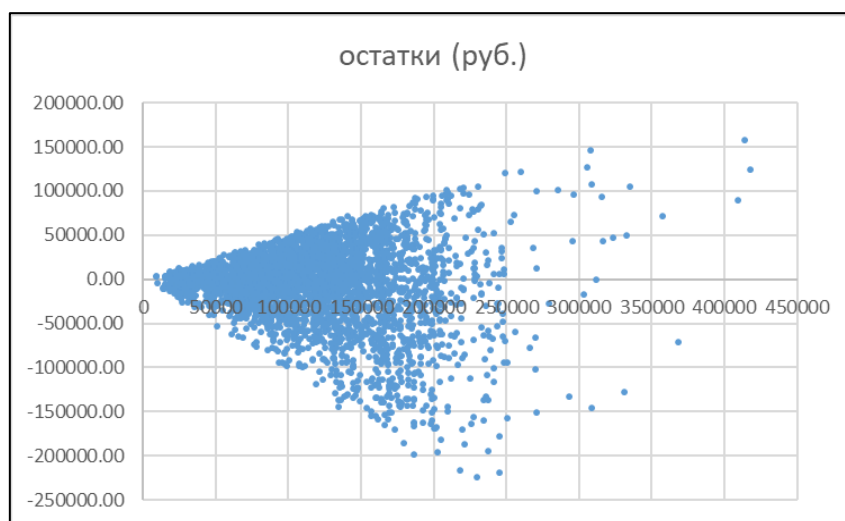


Рис. 2.10. Пример распределения остатков в зависимости от модельной стоимости в исходном масштабе

Полезным показателем является среднее значение остатков в исходной (рублевой) системе измерений. Обеспечивая равенство нулю этого значения в линейаризованной модели (в логарифмах), мы не можем рассчитывать на сохранение этого значения после нелинейного преобразования модели в исходную систему измерений. Как правило, среднее значение остатков, рассчитанных как разность модельных значений и рыночных цен, меньше нуля, что говорит о смещенности итогового результата<sup>15</sup>. Однако в модель, используемую для расчета кадастровой стоимости, на наш взгляд, нецелесообразно вводить положительную корректировку с целью приведения среднего значения остатков цен к нулевому так как эта поправка повысит уровень всех оценок кадастровой стоимости и увеличит риски их оспаривания.

В процессе исследований необходим также контроль нормального распределения остатков так как на гипотезе нормального их распределения построены оценки значений критерия Стьюдента и величины довери-

<sup>15</sup> Об оценке величины такого смещения см. Вербик М. Путеводитель по современной эконометрике/ Пер. с англ. - М.: Научная книга, 2008.- 616 с. «Библиотека Солев»

тельного интервала оценки стоимости. Уже отмечалось, что исключение из модели недостаточно значимых факторов не производится лишь по уровню статистической значимости, но всегда – по результатам проверки качества модели при удалении фактора из модели. Поэтому небольшие неточности в определении уровня критерия Стьюдента не влияют на построение итоговой регрессионной модели.

Что же касается расчета величин (доверительного) интервала неопределенности для оценок кадастровой стоимости, то, во-первых, эти расчеты являются второстепенными для анализа качества моделей, во-вторых, известно<sup>16</sup>, что оценки интервала по «классическим» соотношениям по данным выборки, без учета соотношения отобранной выборки аналогов и объема рынка, являются лишь оценками сверху для реальных соотношений на рынке и реальных распределений остатков модели, т.е. может значительно отличаться от доверительного интервала генеральной совокупности. Его можно использовать лишь как ориентир при создании регрессионных моделей, предназначенных для расчета параметров генеральной совокупности.

Тем не менее, нормальность распределения остатков модели (см. рис. 2.11) является желательным свойством создаваемых регрессионных моделей и для получения качественных моделей нужно стремиться к ее проверке известными статистическими инструментами.

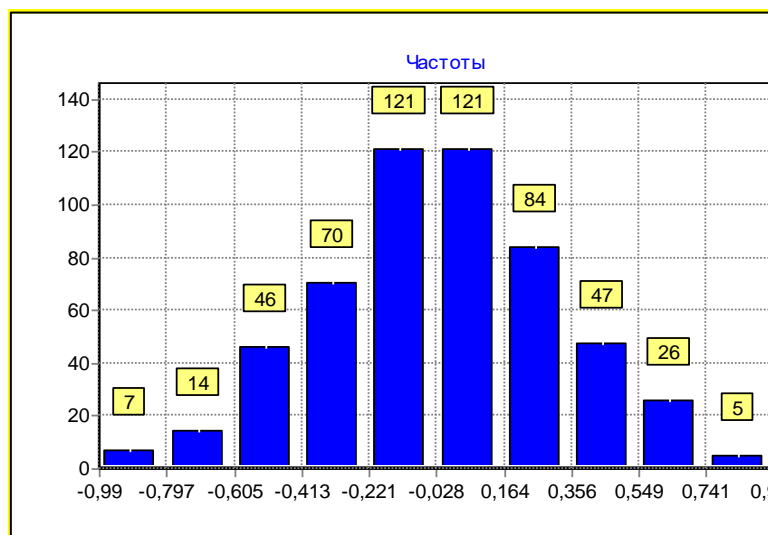


Рис. 2.11. Пример гистограммы остатков линейризованной регрессионной модели

<sup>16</sup> Зельдин М.А., Баринов Н.П., Аббасов М.Э. Неопределенность оценки рыночной стоимости, получаемой по модели множественной регрессии // Бюллетень недвижимости RWAY, №221 (август 2013) <http://www.appraiser.ru/UserFiles/File/Articles/leyfer/Leyfer-09-2013.pdf>

На рисунке 2.12 представлен пример графика остатков. График помогает выявлять выбросы – отдельные объекты выборки, выпадающие из общей закономерности, описываемой моделью (выбросы справа). Такие объекты подлежат дополнительному изучению с целью проверки и уточнения информации о них или, в крайнем случае, при невозможности объяснения причин удаления – удалению их из выборки.

Проверка полученных результатов на соответствие рынку («проверка на здравый смысл»)

На заключительном этапе проверки результатов моделирования проводится проверка отклика (чувствительности) модели, как было отмечено выше, на соответствие «здравому смыслу» – наблюдаемым на рынке изменениям стоимости при заданном изменении фактора. При нелогично большом или малом отклике модели, например, уменьшении стоимости при ухудшении состояния объекта с «отличного» до «нормального» на величину, существенно превышающую затраты на проведение требуемого косметического ремонта, следует пересмотреть спецификацию модели и/или внимательно проанализировать исходные данные с целью выявления и удаления данных, которые могли соответствующим образом повлиять на результат. Необходимость проведения подобных проверок может быть вызвана наличием мультколлинеарности между влияющими факторами, иногда мешающей получать корректные оценки индивидуального вклада каждого из факторов модели.



Рис. 2.12. Пример графика ошибок аппроксимации

Итоговый сравнительный анализ полученных результатов

После создания модели необходимо провести расчёты кадастровой стоимости всех объектов оценки, отобразить результаты на карте и проанализировать их на предмет соответствия «одеялу» или поверхности рыночных цен. Число аналогов в кадастровой оценке всегда меньше числа

объектов оценки, и есть риск выхода значений фактора у некоторых объектов за пределы варьирования этого фактора в выборке аналогов. Необходимо проверять, чтобы модель давала адекватные оценки для таких аналогов. Обеспечение этого требования может потребовать доработки модели на таких маргинальных отрезках варьирования факторов.

Одним из важных этапов анализа качества результатов кадастровой оценки недвижимого имущества является, используемый во многих странах с хорошей историей налоговой оценки [7], анализ относительных показателей стоимости (кадастровой стоимости) или, что то же самое, анализ соотношений стоимости.

*Относительный показатель стоимости (ОПС)* для стран, система налогообложения которых ориентирована на рыночную стоимость, определяется как отношение результата кадастровой оценки стоимости недвижимого имущества к его рыночной цене:

$$\text{ОПС}_i = \frac{\text{КС}_i}{\text{РЦ}_i} \quad (21)$$

Если  $\text{ОПС}_i$  больше единицы, имеет место переоценка объекта, и наоборот, если  $\text{ОПС}_i$  меньше единицы – недооценка объекта.

Качество кадастровой оценки определяется ее точностью, т.е. степенью приближения результата кадастровой оценки к ее рыночной стоимости или, как было отмечено выше, цене.

В соответствии с стандартами международной ассоциации налоговых оценщиков [8] (далее – МАНО) точность кадастровой оценки определяется *уровнем оценки* кадастровой стоимости и *однородностью оценки* кадастровой стоимости.

*Уровень оценки* (от англ. *level*) кадастровой стоимости – это центр рассеивания отношений кадастровых стоимостей и рыночных цен, входящих в оцениваемую выборку. В качестве центра рассеивания рассматриваются среднее, медиана и взвешенное среднее этой выборки или генеральной совокупности всех оцениваемых объектов. Для качественно выполненной кадастровой оценки эти статистики должны быть близки друг к другу.

*Однородность оценки* (от англ. *uniformity*) кадастровой стоимости – это разброс отношений относительно центра упорядоченного распределения (вариационного ряда) относительных показателей стоимости, как правило, медианы. Однородность оценки измеряется с помощью *коэффициента дисперсии*, который определяется как отношение среднего значения абсолютных отклонений относительных показателей стоимости от медианы к ее величине:

$$COD = \frac{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n |ОПС_i - med(ОПС)|}{med(ОПС)} \quad (22)$$

Для анализа качества оценки разных по уровню стоимости объектов одной группы рассчитывается так называемый *ценовой дифференциал*, который определяется как отношение среднего арифметического относительных показателей стоимости на взвешенное среднее этих показателей:

$$PRD = \frac{\overline{ОПС}}{(\overline{КС/РЦ})} \quad (23)$$

где  $\overline{КС}$  и  $\overline{РЦ}$  – средние значения кадастровой стоимости и рыночных цен оцениваемой группы объектов недвижимости.

Этот показатель позволяет определить какие диапазоны рыночных данных завышены моделью, а какие недооценены. Ценовой дифференциал может быть меньше или больше единицы. Если он меньше единицы ( $PRD < 1$ ), то стоимость дорогих объектов в выборке завышена и оценка считается *прогрессивной*. Если ценовой дифференциал больше единицы ( $PRD > 1$ ), то завышена стоимость дешевых объектов в выборке и оценка считается *регрессивной*.

Такой анализ можно сделать и графически, для чего достаточно вывести на график зависимость наблюдаемых рыночных цен используемых для моделирования аналогов от их модельной стоимости (см. рисунок 2.13).

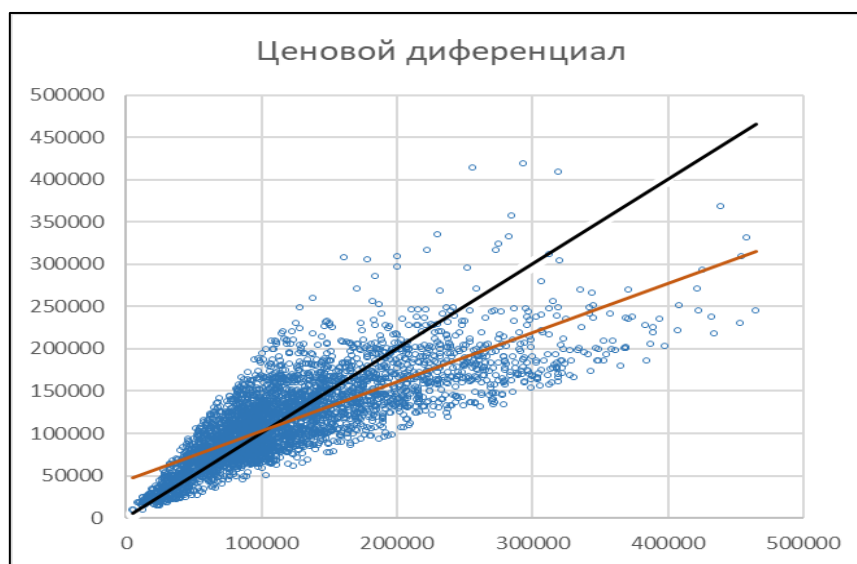


Рис. 2.13. Пример расчета ценового дифференциала

В идеале, когда модельные значения равны средним (для соответствующего набора значений влияющих факторов) значениям рыночных цен, зависимость рыночных цен от модельных значений будет представлять собой

полосу с центральной линией, проходящей через ноль, с углом наклона 45% (на рисунке окрашена черным цветом). Коричневым цветом окрашен реальный тренда зависимости рыночных цен от модельных значений. Точка пересечения двух линий приходится ориентировочно на 100 000 рублей за кв. м объекта недвижимости, при этом объекты, имеющие удельную стоимость меньше 100 000 руб. за кв. м переоценены моделью, а объекты с удельной стоимостью более 100 000 руб. за кв. м, недооценены.

В заключение отметим, что в соответствии с рекомендациями МАНО общий уровень оценки всех объектов недвижимости в юрисдикции должен лежать в интервале от 0,9 до 1,1.

Для каждой из основных групп недвижимости уровень оценки должен лежать в пределах 5 процентов от общего уровня оценки в юрисдикции. То есть, если общий уровень оценки равен 0,9, то уровень оценки для каждой группы объектов недвижимости должен лежать в интервале от 0,855 до 0,945.

Как правило, стандартным диапазоном для PRD по МАНО считается интервал от 0,98 до 1,03. Более низкие значения свидетельствуют о *значительной прогрессивности оценки*, более высокие – о *значительной регрессивности оценки*.

Для домов на одну семью (для РФ – квартир) по МАНО коэффициент дисперсии не должен превышать 15 процентов, а для недавно построенных – 10 процентов. Для коммерческой недвижимости COD должен лежать от 15 до 20 процентов. Для неосвоенных ЗУ и других типов недвижимости COD не должен быть больше 20 процентов.

Для коммерческой недвижимости однородность оценки должна лежать в диапазоне от 15 до 20 процентов.

Для неосвоенных земельных участков и других типов недвижимости однородность оценки не должна быть больше 20 процентов.

*Коэффициент ценового смещения (Coefficient of Price-Related Bias, PRB)* – мера вертикальной справедливости между дешевой и дорогой недвижимостью.

Коэффициент ценового смещения численно равен коэффициенту PRB регрессионного уравнения:

$$\frac{\text{ОПС}_i - \text{Med}(\text{ОПС})}{\text{Med}(\text{ОПС})} = a + \text{PRB} \times \frac{\text{Ln}(\text{ППС}_i)}{\text{Ln}(2)}, \quad (24)$$

где  $i$  – номер наблюдения;  $V_i$  – стоимость<sup>17</sup>,  $\text{Ц}$  – цена сделки,  $\text{ОПС}_i = V_i/\text{Ц}_i$  – относительный показатель стоимости;  $\text{Me}(\text{ОПС})$  – медиана относительных показателей стоимости.

<sup>17</sup> Для кадастровой оценки вместо стоимости  $V$  используется кадастровая стоимость  $\text{КС}$



В уравнении (24) ППС<sub>i</sub> – прокси-переменная «стоимость». Она рассчитывается по формуле:

$$\text{ППС}_i = 0.5[V_i / \text{Me}(\text{ОПС}) + \text{Ц}_i] \quad (25)$$

где PRB выражает процентное изменение ОПС при увеличении или уменьшении прокси-переменной «стоимость» в два раза.

Покажем это на уравнении (24).

Увеличим прокси-переменную «стоимость» в два раза:

$$\frac{\text{ОПС}_{2i} - \text{Med}(\text{ОПС})}{\text{Med}(\text{ОПС})} = a + \text{PRB} \times \frac{\text{Ln}(2 \times \text{ППС}_i)}{\text{Ln}(2)} \quad (26)$$

или

$$\frac{\text{ОПС}_{2i} - \text{Med}(\text{ОПС})}{\text{Med}(\text{ОПС})} = a + \text{PRB} + \text{PRB} \times \frac{\text{Ln}(\text{ППС}_i)}{\text{Ln}(2)} \quad (27)$$

Вычтем (27) из (24):

$$\frac{\text{ОПС}_{1i} - \text{ОПС}_{2i}}{\text{Med}(\text{ОПС})} = \text{PRB}$$

Таким образом, коэффициент ценового смещения дает нам информацию, насколько процентов относительно медианного значения Me (ОПС) изменится ОПС при увеличении прокси-переменной «стоимость» в два раза.

К примеру, значение PRB равное -0,035, свидетельствует о том, что при удвоении прокси-переменной «стоимость» объекта имущества ОПС падает относительно медианного значения на 3,5%, а при сокращении прокси-переменной «стоимость» объекта в два раза – увеличивается на 3,5%.

«Стандарт по анализу соотношения стоимостей» (МАНО, 2013) рекомендует значения PRB в интервале от -0,05 до 0,05 и рассматривает значения PRB вне границ интервала от -0,10 до 0,10 как неприемлемые.

Для иллюстрации описанной методологии рассмотрим упрощенный пример построения модели регрессии для оценки кадастровой (массовой) стоимости квартир в некотором населенном пункте.

Для построения модели собрана рыночная информация об удельных ценах (р) квартир в д.е. в зависимости от расстояния (r) в км до центра поселения (см. таблицу 2.5).

Таблице 2.5. соответствует график распределения цен в зависимости от расстояния до центра поселения (см. рис. 2.14).

Таблица 2.5 Удельные цены квартир (д.е.) и расстояние до центра поселения (км)

r	1	2	3	4	5	6	7
p	196000	206000	230000	180000	140000	100000	120000
r	8	9	10	11	12	13	14
p	116000	124000	118000	110000	116000	108000	120000

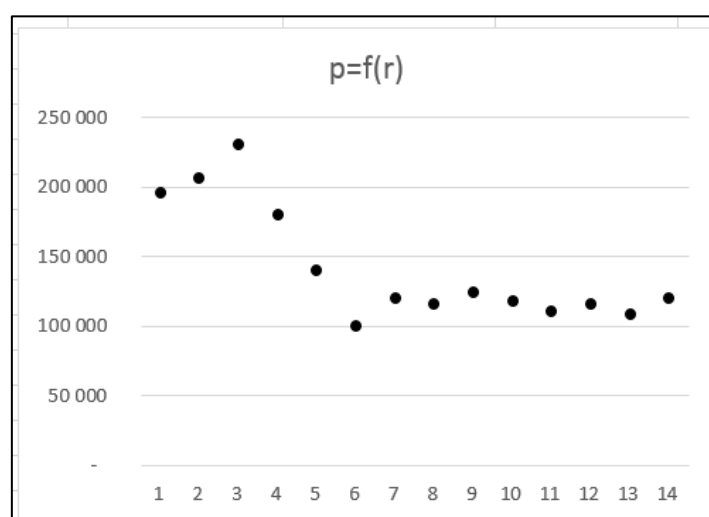


Рис. 2.14. Распределения цен в зависимости от расстояния до центра поселения

Из рисунка видно, что зависимость цен от расстояния существенно не линейна, что подтверждает попытка ее линейной аппроксимации (см. рис. 2.15).

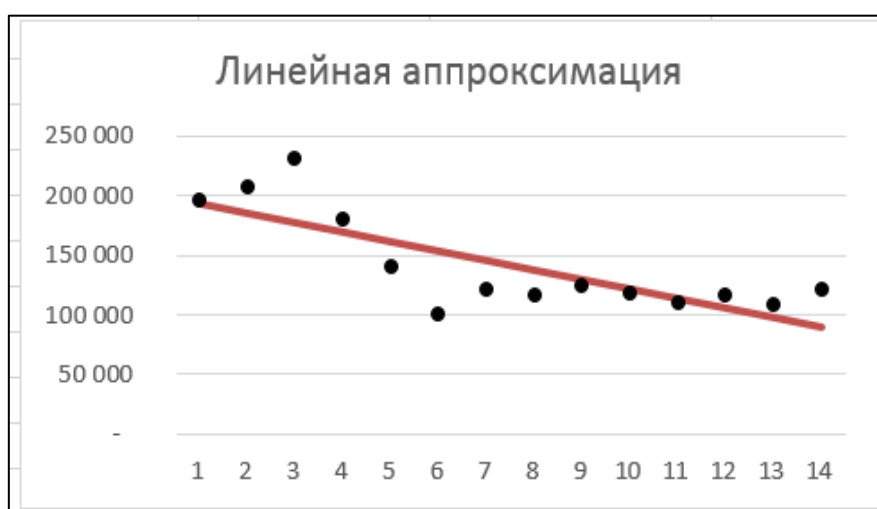


Рис. 2.15. Линейная аппроксимация исходных цен:  
 $V=201451-7965 r$ ;  $R^2=0.62$

Исходя из вида распределения цен для построения модели аппроксимации принято решение использовать нелинейную мультипликативную показательную функцию:

$$V = a_0 a_1^{f(r)}, \text{ где } f(r) = \exp[-(r/R)^N] . \quad (28)$$

В функции (28) четыре неизвестных параметра:  $\ln(a_0)$ ,  $\ln(a_1)$ ,  $R$  и  $N$ . Задачу поиска этих параметров в общем виде можно сформулировать как задачу поиска минимального значения суммы квадратов разности невязок (разностей модельного и действительного значения удельных цен):

$$\sum_{i=1}^{14} (V_i - p_i)^2 \rightarrow \min_{a_0, a_1, R, N} . \quad (29)$$

Эту задачу можно решить двумя путями: прямым перебором или после предварительной линеаризации уравнения (28).

В результате прямого перебора получена следующая модель:

$$V = 114829 * 1,83^{\exp[-(r/4,861)^{8,143}]} . \quad (30)$$

Сложность данного способа в том, что в процессе его применения приходится решать далеко непростую задачу выбора начальных значений неизвестных параметров.

Второй способ основан на использовании линеаризованного уравнения зависимости цены от расстояния:

$$\ln(V) = \ln(a_0) + \exp[-(r/R)^N] \times \ln(a_1)$$

Этот способ проще, так как расчет параметров  $a_0$ ,  $a_1$  осуществляется аналитически путем решения системы линейных уравнений на основе методологии наименьших квадратов, а перебираемыми же являются лишь параметры  $R$  и  $N$ . Их начальные значения можно определить, используя свойства описанных выше функций.

В результате использования линеаризованного уравнения получена следующая модель:

$$V = 114551 * 1,82^{\exp[-(r/4,88)^{8,26}]} \quad (31)$$

Сравнительный анализ моделей (30) и (31) показывает, что они практически не отличаются.

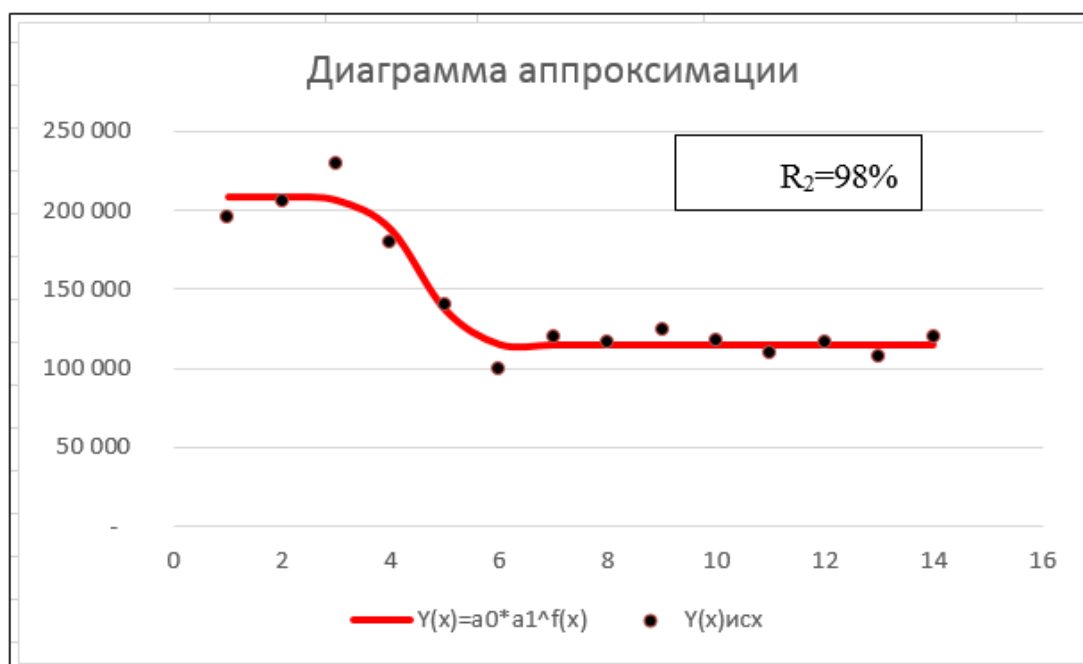


Рис. 2.16. Аппроксимация зависимости удельных цен нелинейной функцией (модель 31)

В таблице 2.6 представлены показатели качества полученной модели (31). Сравнительный анализ расчетных и рефератных значений показывает, что они полностью удовлетворяющие требованиям МАНО. Из таблицы следует, что так как  $PRD > 1$  модель незначительно завышает стоимость дешевых объектов.

Таблица 2.6 – Показатели качества модели 31

Показатели качества	Расчетные значения	Референтные значения
<b>Коэффициент дисперсии (COD)</b>	5.0%	от 5% до 10%
<b>Ценовой дифференциал (PRD)</b>	1.004	от 0.98 до 1.03
<b>Коэффициент ценового смещения (PRB)</b>	-0.0204	от -0.05 до +0.05
<b>Средняя ошибка аппроксимации</b>	5.1%	от 5 до 7% – высокая точность

В целом, рассуждая о точности кадастровой оценки, необходимо отметить, что в России, на сегодняшний день пока еще не сформулированы требования к показателям качества кадастровой оценки, поэтому приведенные выше показатели следует рассматривать лишь как ориентиры при анализе качества ГКО. Критерии качества ГКО должны нарабатываться на практике.

## Литература

1. Отчет об определении кадастровой стоимости земельных участков, расположенных на территории Санкт-Петербурга от 29.04.2022 № 1/2022, выполненный СПб ГБУ «КАДАСТРОВАЯ ОЦЕНКА».
2. Грибовский С.В., Табала Д.Н., Мурашов В.С., Громкова О.Н., Иголкин М.В. Теория и практика массовой оценки недвижимости на примере города Санкт-Петербурга. Теоретические аспекты. // Имущественные отношения в Российской Федерации», № 7, 2005 г.
3. Баринов Н.П. Проблемы оценки отдельных активов на современном рынке. //Современные тенденции рынка и оценка рыночной стоимости. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2020.
4. Эконометрика: учебник/Под ред. И.И. Елисеевой. – М.: Финансы и статистика, 2001
5. Демиденко Е.З. Линейная и нелинейная регрессии. – М.: Финансы и статистика, 1981
6. Грибовский С.В., Сивец С.А. Математические методы оценки недвижимого имущества. – М.: «Маросейка», 2014 г.
7. Орлов А.И. Эконометрика. – М.: Изд-во «Экзамен», 2002
8. International association of assessing officer's standards (IAAO) ISBN 978-5-504-04000-4
9. Форман Дж. Много цифр. Анализ больших данных при помощи Excel. – М.: Альпина Паблишер, 2016. – 459 с.
10. Баринов Н.П. Применение регрессионного анализа в задачах индивидуальной и массовой оценки объектов недвижимости // Вопросы оценки, №1, 2022, с.34-46
11. Базилевский М. П. Построение степенно-показательных и линейно-логарифмических регрессионных моделей// Проблемы управления, 2021, № 3, 25–32; Control Sciences, 3 (2021), 22–28

### **2.3. Некоторые результаты мониторинга судебных решений по оспариванию результатов кадастровой оценки в 2019–2021 гг.**

В рамках проекта «Мониторинг правоприменения» на Юридическом факультете СПбГУ в 2019–2022 годах проведен выборочный мониторинг решений судов по оспариванию результатов кадастровой оценки, подробный анализ проведен по результатам 2019 года [1]. В общей сложности было исследовано около 2000 решений судов первой инстанции и апелляционных судов в 76 субъектах Российской Федерации, что позволило выявить общие характеристики процесса оспаривания, а также динамику некоторых его показателей. Следует отметить, что подавляющее большинство судебных решений принято по «старой» процедуре оспаривания, когда заявители обращались в Комиссии по оспариванию и в суды.

Ключевые выводы по результатам мониторинга 2019 г.<sup>18</sup>:

1. В 60% случаев кадастровая стоимость по результатам оспаривания снижается более, чем в 2 раза. Это указывает на то, что в большинстве подобных дел истцы сталкиваются с недостоверной кадастровой стоимостью, определенной с теми и ли иными нарушениями. Оспаривание кадастровой стоимости остается необходимой процедурой защиты нарушенных прав истцов. Превращение её в механизм уточнения кадастровой стоимости, которая является достоверной и незначительно отличается от индивидуальной рыночной стоимости, продолжает быть целью, а не решенной задачей.

2. Опровергнуто мнение о том, что большинство (или даже 95%) отчетов об оценке рыночной стоимости являются недостоверными. В 62% дел, где судом был разрешен вопрос о соответствии отчета установленным требованиям, судом была констатирована достоверность отчета об оценке. В целом в 29% судебных актов кадастровая стоимость была приведена в соответствие с рыночной, определенной на основании досудебных отчетов об оценке. В 55% дел, где судом была назначена экспертиза, результаты оценки, указанные в досудебном отчете и заключении эксперта, отличались менее, чем на 10%, что свидетельствует об экономической обоснованности значения рыночной стоимости, определенной оценщиком. В то же время необходимо подчеркнуть, что и 38% недостоверных отчетов об оценке свидетельствует о серьезном кризисе качества услуг по оценке рыночной стоимости, который требует принятия скорейших адекватных мер как со стороны самого оценочного сообщества, в первую очередь саморегулируемых организаций оценщиков, так и со стороны законодателя.

3. В судебных актах выявлено множество примеров игнорирования свободы профессионального усмотрения оценщиков, когда эксперт называет нарушением те действия (бездействие) оценщика, которые находятся в пределах вариативности, допускаемой требованиями федеральных стандартов оценки, но противоречат профессиональному мнению самого эксперта. Указанная проблема провоцирует возможность признания недостоверным практически любого отчета об оценке. В тексте мониторинга выделено шесть необходимых направлений защиты свободы профессионального усмотрения при оценке рыночной стоимости. В частности, судам в случае назначения экспертизы с двумя вопросами (о соответствии отчета требованиям законодательства и величине рыночной стоимости в случае несоответствия отчета) рекомендуется поручать разрешение первого и

---

<sup>18</sup> Иные выводы, а также подробности анализа судебных актов см. в [1]

второго вопроса различным экспертам из различных экспертных организаций. Чтобы возможность получения оплаты за разрешение второго вопроса, поставленного в качестве факультативного, не оказывало влияние на эксперта при разрешении первого вопроса и не подталкивало его к квалификации в качестве нарушений действий (бездействия) оценщика, попадающих в зону свободы профессионального усмотрения.

4. Выявлено два различных подхода к пониманию роли суда в делах об оспаривании кадастровой стоимости: либо как состоящей в проверке достоверности уже установленной оценщиком рыночной стоимости, либо как состоящей в установлении рыночной стоимости на основании мнений о ней со стороны оценщика и эксперта. Эти подходы влекут различную степень защиты прав истца. Так в рамках первого подхода отчет, представленный истцом, обладает приоритетом, исходя из которого суд обязан привести кадастровую стоимость в соответствие с рыночной, предусмотренной данным отчетом, если установит, что отчет соответствует требованиям законодательства. В рамках второго подхода отчет истца уже не имеет приоритета, и суд вправе установить рыночную стоимость в ином размере, например, на основании заключения судебного эксперта, даже в случае, если отчет истца соответствует установленным требованиям. В мониторинге обосновывается незаконность второго подхода и необходимость выбора первого.

5. Выявлено, что иногда вопреки принципу, в соответствии с которым ни одно из доказательств не имеет заранее установленной силы, суды при установлении рыночной стоимости делают выбор между отчетом об оценке и заключением судебного эксперта в пользу последнего, исходя из естественных и неотъемлемых отличий судебной экспертизы и отчета об оценке (выбор оценщика истцом и назначение эксперта судом). Такой подход нарушает требования законодательства (ч. 2 ст. 84 КАС РФ) и делает бессмысленными расходы истца на изготовление отчета об оценке в целях оспаривания кадастровой стоимости.

При продолжении выборочного мониторинга судебных решений в 2020 и 2021 гг. (см. Приложение к разделу 2.3.) появилась возможность оценить динамику некоторых показателей процесса оспаривания.

I. В общем числе судебных решений доля решений (Рис. 2.17.), в которых судебная экспертиза:

1. Не назначалась, принят результат досудебного отчета об оценке;
2. Назначалась, отчет соответствует требованиям законодательства, принят его результат;
3. Назначалась, отчет не соответствует требованиям законодательства;
4. Назначалась с одним вопросом о стоимости

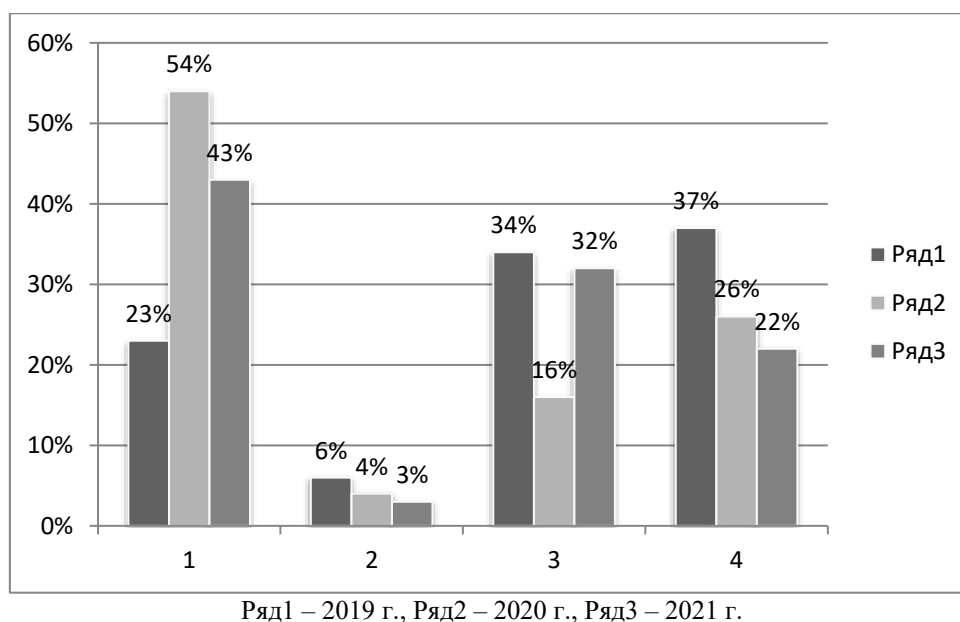


Рис. 2.17. Доля решений, в которых судебная экспертиза не назначалась или назначалась, при этом отчет соответствует требованиям законодательства или не соответствует и назначалась с одним вопросом о стоимости

Можно видеть увеличение доли решений, принятых по результатам досудебного отчета, что может свидетельствовать о повышении качества представляемых в суд отчетов об оценке, а также более ответственный подход заявителей и оценщиков к процедуре оспаривания. В то же время снизилась доля экспертиз, признавших отсутствие нарушений в досудебном отчете, что может объясняться, в том числе, более обоснованными мотивами назначения экспертизы. Также в общем числе решений снижается доля экспертиз, назначаемых с одним вопросом эксперту о величине рыночной стоимости

II. Среди общего числа назначенных экспертиз, доля экспертиз (Рис. 2.18):

1. С одним вопросом о величине рыночной стоимости, поставленным перед экспертом
2. С вопросами о соответствии отчета об оценке законодательству и о величине рыночной стоимости

Сравнивая результаты диаграмм I и II, можно видеть противоречивые тенденции: уменьшение в общем числе судебных решений доли экспертиз с одним вопросом о стоимости и устойчивый рост доли экспертиз с одним вопросом в общем числе назначенных экспертиз. Рост этот происходит, несмотря на рекомендации Пленума Верховного суда РФ от 30.06.2015 №28 о постановке перед экспертом двух вопросов. Вероятной причиной этого может быть, в том числе наличие у суда



прямых свидетельств нарушений, допущенных в отчете, или серьезных оснований для сомнений в достоверности отчета как доказательства величины стоимости.

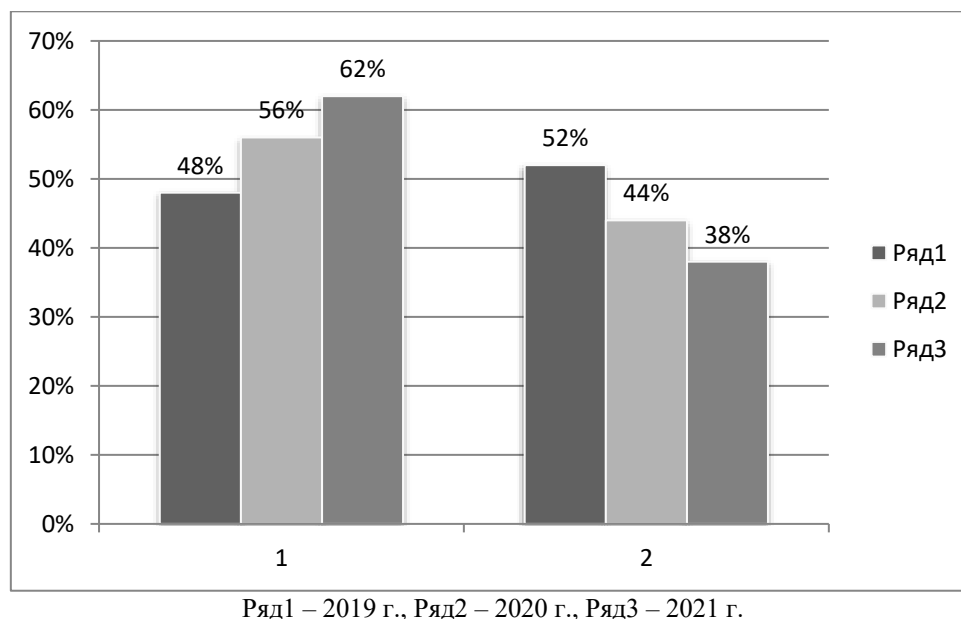


Рис. 2.18. Доля экспертиз с одним вопросом о величине рыночной стоимости и с вопросами о соответствии отчета об оценке законодательству и о величине рыночной стоимости

III. Среди числа экспертиз с одним вопросом о величине стоимости доля экспертиз (Рис. 2.19), в которых:

1. Отмечено наличие нарушений законодательства в досудебном отчете об оценке

2. Наличие нарушений в досудебном отчете не фиксируется

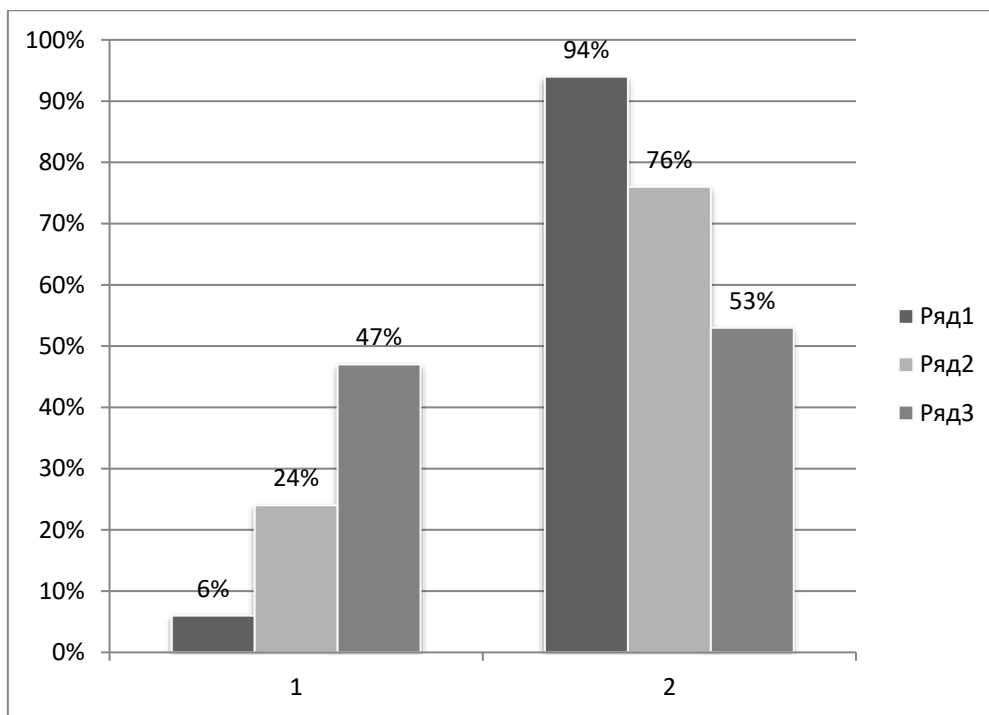
Наблюдается устойчивое повышение доли экспертиз, в которых отмечается наличие нарушений в отчете об оценке притом, что перед экспертом этот вопрос судом не ставился.

IV. Среди числа экспертиз с двумя вопросами (о соответствии отчета законодательству и о величине стоимости) доля экспертиз (Рис. 2.20):

1. Признавших отчет об оценке соответствующим законодательству;

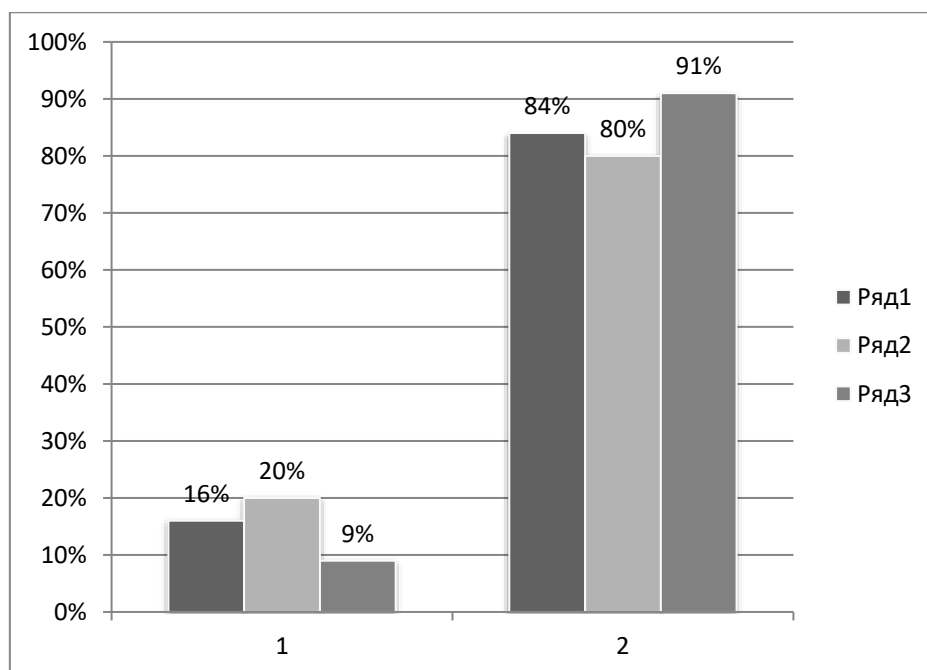
2. Выявивших нарушения и признавших отчет не соответствующим законодательству

Доля экспертиз, в которых исследовалось соответствие досудебного отчета законодательству и подтверждена его достоверность, невелика (не превышала 20%) во все годы мониторинга. Это можно рассматривать как нормальное явление, так как свидетельствует об обоснованности, в целом, назначения экспертиз судами.



Ряд1 – 2019 г., Ряд2 – 2020 г., Ряд3 – 2021 г.

Рис. 2.19. Доля экспертиз, в которых отмечено наличие нарушений законодательства в досудебном отчете об оценке или их отсутствие



Ряд1 – 2019 г., Ряд2 – 2020 г., Ряд3 – 2021 г.

Рис. 2.20. Доля экспертиз, признавших отчет об оценке соответствующим законодательству или нет

V. В общем числе судебных решений доля решений (Рис. 2.21), в которых:

1. Заявлено требование о выплате судебных расходов
2. Взысканы судебные расходы в полном объеме или частично

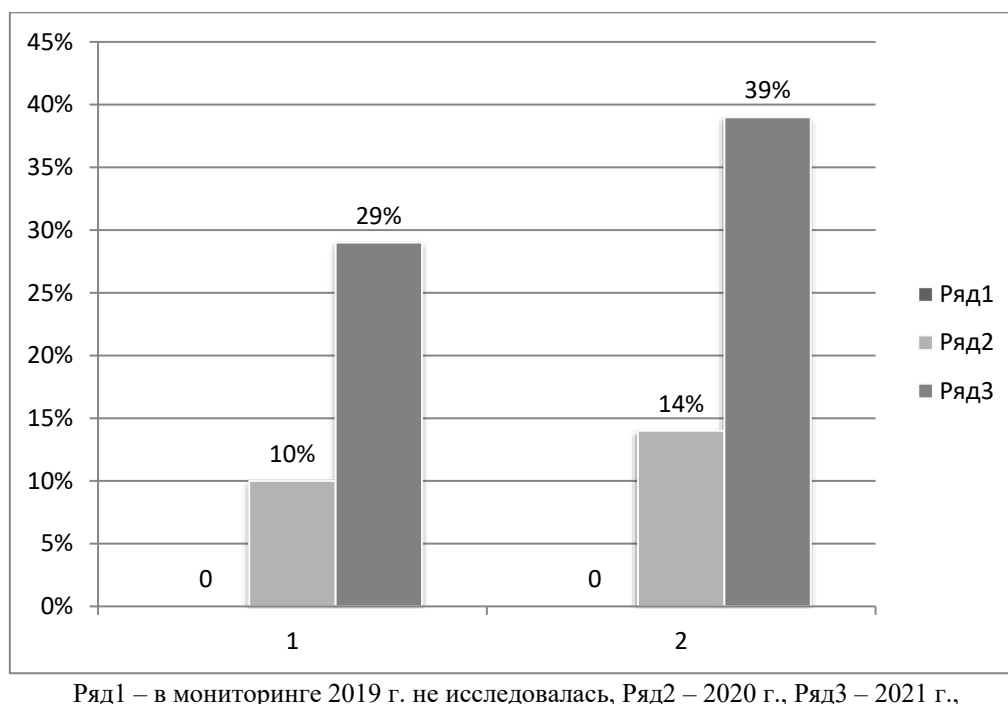


Рис. 2.21. Доля решений, в которых заявлено требование о выплате судебных расходов и взысканы судебные расходы в полном объеме или частично

Наблюдается заметный рост доли решений, удовлетворивших (хотя бы в частичном размере) требование о компенсации судебных расходов заявителя.

VI. В общем числе объектов недвижимости результат кадастровой оценки которых оспаривается, доли объектов с несущественным различием результатов оценки рыночной стоимости экспертизы и досудебного отчета об оценке:

1. Различие оценок стоимости менее  $\pm 15\%$
2. Различие оценок стоимости менее  $\pm 10\%$
3. Различие оценок стоимости менее  $\pm 5\%$
4. Различие оценок стоимости менее  $\pm 3\%$

Отмечается устойчивое снижение доли несущественных расхождений результатов экспертизы и досудебного отчета во всех градациях несущественности. Однако доля объектов, для которых расхождение результатов лежит в границах заведомой несущественности (10% и менее, см. [2], [3]) остается весьма заметной – как минимум каждая пятая экспертиза практически подтверждает результат досудебного отчета с точки зрения экономической обоснованности.

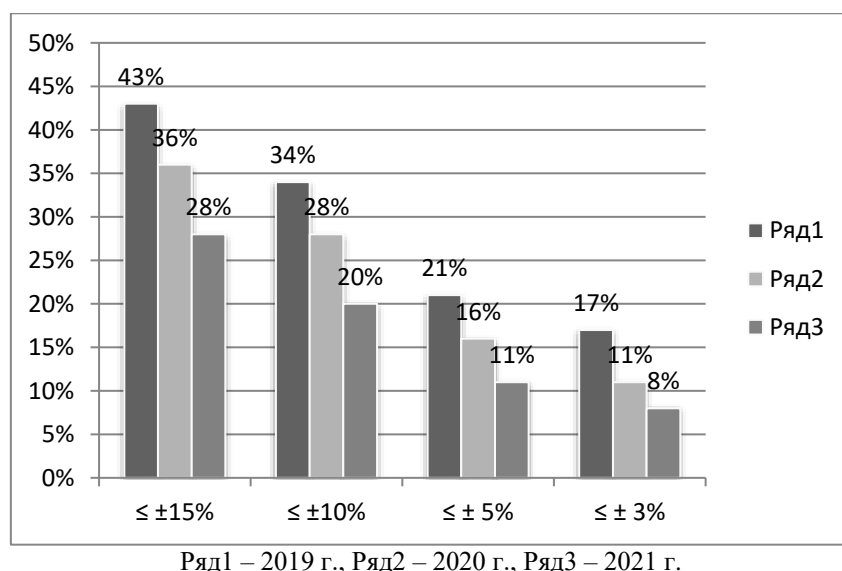


Рис. 2.22. При оспаривании кадастровой оценки доли объектов с несущественным различием результатов менее  $\pm 15\%$ , менее  $\pm 10\%$ , менее  $\pm 5\%$ , менее  $\pm 3\%$

VII. В общем числе объектов недвижимости доля объектов, для которых по результатам экспертизы кадастровая стоимость установлена ниже уровня, определенного в отчете об оценке, показана на Рис. 2.23.

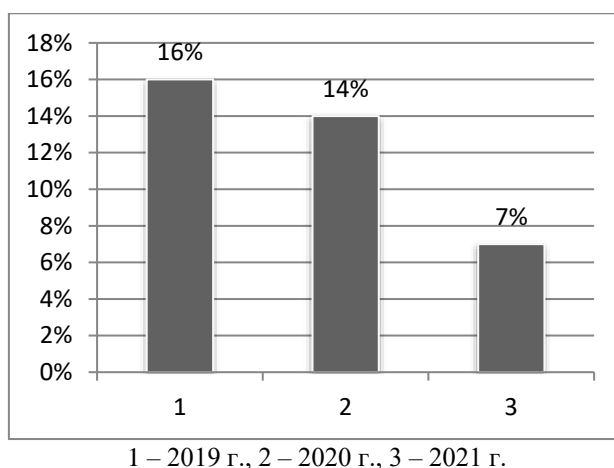


Рис. 2.23. Доля объектов, для которых по результатам экспертизы кадастровая стоимость установлена ниже уровня, определенного в отчете об оценке

Наблюдается устойчивое снижение числа объектов, для которых эксперты определяют величину кадастровой стоимости ниже, чем в досудебном отчете об оценке. Без анализа материалов соответствующих судебных дел трудно дать комментарии о возможных причинах этого снижения.

В целом, можно говорить о свидетельствах положительной динамики процесса оспаривания результатов кадастровой оценки в судах. Вместе с тем, начиная с 2023 года процедура оспаривания результатов кадастровой оценки во всех субъектах Российской Федерации на первом этапе будет реализовываться через обращения в государственные бюджетные учреждения по кадастровой оценке. Это должно каким-то образом отразиться и на практике судебного оспаривания.

Будет интересно сравнить результаты мониторинга, полученные в 2019-2021 гг. с аналогичными показателями в будущем.

## Литература

1. Савиных В.А., Баринов Н.П. Оценка судом достоверности отчетов об оценке рыночной стоимости: мониторинг правоприменения по делам об оспаривании кадастровой стоимости / Мониторинг правоприменения СПбГУ. 2022. – 72 с. [Электронный ресурс], URL – [https://pravoprim.spbu.ru/images/Баринов\\_Н.П.\\_Савиных\\_В.А.pdf](https://pravoprim.spbu.ru/images/Баринов_Н.П._Савиных_В.А.pdf)

2. Правила определения существенности / несущественности расхождения двух оценок стоимости Национального объединения СРО оценщиков «Союз СОО». 2022 [Электронный ресурс], URL – [https://souzsoo.ru/f/ish\\_10043\\_rekomendacii\\_po\\_zavedomoi\\_nesushchestvennosti.pdf](https://souzsoo.ru/f/ish_10043_rekomendacii_po_zavedomoi_nesushchestvennosti.pdf)

3. Баринов Н.П., Жуковский В.В., Зельдин М.А., Консетова В.В., Лейфер Л.А. О допустимом расхождении двух оценок рыночной стоимости объекта недвижимости//Имущественные отношения в РФ, 2022, №9(252), с.8-19

## Приложение к разделу 2.3.

Перечень субъектов РФ, в которых проходил мониторинг судебных решений по оспариванию результатов кадастровой оценки в 2019-2021г.г.

N	Наименование субъекта	2019 г.	2020 г.	2021 г.
1	Амурская область	+	+	+
2	Архангельская область	+	+	+
3	Астраханская область	+	+	+
4	Белгородская область	+	+	+
5	Брянская область	+	+	+
6	Владимирская область	+	+	+
7	Волгоградская область	+	+	
8	Вологодская область	+	+	+
9	Воронежская область	+	+	+
10	Еврейская автономная область		+	
11	Ивановская область	+	+	+
12	Иркутская область	+	+	+

№	Наименование субъекта	2019 г.	2020 г.	2021 г.
13	Кабардино-Балкарская Республика	+		
14	Калининградская область	+	+	+
15	Калужская область	+	+	+
16	Камчатский край	+	+	
17	Карачаево-Черкесская Республика	+		
18	Кемеровская область	+	+	
19	Кировская область		+	
20	Костромская область	+	+	+
21	Краснодарский край	+	+	+
22	Красноярский край	+	+	+
23	Курганская область	+	+	
24	Курская область	+	+	
25	Ленинградская область	+	+	+
26	Липецкая область	+	+	+
27	Москва	+	+	+
28	Московская область	+	+	+
29	Мурманская область	+	+	
30	Нижегородская область	+	+	+
31	Новгородская область	+	+	+
32	Новосибирская область	+	+	
33	Омская область	+	+	
34	Оренбургская область	+	+	+
35	Орловская область			+
36	Пензенская область	+	+	+
37	Пермский край	+	+	
38	Приморский край	+	+	+
39	Псковская область			+
40	Республика Адыгея	+	+	+
41	Республика Алтай	+	+	+
42	Республика Башкортостан	+	+	+
43	Республика Бурятия		+	
44	Республика Дагестан	+		+
45	Республика Калмыкия	+	+	+
46	Республика Карелия	+	+	
47	Республика Коми	+	+	+
48	Республика Крым			+
49	Республика Марий Эл	+		
50	Республика Мордовия		+	+
51	Республика Саха (Якутия)		+	+
52	Республика Северная Осетия – Алания		+	
53	Республика Татарстан	+	+	+
54	Республика Хакасия	+	+	+
55	Ростовская область	+	+	+
56	Рязанская область	+	+	+
57	Самарская область	+	+	+
58	Санкт-Петербург	+	+	+
59	Саратовская область		+	+
60	Свердловская область	+		+

№	Наименование субъекта	2019 г.	2020 г.	2021 г.
61	Севастополь		+	+
62	Смоленская область		+	+
63	Ставропольский край	+	+	+
64	Тамбовская область	+	+	+
65	Тверская область	+		+
66	Томская область	+	+	+
67	Тульская область	+	+	+
68	Тюменская область	+	+	+
69	Удмуртская республика	+	+	
70	Ульяновская область	+	+	+
71	Хабаровский край	+	+	+
72	ХМАО – Югра	+	+	
73	Челябинская область	+	+	+
74	Чувашская Республика	+	+	+
75	Ямало-Ненецкий национальный округ		+	+
76	Ярославская область	+	+	+
	Общее число проанализированных судебных актов	727	692	546

## 2.4. Оценка рыночной стоимости объектов культурного наследия

Культурная ценность объекта несет в себе связь с событиями, произошедшими в прошлом. Издавна эту связь защищали и передавали следующим поколениям как память о важных этапах развития человечества.

Согласно Федеральному закону №73-ФЗ, объекты культурного наследия – это объекты недвижимого имущества и иные объекты с исторически связанными с ними территориями, произведениями живописи, скульптуры, декоративно прикладного искусства и другие объекты, которые возникли в тех или иных исторических событиях и которые несут историко-культурную ценность для человечества. По данным Единого государственного реестра объектов культурного наследия (ОКН) зарегистрировано 147 275 единиц. Большая часть находится в центральной части России.

Ярким примером собрания разнообразных видов ОКН является Санкт-Петербург. В городе располагаются 5 991 объект культурного наследия (памятники истории и культуры), в том числе 3725 объектов культурного наследия федерального значения, что составляет более 5 % всех памятников, охраняемых государством на территории Российской Федерации.

Исторический центр Санкт-Петербурга и связанные с ним комплексы памятников входят в список объектов Всемирного наследия ЮНЕСКО. «Главная особенность и достопримечательность исторического центра Санкт-Петербурга – это совершенная гармония архитектуры и водных пейзажей», – так говорится об объекте под номером С540bis на сайте ЮНЕСКО.

Отдельно стоящие здания, особняки, а иногда целые кварталы могут входить в объекты культурного наследия. Самое ценное в Санкт-Петербурге (согласно Списку ЮНЕСКО) составляет:

- Исторический центр Санкт-Петербурга, в том числе системы: Главного городского пространства, Невского проспекта, Литейной части, Адмиралтейской части, Васильевского острова, Петроградской стороны, Островов;

- Историческая часть г. Кронштадта, в том числе ансамбли Адмиралтейства, Военно-морского госпиталя, городской крепости, гавани;

- Петергоф.

В окрестностях Петербурга:

- Кронштадтская крепость, в том числе форты в Финском заливе: Ино, Серая Лошадь, Красная Горка; свайные преграды, фарватеры и другие инженерные фортификационные сооружения.

- Исторический центр Петрокрепости (Шлиссельбург).

- Крепость "Орешек".

- Дворцово-парковый ансамбль и исторический центр Пушкина.

- Дворцово-парковые ансамбль и исторический центр Павловска.

- Ансамбль Пулковской обсерватории.

- Дворцово-парковый ансамбль Ропши.

- Дворцово-парковый ансамбль Гостилиц.

- Дворцово-парковый ансамбль Тайцы.

- Дворцово-парковый ансамбль и исторический центр Гатчины.

- Ансамбль Троице-Сергиевой пустыни.

- Дворцово-парковый ансамбль Михайловка.

- Дворцово-парковый ансамбль Знаменка.

- Дворцово-парковый ансамбль и исторический центр Петродворца.

- Дворцово-парковый ансамбль Собственной дачи.

- Дворцово-парковый ансамбль Стрельны.

- Дворцово-парковый ансамбль Сергиевка.

- Дворцово-парковые ансамбли и исторический центр Ломоносова.

- Екатерининский дворец в Пушкине.

С каждым годом их численность растет, а состояние некоторых объектов приходит в упадок. С развитием новых технологий, транспортной доступности и экономики в целом возникает потребность в модификации имеющихся зданий. Некоторые из ОКН находятся в аварийном состоянии, но территория, на которой они расположены, является привлекательной для заинтересованных лиц. Некоторые, наоборот, находятся достаточно далеко и содержать их в пригодном состоянии экономически не выгодно.



Несмотря на то, что здания-памятники относятся к особенно значимой группе объектов недвижимости, в настоящих реалиях, их использование должно быть качественно эффективным для населения. Например, некоторые здания – ОКН используются как музеи, театры или другие объекты, несущие познавательную ценность.

ОКЗ делятся на категории историко-культурного значения: федеральный, региональный и муниципальный. ОКН федерального значения имеют особую ценность для культуры страны в целом, когда ОКН регионального и муниципального значений распространяются на отдельные субъекты страны и муниципалитеты соответственно [3].

К сожалению, содержать все объекты в пригодном состоянии экономически не выгодно для государства. Для реставрации, а порой и вовсе для реконструкции, требуются большие материальные затраты. Естественно, что ОКН федерального значения подлежат более тщательному контролю, нежели другие и большая часть бюджетных средств, выделенных на восстановление и поддержание всей совокупности ОКН, будет направлена именно на них.

Для решения финансовой проблемы восстановления ОКН становится приватизация такой недвижимости (переход от государственной собственности в частную) либо же передача права частному лицу на долгосрочную аренду. Существуют государственные программы поддержки, которые позволяют с наименьшими потерями частному лицу заняться восстановлением ОКН. Одна из самых интересных – «Рубль за метр».

Проект разработан КГИОП совместно с Комитетом имущественных отношений (далее – КИО) г. Санкт-Петербурга. Данная программа работает не по всей России, но затрагивает такие стратегические объекты как г. Москва, Московская область и г. Санкт-Петербург. Основной целью является сохранение и развитие ОКН, которые находятся в непригодном для использования состоянии.

Технологическая схема данной программы имеет следующий вид:

1. Торги. На этапе торгов определяют инвестора (в будущем арендатора) объекта КН. Первоначальная цена складывается из отчета независимого оценщика, который предоставляет расчетные данные на дату оценки. Данная стоимость является минимальной, лицо, которое победило в торгах – будущий арендатор объекта КН, согласно программе, на 49 лет.

2. Восстановительные работы. Согласно данному проекту, арендатор обязан в течение 7 лет завершить реставрационные работы по восстановлению объекта КН. Так же определены этапы проведения данных работ: два года на составление необходимой проектной документации, а пять лет отводят на проведение самих восстановительных работ. На данном этапе инвестору необходимо оплачивать аренду в сумме, которая была зафиксирована на торгах.

3. Эксплуатация. После завершения всех реставрационных работ инвестор вправе обратиться в Комитет имущественных отношений с требованием установления арендной ставки исходя из значения рубль оплаты за один метр квадратный. Арендатор так же вправе быстрее завершить реставрационные работы, чтобы снизить плату за пользование объектом. Если же срок в 7 лет был нарушен, КИО вправе расторгнуть договор.

Есть факторы преимущества данной программы:

- заинтересованность в проведении реставрационных работ;

Чем быстрее данное обязательство будет исполнено, тем скорее у арендатора появится возможность получать прибыль от пользования объекта недвижимости в инвестиционных целях и тем быстрее арендная ставка станет минимальной.

- сохранение объекта культурного наследия.

Данная программа дает возможность к развитию и сохранению культурной ценности, которую несет за собой ОКН, находящийся на момент торгов в аварийном состоянии.

На сегодняшний день в России активно развиваются Национальные проекты. В общей совокупности таких проектов сейчас 12. Один из них – Национальный проект «Культура». Данный национальный проект подразделяется на 3 Федеральных проекта – «Культурная среда», «Творческие люди» и «Цифровая культура».

Федеральный проект «Культурная среда» направлен на модернизацию, реставрацию (реконструкцию) школ искусств, детских театров, выставочных пространств и других культурно-образовательных учреждений. Также данная инициатива направлена на переоснащение детских школ искусств, путем закупки профессиональной техники для творческой деятельности.

Относительно ОКН, существует направление данной инициативы, которое создано для укрепления национального историко – культурного развития путем инвестирования в реконструкцию усадеб. Согласно паспорту данного направления, к концу 2021 года была утверждена соответствующая документация (проведены инвестиционные расчеты, подготовлен проект, учтены все затраты на воспроизводство).

Для инвестиционных целей, для целей приватизации объекта, продажи или принятия каких-либо управленческих решений необходимо проводить оценку рыночной стоимости здания ОКН. Существуют кейсы, когда такая оценка является обязательной, например, при сделках, где одной из сторон является государство. Хотя такие здания являются скорее исключением, чем правилом в оценке недвижимости, сложно недооценивать значимость проведения их стоимостной оценки. Для частного лица, которому передано право долгосрочной аренды, определение экономической

целесообразности вложения средств является ключевым. Инвестору необходимо оценить денежные потоки, которые данный объект сможет сгенерировать. Его вложения должны окупиться, и, чем раньше, тем более привлекательным будет предложение [10].

Согласно нормативно-правовой базе [1-4] по приватизации ОКН осуществляется переход собственности не только на землю и недвижимость, приходящуюся на нее, но также частное лицо забирает и имеющиеся обременения (сервитуты). Это является ключевым моментом в процессе передачи прав. Данные обременения включают в себя:

1. Особые условия по содержанию и восстановлению ОКН.
2. Обязательное сохранение внешней конструкции и внутреннего функционала.
3. Особые условия к обеспечению доступа к ОКН.
4. Запрет на перестройку основных конструкций.
5. Запрет на снос объекта.

К ним должен ответственно относиться каждый инвестор, который приобретает в пользование ОКН.

Поэтому для оценки является важным получение знаний в области исторических аспектов возведения здания ОКН, идентификации материалов в строительстве ОКН, степень изношенности и множество других факторов, влияющих на рыночную стоимость объекта. С этой целью большое количество специалистов привлекается для получения всей необходимой информации. Систематизация этих знаний нашло отражение в классификации ОКН.

Определяя данную классификацию ОКН, оценщик на входе процесса обозначает объем и сложность предстоящей работы. От нее зависит вид стоимости и методы, которые будут ключевыми. Каждый ученый предлагает свою разбивку по функциональной составляющей ОКН. Некоторые проводят классификацию более подробно и щепетильно. Но данный процесс остается необходимым, а глубина анализа оценщиком определяется самостоятельно.

Следующим шагом в классификации ОКН является определение рынка, на котором будет происходить будущая сделка. Рынок бывает как первичный, так и вторичный. На первичном рынке продавцом выступает государство, и чаще, с ОКН, данный процесс проходит как приватизация. В свою очередь, вторичный рынок – передача прав от текущего инвестора к будущему ОКН, вместе с приходящимся на него участком и сервитутами.

К классифицирующим признакам в ходе анализа ОКН так же могут относиться:

1. Архитектурный стиль ОКН. Архитектурный стиль напрямую зависит от времени (эпохи) создания. Например, некоторые уникальные

ОКН, созданные в период с 5 века нашей эры до 12 века – романский архитектурный стиль. Так же выделяют основные направления, такие как готика, возрождение, барокко, рококо, классицизм, модерн, модернизм, эклектика, конструктивизм и новые направления, которые формируются в наше время. Объект культурного наследия, который относится к более поздним архитектурным стилям, обладает большей культурной значимостью, так как несет за собой историческое понимание эпохи того времени.

2. Уникальность ОКН. Уникальность объекта оценки делится на две следующие категории: объекты, которые сохранили свои первоначальные характеристики (подлинные объекты) и другие, которые были воссозданы (полностью либо частично).

3. Используемые в постройке материалы. Технический прогресс никогда не стоит на месте, следовательно, материалы, которые используются для постройки (либо создания) ОКН, через некоторое время становятся неактуальны. К сожалению, технологический процесс зачастую становится утерянным и повторить точную копию не представляется возможным. На сегодняшний день различают три большие категории видов материала: дерево, камень и кирпич. Для определения подвида использованных материалов необходимы специальные знания в области строительства, а в некоторых случаях и химии.

4. Текущее состояние ОКН. Состояние объекта делится на хорошее, вполне удовлетворительное, удовлетворительное, не вполне удовлетворительное, неудовлетворительное, ветхое и аварийное. Данный признак определяется также исходя из суждения профессионала. Так же данный признак описывает величину совокупного износа объекта.

5. Текущий вид собственности. Определение вида собственности необходимо для принятия оценщиком решения об использовании подходов для определения стоимости ОКН. Различают государственную собственность (к данной категории относят так же федеральную, региональную и муниципальную) и частную стоимость. Относительно ОКН, если объект находится в государственной собственности, то рынок, на котором он реализуется – первичный, в свою очередь если ОКН находится в частной собственности, то рынок, на котором произойдет будущая сделка – вторичный.

6. Наличие фактора престижности. Разделяют ОКН, которые обладают фактором престижности и не обладают.

7. Количество обременений, приходящихся на объект. Данный признак вытекает из Охранного обязательства ОКН. Обременениям может подвергаться как полностью недвижимый объект, так и только внешний вид. Также охраняться могут некоторые элементы ОКН.

8. Наличие декоративно – прикладных элементов искусства [10].

Наличие предметов ДПИ, либо их отсутствие, так же является одним из классифицирующих признаков.

Еще одним важным классифицирующим критерием является функциональное назначение ОКН. В своей работе Е. Е. Яскевич выделяет шесть групп, а именно:

1. Функциональное назначение полностью соответствует коммерческой недвижимости (офисы, жилая недвижимость и другое)

2. Функциональное назначение частично приходится на коммерческую недвижимость.

3. Функциональное назначение полностью соответствует некоммерческой недвижимости (музеи, образовательные учреждения).

4. Объекты, предназначенные для реализации религиозных целей.

5. Объекты, предназначенные для реализации государственных целей.

6. Объекты, непригодные для использования в текущем состоянии [12].

Некоторые классифицирующие признаки являются понятными и часто используются в оценке недвижимости. Но есть такие, которые по своей сути не имеют материальной составляющей, которую можно было бы оценить, к таким факторам относят сервитут, престижность и наличие элементов декоративно-прикладного искусства (ДПИ).

Наличие достаточной информации об оценке недвижимых объектов, к сожалению, не дает полной картины в оценивании объектов культурного наследия. Многие ученые нашего времени пытались разложить каждую составляющую стоимости памятников, но единой концепции не существует до сих пор. В таблице 2.7 приведены основные концепции, которые предлагают современные ученые для оценки ОКН.

Таблица 2.7 – Обобщение предлагаемых концепций оценивания ОКН современными авторами

ФИО научного деятеля	Предлагаемая концепция оценки
О. Е. Толстова	Оценка методом сравнения сделок продаж ОКН и объектов, не обладающих «исторической значимостью». Их разница в стоимостях даст значение нематериальной компоненты ОКН. В затратном подходе предлагается выполнение следующих последовательных действий: расчет стоимости создания нематериальной компоненты, аккумулялирование затрат прошлого к текущей дате, расчет будущих затрат на содержание объекта, капитализация затрат на создание НМА.

ФИО научного деятеля	Предлагаемая концепция оценки
Е. Е. Яскевич	Определение значимости нематериальных компонент (сервитутов и престижности) путем оценки по особым критериям, и если влияние данных факторов находится в диапазоне от 40 – 250%, то оценщик самостоятельно оценивает объект, без привлечения специалистов в области искусств и строительства. Концепция предполагает выделение баллов каждому ценообразующему компоненту.
Т. А. Славина	Предлагает нормативную стоимость объекта умножить на коэффициент 0,3, а восстановительную стоимость на 0,6. Получившаяся сумма двух перемножений есть стоимость объекта оценки. Анализ стоимости ДПИ проводится исходя из экспертной оценки. Также было определено, что влияние фактора обременения снижает стоимость не более чем на 15% от расчетной стоимости объекта.
А. В. Луков	Предлагает внести некоторый поправочный коэффициент к реверсии капитала, который учитывает историко – культурную значимость ОКН.
В. С. Башкатов	Предлагает в обязательном порядке привлечение экспертов в области строительства и искусства.

*Источник: Составлено авторами*

Исходя из всего вышесказанного, нет единства понимания, как оценивать ОКН. Каждый подход обусловлен построением либо рейтинговой модели (путем присвоения определенных баллов) оценки ценообразующих факторов, либо привлечение экспертов в узких областях.

Исходя из всего вышесказанного, следует отобразить конкретные действия, при выполнении которых оценщик может получить вполне реальную рыночную стоимость ОКН. Необходимо изучить алгоритмы каждого подхода в оценке, для получения общей методики в оценивании таких специфичных объектов оценки, как здания – памятники культурного наследия.

Первоначально, необходимо произвести идентификацию ОКН по уровню значимости (федеральный, региональный, местный) и категории (памятник, ансамбль, достопримечательность). Классификацию производят по основным признакам классификации. Основной информацией для данного анализа служит паспорт объекта и его охранное обязательство. Ранжирование ОКН позволяет на входе определить предполагаемый объем работы оценщика и необходимость в привлечении сторонних организаций в расчетах.

Как говорилось ранее, самым сложным в оценке недвижимых ОКН являются достопримечательности федерального характера, так как анало-

гов на открытом рынке почти не существует, а стоимость затрат на восстановление посчитать так же почти невозможно. Влияние нематериальных компонент в данном случае является ключевым, что так же усложняет будущие расчеты.

После проведения данного анализа необходимо произвести выделение основных ценообразующих факторов. К ним относят стандартные как местоположение, этажность, состояние, так и специфические, как сервитуты, престижность и наличие элементов ДПИ.

Рассмотрим в качестве наиболее важного подхода, который предлагается для расчета рыночной стоимости ОКН, затратный подход. Этот подход в оценке ОКН является одним из самых сложных, так как в его основе лежит величина полной восстановительной стоимости объекта оценки. Без помощи профессионалов в области строительства (либо особых квалификационных знаний в данной области), данный расчет оценщиком трудновыполним. Как говорилось ранее, затратный подход основан на принципе замещения, что означает необходимость расчета полной восстановительной стоимости с имеющимся обесценением объекта оценки.

В данном подходе предлагается использовать три метода оценки нематериальных компонент:

1. Суммирование фактически понесенных затрат.

Данный метод предполагает суммирование таких компонент как стоимости воссоздания нематериальной компоненты (включает в себя как процесс проектирования, так и сам процесс реализации данной компоненты), стоимость затрат на охранное обеспечение, стоимость маркетинговых составляющих, затраты на реализацию данного НМА.

2. Метод стоимости замещения.

Основан на анализе объектов – аналогов, которые совпадают по основным характеристикам с объектом оценки, но не обязательно должен быть схож с ним по внешнему виду. Исходит из принципа замещения.

3. Метод восстановительной стоимости.

Определяется суммой затрат, которую необходимо вложить в восстановление объекта оценки. Данные расходы учитываются исходя из текущих цен на материалы [5].

Следовательно, алгоритмом расчета стоимости объекта культурного наследия затратным подходом является следующая последовательность действий:

1. Определение объекта оценки, формирование задания на оценку, определение даты, на которую должен быть составлен отчет.

Основной особенностью данного пункта является предоставление следующей необходимой информации оценщику:

- сведения, необходимые для идентификации объекта оценки;
- характеристика объекта оценки и его оцениваемых частей;

- информация о праве на объект и о наличии обременений.

Также в задании на оценку может содержаться иная информация, которая, по мнению Заказчика является значимой. Дата оценки – дата, на которую должен быть проведен расчет стоимости. Если анализ объекта был сделан на много раньше даты оценки, либо же хоть на один день позже – данный анализ является некорректным, и расчет, соответственно, неверным.

## 2. Анализ рынка ОКН.

Оценщику необходимо определить текущие тенденции рынка объектов культурного наследия. К анализу рынка так же относят определение сегмента рынка объекта КН. Зачастую, в паспорте объекта находится необходимая информация. Если анализ рынка невозможно произвести ввиду отсутствия данных по таким объектам недвижимости, то допускается расширение территории исследования. Если данное расширение также не привело к результату, то есть возможность анализировать рынок объекта согласно наиболее эффективному использованию.

3. Определение наиболее эффективного использования объекта оценки.

Данный анализ предполагает определение возможных вариантов использования объекта оценки исходя из трех принципов: юридической правомочности, экономической оправданности и физической осуществимости. Для затратного подхода определение НЭИ дает возможность расчета будущей прибыли предпринимателя.

## 4. Классификация объекта культурного наследия.

Первоначально, определяют значимость ОКН – объект федерального, регионального или муниципального значения. Далее, необходимо определить вид ОКН: памятник, ансамбль, достопримечательность. Также важно произвести анализ функционального назначения ОКН, к нему относят:

- объект полностью соответствует коммерческой недвижимости (офисы, жилая недвижимость и другое);
- объект частично приходится на коммерческую недвижимость;
- объект полностью соответствует некоммерческой недвижимости (музеи, образовательные учреждения);
- объект предназначен для реализации религиозных целей;
- объект предназначен для реализации государственных целей;
- объект, в текущий момент находящийся в непригодном состоянии.

Далее классификация объекта оценки производится по основным идентификационным признакам, указанным выше.

## 5. Выделение основных ценообразующих факторов объекта оценки.



ОКН обладает схожими ценообразующими факторами с объектами недвижимого имущества (такие как местоположение, транспортная доступность), но есть и специфические, такие как сервитут, престижность и наличие ДПИ. Наличие или отсутствие специфических факторов должны быть обязательно определены в отчете об оценке.

#### 6. Расчет стоимости полных восстановительных затрат.

Данный пункт предполагает расчет полной восстановительной стоимости ОКН. К методам ее расчета относят: метод сравнительной единицы (определение стоимости восстановительных работ подобного объекта за кубический метр или метр квадратный), метод разбивки по компонентам (определение примерной стоимости каждой компоненты объекта оценки) и метод количественного исследования (составление полной сметы затрат на полную восстановительную стоимость). Так как объект оценки относится к объекту культурного наследия, привлечение профессионала в области строительства будет необходимо.

#### 7. Расчет стоимости нематериальных компонент.

К нематериальным компонентам относят: сервитут, престижность и элементы ДПИ. Нематериальные компоненты могут как увеличивать стоимость ОКН, так и уменьшать ее. Например, наличие обременений однозначно является фактором, уменьшающим рыночную стоимость ОКН. В свою очередь престижность, наличие декоративно – прикладных элементов искусства являются факторами, которые повышают привлекательность (соответственно и стоимость).

Предметы ДПИ, это либо элементы, входящие в состав улучшений (самого объекта), либо некоторое движимое имущество. Отсюда следует, что оценка их стоимости производится оценщиком, квалифицированным в оценке движимого имущества.

Для оценки сервитута используется метод «освобождение от роялти». Основным при проведении расчета является определение рынка сделки (первичный либо вторичный). При анализе сделки на первичном рынке стоимость обременения исходит из государственных мер поддержки инвестора (хотя данная величина входит в состав стоимости объекта КН со знаком минус, так как данные льготы не выплачиваются). Оценка нематериальной компоненты «престижность» производится исходя из логики расчета гудвилла. Основной идеей является сопоставление доходов ОКН с доходами недвижимости, не обладающих престижностью (средние по рынку) [8].

#### 8. Определение величины прибыли предпринимателя (ПП).

Определение величины ПП можно провести тремя основными методами: методом аналогов (разница между рыночной стоимостью объекта-аналога и величины стоимости замещения объекта оценки), экспертным

опросом (опрос инвесторов о рисках, понесенных во время строительства объекта), и методом вмененных издержек (разница между затратами на конец и текущей стоимости строительства). Проблема определения прибыли предпринимателя для ОКН остается актуальной в настоящий момент. Риски инвестора для воссоздания такого объекта находятся на более высоком уровне, нежели чем при строительстве объекта недвижимости, не обладающей культурной значимостью. Отсутствие открытого рынка сделок купли – продажи ОКН так же играет большую роль в сложности определения прибыли предпринимателя. Субъективная оценка инвесторов также может исказить значение как в повышающую стоимость сторону, так и понижающую.

Отсюда следует, что при определении стоимости прибыли предпринимателя, на сегодняшний день, будет правильным использование справочников [7].

#### 9. Расчет совокупного износа.

Совокупный износ рассчитывается из трех составляющих: физический, функциональный и внешний износы. Расчет идет стандартный, как и в определении износа в объекте, не обладающим культурной значимостью.

#### 10. Определение стоимости земельного участка, приходящегося на ОКН.

Данный пункт предполагает оценку рыночной стоимости ЗУ. Методов проведения оценки рыночной стоимости земельного участка довольно много. К ним относят: метод сравнения продаж (подбор аналогов по ценообразующим факторам), метод выделения (вычитание стоимости объекта недвижимости, полученной методами сравнительного подхода, стоимости воспроизводства объекта оценки), метод капитализации земной ренты (приводится к настоящему времени ставка земной ренты), метод остатка, метод распределения, метод предполагаемого использования.

Для определения рыночной стоимости земли целесообразно провести оценку земли как «условно-свободного» объекта, взяв в основу факторы наиболее эффективного использования. Данный вывод исходит из понимания, что участок, приходящийся на объект культурного наследия, может быть использован более продуктивно, чем он используется сейчас.

Благодаря имеющемуся результату оценки земельного участка как «условно свободного», мы можем определить стоимость объекта оценки с имеющейся его культурной значимостью. [5]

Наиболее подходящим методом для оценки земельного участка является метод рыночных сравнений. Анализ производится относительно предложений сделок купли-продажи на рынке. Но нечасто можно найти информацию о совершенной сделке относительно земельного участка, тем более участка, приближенного к характеристикам оцениваемого объекта.

Поэтому анализ наиболее эффективного использования является одним из самых важных при проведении оценки недвижимого имущества. Он позволяет оценщику выявить способ эксплуатации, приносящий максимальную экономическую выгоду. Так же стоит отметить, что объекты аналоги подбираются максимально приближенными к объекту оценки, это значит, они, как минимум, находятся примерно на одной территории, имеют примерно идентичные качественные и количественные показатели. [6]

Вторым методом для расчета рыночной стоимости ОКН может быть метод выделения. Этот метод используется в разрезе выделения стоимости земельного участка как застроенного. Поиск аналогов производится относительно поиска сделок купли-продажи здания с имеющимся земельным участком. После проведения всех корректировок, оценщику необходимо произвести расчет стоимости замещения или воспроизводства (произвести расчет стоимости для постройки аналогичного объекта или точной копии).

Третий метод – метод капитализации земельной ренты – является методом доходного подхода. Метод предполагает сдачу в аренду земельного участка, исходя из текущей ситуации на рынке. Но необходимо помнить, что охранные обязательства, которыми обладают ОКН распространяются на земельный участок, на котором расположен данный объект. А это означает, что лучшее использование земли – текущее.

И последний метод, который позволит получить объективный результат, это метод остатка. Используя данный метод, оценщик ориентируется на доходность ОКН в неизношенном состоянии и возможности осуществлять предпринимательскую деятельность в соответствии с паспортом объекта и приходящимся на него обременениями. Но есть опасность, что тогда данные расчеты могут показать низкую стоимость ОКН.

Учитывая все проанализированные методы, стоит отметить значимость в расчетах нематериальных активов, приходящихся на ОКН. Специфика определения стоимости таких объектов недвижимости состоит в том, что нематериальные активы могут существенно влиять на повышение или понижение стоимости ОКН – время постройки, престижность, архитектурный стиль, уникальность и многие другие факторы могут быть основополагающими для увеличения стоимости объекта оценки. С другой стороны, наличие сервитутов может привести к снижению стоимости.

#### 11. Согласование результатов.

Определение доли влияния каждого метода на получившийся результат. При определении коэффициентов стоит полагаться на количество и качество исходных данных при проведении расчета. Доля всех используемых в отчете методов приравнивается к 100%.

Опираясь на результаты, полученные затратным подходом, оценщик обосновывает применение доходного и сравнительного подхода. Для объектов, которые могут формировать доходную составляющую (коммерческая недвижимость), расчет предлагается делать двумя подходами: затратный и доходный. В свою очередь, для некоммерческой недвижимости применим однозначно только затратный подход.

В оценке стоимости ОКН доходный подход является наиболее универсальным для расчета. Для расчета рыночной стоимости анализ наиболее эффективного использования лежит в основе каждого из подходов. При проведении расчетов, не редки случаи, когда инвестирование в объект оценки превышает его будущие доходы, тогда инвестиционная привлекательность ОКН снижается. В таких случаях актуальным становится использовать государственные программы, которые минимизируют потери на воссоздание и реставрацию, но анализ будущей выгоды инвестора является основным.

## Литература

1. Федеральный закон от 21.12.2001 № 178-ФЗ (в ред. от 02.07.2021) «О приватизации государственного и муниципального имущества» – Эл. ресурс: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_35155/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_35155/) (дата обращения 12.11.2022 г.)

2. Федеральный закон "Об объектах культурного наследия (памятниках истории и культуры) народов Российской Федерации" от 25.06.2002 N 73-ФЗ – Эл. ресурс: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_37318/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37318/) (дата обращения 12.11.2022 г.)

3. Приказ Минкультуры России от 03.10.2011 N 954 (ред. от 25.08.2021) "Об утверждении Положения о едином государственном реестре объектов культурного наследия (памятников истории и культуры) народов Российской Федерации" (Зарегистрировано в Минюсте России 19.12.2011 N 22670). – Эл. ресурс: <https://opendata.mkrf.ru/opendata/7705851331-egrkn/> (дата обращения 29. 10.2022 г.)

4. Приказ Минэкономразвития России от 14.04.2022 N 200 "Об утверждении федеральных стандартов оценки и о внесении изменений в некоторые приказы Минэкономразвития России о федеральных стандартах оценки" – Эл. ресурс: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_415358/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_415358/) (дата обращения 29.10.2022 г.)

5. Касьяненко Т.Г., Краснова А.Д. Стоимостьная оценка зданий-памятников как недвижимых объектов культурного наследия / Т.Г. Касьяненко, А.Д. Краснова. // Монография. ООО «Проспект». – 2018 г. – С. 288.

6. Касьяненко Т. Г., Краснова А. Д. Престижность как особый ценообразующий фактор в оценке зданий-памятников // ИС. Авторское право и смежные права. 2017. № 5.

7. Лейфер Л. А. Справочник оценщика [Электронный ресурс] // Л. А. Лейфер / URL: <https://search.rsl.ru/ru/record/01006588258> (дата обращения 17.11.2022 г.).

8. Сутягин, В. Ю. Возможности применения регрессионного анализа в оценке доли стоимости земельного участка в едином объекте недвижимости / В. Ю. Сутягин // Ученые записки Тамбовского отделения РoСМУ. – 2022. – № 25. – С. 34-52.

9. Толстова О. Е. Оценка стоимости «исторической репутации» объектов недвижимости – памятников истории и культуры // Известия СПбГУЭФ. 2007. № 1. С. 235–239.

10. Цветкова Ю.А. Сегменты рынка коммерческой недвижимости в Санкт-Петербурге: основные тенденции и прогноз развития / Ю.А. Цветкова, Х.В. Чичерова // Ученые записки Тамбовского отделения РoСМУ, 2020, стр. 81-93.

11. Шишкина А. А. К вопросу об уникальности архитектурного произведения. М.: Дело, 2005. 230 с.

12. Яскевич Е. Е. Практика оценки недвижимости. / Е. Е. Яскевич // Москва: – Техносфера, – 2011.

## **2.5. Оценочная деятельность как результат косвенного измерения свойств объекта и рыночной среды**

*«Непрочитанные книги умеют мстить»  
Рэй Брэдбери*

### **Введение**

Действия оценщика по оценке любого вида стоимости являются стандартным набором действий исследователя по определению для объекта наблюдения величины стоимости, выраженной в деньгах, а также описания этих действий в виде составления Отчета об оценке. По своей сути Отчет об оценке – это стандартное изложение стандартного эксперимента по изучению взаимосвязи между свойствами объекта оценки и его окружения и стоимостной характеристикой (величиной стоимости) этого объекта.

При этом свойства (атрибуты) исследователя-оценщика, виды стоимости, виды объектов исследования (оценки), последовательность и набор действий оценщика, оформление этих действий и их результатов – все это стандартизировано на государственном уровне в форме Федерального Закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 135-ФЗ [4] и целого набора Федеральных Стандартов Оценки, с изменениями и дополнениями, вступившими в силу в ноябре 2022 года.

Несмотря на наличие детальной стандартизации, итоговый результат действий оценщика – Отчет об оценке – достаточно часто оспаривается пользователями Отчета, в том числе и в суде. При этом положение сторон

спора является неравноправным с точки зрения наступления последствий для сторон: сторона, оспаривающая действия оценщика, в случае проигрыша останется недовольной, тогда как для оценщика проигрыш в суде достаточно часто означает существенное поражение в правах, вплоть до уголовного преследования.

И вот этого проигрыша в суде в ряде конкретных случаев можно было бы попытаться избежать, если бы формат итогового результата, приведенный в Отчете об оценке, был грамотно отображен с учетом компетенций исследователя (оценщика), свойств объекта исследования, свойств рыночной среды, обстоятельств исследования, а также использованных инструментов наблюдения, измерения и расчетов.

Большая часть членов оценочного сообщества для получения права ведения оценочной деятельности получает дополнительное образование (повышение квалификации), первичным же высшим образованием при этом не всегда является техническое, в составе которого, как правило, имеется курс метрологии.

**«Метрология:** наука об измерениях, методах и средствах обеспечения их единства, и способах достижения требуемой точности» [1], п. 2.1.

С уверенностью можно констатировать, что большинство оценщиков в начале своей деятельности не имеют практического опыта проведения различных видов научных экспериментов, а также опыта оформления результатов этих экспериментов. Именно этим и объясняется отсутствие повсеместной практики правильного оформления результатов проведенного оценщиком исследования по определению стоимости объекта оценки.

Положительным примером попытки спасения оценщиков от ошибок являются «Методические разъяснения по вопросу округления итоговой величины стоимости объекта оценки», опубликованные на сайте СРО «Экспертный совет» [3].

Авторы настоящей статьи понимают, что в одном коротком тексте невозможно изложить положения целой науки, а тем более обучить желающих правильному оформлению результатов экспериментов – для этого потребуется курс лекций с обязательным проведением практических занятий. Задача данной статьи – заинтересовать оценщиков, кого-то, возможно, красотой логики научного исследования, а кого-то – призраком безопасности, в основном же авторы рассчитывают на перфекционистов.

В любом случае заинтересованные всегда смогут найти ряд учебников и различных разработок в области Метрологии, часть источников приведена в конце статьи.

**Основные понятия и определения, а также и их трактовка с точки зрения оценочной деятельности**

Поскольку создание Отчета об оценке по сути своей ничем не отличается от описания стандартного научного исследования (эксперимента), а оценочная деятельность стандартизирована на государственном уровне, то и для более общего ряда исследований и экспериментов на государственном (и даже межгосударственном) уровне существует документ, рекомендуемый придерживаться определенных терминов и использовать их во всех видах документации, научно-технической, учебной и справочной литературе: «Государственная система обеспечения единства измерений. Метрология. Основные термины и определения» Москва Стандартиформ 2014» (РМГ 29-2013, дата введения 01.01.2015) [1]. Документ действует на территории Российской Федерации, Армении, Азербайджана, Беларуси, Киргизии и Таджикистана.

Далее приведены некоторые определения из этого источника, и, для сравнения, из действующих законодательных актов оценочной деятельности.

**«Величина:** свойство материального объекта или явления, общее в качественном отношении для многих объектов или явлений, но в количественном отношении индивидуальное для каждого из них» [1], п. 3.1.

**«Под рыночной стоимостью** объекта оценки понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;

- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;

- объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;

- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;

- платеж за объект оценки выражен в денежной форме» [4], ст. 3.

**«Измерение:** процесс экспериментального получения одного и более значений величины, которые могут быть обоснованно приписаны величине» [1], п.4.1.

**«Принцип измерений:** явление материального мира, положенное в основу измерений» [1], п. 4.4.

**«Прямое измерение** – измерение, при котором искомое значение величины получают непосредственно от средства измерения» [1], п.4.19.

**«Косвенное измерение** – измерение, при котором искомое значение величины определяют на основании результатов прямых измерений других величин, функционально связанных с искомой величиной» [1], п.4.20.

**«Результат (измерения величины)** – множество значений величины, приписываемых измеряемой величине вместе с любой другой доступной и существенной информацией» [1], п.5.1.

**«Под оценочной деятельностью** понимается профессиональная деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной, кадастровой, ликвидационной, инвестиционной или иной предусмотренной федеральными стандартами оценки стоимости» [4], ст. 3.

Из приведенных определений может следовать, что рыночная стоимость (или иной вид стоимости), будучи свойством материального объекта или явления, является результатом косвенного измерения свойств объекта и рыночной среды. При этом результат определения рыночной (или иной) стоимости является вероятностной величиной. Следовательно, для этой вероятностной величины требуется понимание исследователем-оценщиком и потребителем отчета об оценке понятий точности и погрешности.

**«Точность результата измерения** – близость измеренного значения к истинному значению измеряемой величины» [1], п.5.7.

**«Погрешность результата измерения** – разность между измеренным значением величины и опорным значением величины» [1], п.5.16.

**«Погрешность результата измерения** – отклонение результата измерения от истинного (действительного) значения измеряемой величины» [2], п. 9.1.

По своей сути погрешность является характеристикой действий исследователя-оценщика, а точность – характеристикой полученного результата.

Погрешность и точность, таким образом, имеют существенные различия, при этом являясь следствием одних и тех же причин. Поэтому вполне возможно, что измерение является очень точным, но имеющим погрешность. Или, наоборот, с малой погрешностью, но не точное. В общем случае измерение может считаться достоверным, если оно и точное, и с малой погрешностью.

Оценка (измерение) любого вида стоимости делается с погрешностью. Слишком большая точность формата полученного результата может быть оспорена.

Повлиять на погрешности, возникающие в процессе оценки, оценщик не может, поскольку большая их часть имеет естественные предпо-



ссылки. Но вот точность формата полученного результата всегда в руках оценщика.

Косвенным подтверждением того, что оценщики осознают значение понятий «точность» и «погрешность», является то, что в п.14 стандарта «Структура федеральных стандартов оценки и основные понятия, используемые в федеральных стандартах оценки (ФСО I)» приведено следующее требование: «Результат оценки может быть представлен в виде числа и (или) интервала значений, являться результатом математического округления».

### **Причины возникновения погрешности**

**«Погрешность измерения равна сумме случайной и систематической погрешностей»** [1], п. 5.16, пп. 3.

**«Случайная погрешность (измерения):** составляющая погрешности измерения, изменяющаяся случайным образом (по знаку и значению) при повторных измерениях, проведенных в определенных условиях» [1], п. 5.17.

К случайной погрешности при определении стоимости объекта оценки можно отнести:

#### **1. Ошибки исходных данных**

Ошибки в исходных данных часто встречаются в оценочной деятельности и являются основным источником погрешностей. Ошибки такого типа неизбежны и проявляются в любых реальных практических задачах.

Примеры случайных ошибок исходных данных:

1.1. Ошибки в значениях объема объекта недвижимости и его и износа в паспорте объекта;

1.2. Ошибки осмотра объекта. В последнее время, особенно в период пандемии, оценщики прибегают к помощи привлеченных специалистов – осмотрщиков. В ряде случаев осмотр вообще не производится, фотографии объекта оценки предоставляются Заказчиком. Известен курьезный случай, когда на фотографиях квартиры, предоставленных Заказчиком-продавцом, присутствовал санитарно-гигиенический прибор, при этом фановая труба в квартире была забетонирована. Отсутствие функционирующей канализационной системы в пределах объекта оценки было выявлено Покупателем только после покупки на аукционе. Очевидно, что стоимость, определенная в отчете об оценке, не соответствовала фактическим характеристикам объекта оценки;

1.3. Наличие неизвестных данных об объекте оценки и объектах-аналогах. Классический случай неизвестных данных – отсутствие информации о площади кухни при оценке квартиры. Учитывая, что в большинстве сегментов жилищного рынка размер кухни является ценообразующим фактором, отсутствие информации о размере кухни, или

неточная информация об этом размере может повлиять на итоговое значение стоимости;

1.4. Различные цены предложений к аренде для Доходного подхода или к продаже для Сравнительного подхода для одного и того же сопоставимого объекта-аналога в разных периодических изданиях; также наличие нескольких строительных аналогов в Затратном подходе;

1.5. Диапазоны корректировочных коэффициентов в справочниках. Применение различных справочников;

1.6. Различные трактовки «наличия», «отсутствия» или «не включения» НДС в цене объекта-аналога.

Частично скомпенсировать ошибки исходных данных можно в разделе «Допущения». Формулировка допущения будет зависеть от причины возникновения неточности. Руководствуясь некоторым опытом написания отчетов об оценке и проведения экспертиз отчетов об оценке, авторы порекомендовали бы любое допущение об исходных данных (в действующих стандартах это называется «допущения оценки») заканчивать фразой: «В случае уточнения и изменения исходной информации о характеристиках объекта оценки, стоимость, определенная в Отчете, подлежит пересчету, а Отчет – отзыву».

Также авторы настоятельно рекомендуют всегда приводить данные о том, кто именно и когда осматривал объект, для этого в Отчете предусмотрен обязательный раздел «Привлеченные организации и специалисты».

## **2. Ошибки исследователя – оценщика**

Оценщики – это прежде всего люди, которым, как известно, свойственно ошибаться.

Примеры случайных ошибок оценщика:

2.1. Наличие значимых скрытых строк в расчетных таблицах;

2.2. Не правильное применение формул (деление вместо умножения);

2.3. Нарушение методологии расчета (например, применение аддитивных корректировок вперемешку с кумулятивными);

2.4. Неправильные ссылки внутри расчетного файла;

2.5. Наличие серьезных опечаток при описании расчетов (например, ссылка на один справочник коэффициентов при фактическом использовании другого).

К сожалению, никакими допущениями нивелировать расчетную ошибку невозможно. Можно лишь смягчить последствия этой ошибки, значительно округлив полученный результат, и приведя после итогового согласования свое суждение о возможных границах интервала, в котором, по мнению оценщика, может находиться эта стоимость.

**«Систематическая погрешность (измерения):** Составляющая погрешности измерения, остающаяся постоянной или же закономерно изменяющаяся при повторных измерениях одной и той же величины» [1], п. 5.19.

В РМГ 29\_2013 приводятся следующие причины возникновения систематической погрешности:

### **3. Погрешность метода (измерений)**

**«Погрешность метода (измерений):** составляющая погрешности измерений, обусловленная несовершенством принятого метода измерений» [1] п. 5.24.

В качестве вопиющего примера погрешности метода измерений можно привести сложившуюся практику оценивать рыночную стоимость квартиры исключительно методологией Сравнительного подхода. При этом потребители Отчетов (например, банки для выдачи кредита) никаких вопросов оценщику не задают, даже если достоверно известен скрытый мотив покупателя – приобретение жилого помещения для последующей сдачи в аренду. Не секрет, что многие сателлитные локации крупнейших городов-миллионников в последнее десятилетие активно застраиваются высотными жилыми зданиями, квартиры в которых приобретаются в том числе и с целью последующей сдачи в аренду. В качестве примера можно привести жилой массив «Северная Долина» в Санкт-Петербурге. Анализ рынка, если он выполнен добросовестно, показывает сопоставимое количество предложений к продаже и к аренде в выбранном сегменте для локального местоположения. Доходит даже до того, что в объявлениях к продаже использованных аналогов для Сравнительного подхода, копии которых приведены в Приложении к отчету, указывается, что продаваемая квартира сдана в аренду по такой-то ставке. Учитывая данные анализа рынка и причину приобретения объекта недвижимости, отказ от применения методологии Доходного подхода не выглядит убедительным. Отсутствие результата оценки, полученного с применением методологии Доходного подхода, безусловно влияет на итоговый результат оценки стоимости. Особенно этот эффект может ощущаться в период экономической нестабильности, вызванной пандемией и внезапным оттоком потенциальных арендаторов, что приводит к существенному уменьшению стоимости в рамках Доходного подхода.

Приемлемого с точки зрения логики выхода из этой ситуации нет, особенно учитывая положения п. 7.3 ФСО VI: «Отказ от использования подхода к оценке следует прокомментировать».

### **4. Инструментальная погрешность**

**«Инструментальная погрешность (измерения):** Составляющая погрешности измерения, обусловленная погрешностью применяемого средства измерений» [1] п. 5.25.

Стандартное средство измерения для оценщика – либо программа для работы с электронными таблицами, созданная корпорацией Microsoft под названием Microsoft Office Excel (Microsoft Excel) различных лет выпуска, либо специальный программный продукт, например, «Банк-оценщик».

Таблица 2.8 – **Пример** заключительного этапа расчета стоимости объекта оценки в рамках Сравнительного подхода

Параметр расчета	Объект оценки	Аналог 1	Аналог 2	Аналог 3	Аналог 4	Аналог 5
Откорректированные удельные цены аналогов, руб./кв. м	-	8 311	9 611	9 566	10 565	9 368
Весовой коэффициент		0,236	0,318	0,257	0,131	0,058
Площадь объекта оценки, кв. м	57 700					
<b>Результат 1</b>	<b>9 404</b>	<b>руб./ кв. м</b>	<b>542 610 800</b>		<b>руб.</b>	
Цены аналогов с учетом весового коэффициента, руб./кв. м		1 961	3 056	2 458	1 384	543
<b>Результат 2</b>	<b>9 402</b>	<b>руб./кв. м</b>	<b>542 495 400</b>		<b>руб.</b>	
<b>Разница в результатах</b>			<b>115 400</b>	<b>руб. или</b>	<b>0,02%</b>	

**Результат 1.** Удельный показатель стоимости объекта оценки получен в одно действие: складываются откорректированные цены аналогов с учетом их весового коэффициента.

**Результат 2.** Удельный показатель стоимости объекта оценки получен в шесть действий: сперва цена каждого аналога умножается на весовой коэффициент и фиксируется, после чего взвешенные откорректированные цены аналогов складываются.

Обсуждению расчетов в рамках специальных программных продуктов можно посвятить не одну статью, но погрешность, возникающая при использовании электронных таблиц Microsoft Excel связана, безусловно, с человеческим фактором. В таблице 2.8. приведен пример заключительного этапа расчета стоимости объекта оценки в рамках Сравнительного подхода. Итоговый результат стоимости объекта оценки получен путем взвешивания откорректированных цен аналогов.

Относительная разница полученных результатов – две сотые процента – кажется на первый взгляд несущественной. Тем не менее, абсолютная разница составляет более 100 тысяч рублей, что в соответствии с

п.5 ст. 159 УК РФ может быть квалифицировано как «значительный ущерб».

Простейшим выходом из этой ситуации является грамотное использование электронных таблиц Microsoft Office Excel: установка в настройках «точность как на экране» или использование функции «округл» в каждом элементе расчета. Также следует проследить, чтобы в описаниях расчета было приведено соответствующее действительности изложение процедуры расчетов (конкретно Расчет 1 или Расчет 2) в сочетании с необходимым набором допущений.

Пример допущения: «В рамках данного Отчета расчеты проведены с использованием программного комплекса Microsoft Office Excel и могут отличаться при перерасчете на других вычислительных устройствах».

### **Предпосылки округления итогового результата оценки**

Как уже было сказано выше, оценка любого вида стоимости является косвенным измерением. Это означает, что непосредственное, первичное измерение (наблюдение) стоимости объекта оценки невозможно. Для определения стоимости необходимо измерить множество величин: оцифровать характеристики самого объекта оценки, определить некоторое количество рыночных и справочных показателей. После этого произвести с этими величинами, уже содержащими в себе ряд погрешностей, множество арифметических действий с использованием вычислительного инструмента, в котором также заложен ряд погрешностей. Все эти действия производятся людьми, а людям свойственно ошибаться.

**«Суммарная стандартная неопределенность (измерений): Стандартная неопределенность измерений, которую получают суммированием отдельных стандартных неопределенностей измерений, связанных с входными величинами в модели измерений» [1], п. 5.36.**

Проще сказано в источнике [5], стр. 26: «При сложении двух и более приближенных чисел предельная абсолютная ошибка суммы равна сумме предельных абсолютных ошибок всех слагаемых».

**Вывод 1:** При любых арифметических действиях с неточными величинами погрешность результата будет не менее погрешности самого неточного исходного параметра.

**Вывод 2:** числовой результат действий с неточными величинами не может быть точнее используемых наблюдаемых величин. Необходимо исследование точности первичной информации для расчета стоимости, например точность цены предложений аналогов в Сравнительном и Доходном подходах, или стоимости замещения (воспроизводства) в Затратном подходе.

**Пример.** Для расчета в рамках Сравнительного подхода были использованы цены предложений:

Аналог 1: 5 100 000 рублей

Аналог 2: 5 350 000 рублей

Аналог 3: 6 000 000 рублей

Аналог 4: 5 800 000 рублей

Самая высокая точность у аналога № 2: до пятидесяти тысяч рублей.

**Вариант 1.** В рамках Сравнительного подхода была получена расчетная величина стоимости 5 638 116 рублей. Учитывая точность исходных данных (цен предложений), итоговый результат следует округлить до 5 650 000 рублей.

**Вариант 2.** В рамках Сравнительного подхода была получена расчетная величина стоимости 5 683 326 рублей. Учитывая точность исходных данных (цен предложений), итоговый результат следует округлить до 5 700 000 рублей.

#### **Основные выводы и рекомендации:**

1. «Необходимость округления итоговой величины стоимости объекта оценки, а также уровень округления желательно закрепить в Задании на оценку, являющимся Приложением к Договору на оказание услуг по оценке» [3].

2. Не включайте в Задание на оценку требование о «не указании» суждения оценщика о возможных границах интервала, в котором, по его мнению, может находиться эта стоимость. После согласования обязательно приводите этот диапазон.

3. Активно используйте раздел Отчета «Допущения», в который вносите свои допущения о неопределенностях, связанных с осмотром объекта и его характеристиками, способными повлиять на итоговую величину стоимости.

4. Всегда приводите данные о том, кто именно и когда осматривал объект. Особенно, если фотографии предоставлены Заказчиком.

5. В процессе расчетов в приложении Microsoft Office Excel установите в настройках «точность как на экране» или используйте функцию «округл» в каждом элементе расчета. В текстовой части отчета приводите соответствующее действительности описание произведенных арифметических действий.

6. Округляйте итоговый расчетный результат в рамках каждого подхода с учетом точности цен предложений к продаже и аренде, приведенных в используемых объявлениях к продаже и аренде, или хотя бы после Согласования результатов по подходам.

7. «При округлении до рублей и сильнее не рекомендуется указывать «00 копеек», поскольку такая запись может быть ошибочно истолкована как неокругленный результат с точностью до копеек» [3].

## Литература

[1] – Рекомендации по межгосударственной стандартизации (РМГ 29-2013). Государственная система обеспечения единства измерений. Метрология. Основные термины и определения. Москва Стандартинформ 2014.

[2] – Рекомендации по межгосударственной стандартизации (РМГ 29-1999). Государственная система обеспечения единства измерений. Метрология. Основные термины и определения. Москва Стандартинформ 2008.

[3] – «Методические разъяснения по вопросу округления итоговой величины стоимости объекта оценки», СРО «Экспертный совет», <https://srosoret.ru/content/editor/metodicheskie-razyasneniya.pdf>.

[4] – Федеральный закон от 29 июля 1998 г. N 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (с изменениями и дополнениями)

[5] Пономарев В.Б., Лошкарев А.Б. Математическая обработка результатов инженерного эксперимента». Учебное пособие, Екатеринбург, информационный портал УрФУ, 2016, 100 с.

## ГЛАВА 3. ОТРАЖЕНИЕ СОВРЕМЕННЫХ РЕАЛИЙ ЭКОНОМИКИ В ОПРЕДЕЛЕНИИ ОСНОВНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ПРИ ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

### 3.1. Прогнозирование денежного потока через фундаментальные детерминанты роста в доходном подходе при оценке бизнеса

Одной из наиболее острых проблем, стоящих перед оценщиком бизнеса при реализации доходного подхода, является прогноз составляющих денежного потока (в первую очередь выручки). Опирается ли такой прогноз на ретроспективные данные, либо на существующие прогнозы, к подобным прогнозам практически всегда можно предъявить претензию в недостаточной обоснованности. Для прогнозирования, основанного на ретроспективных данных – это отсутствие обоснованности применения прежних темпов роста в будущем, для прогнозирования, основанного на имеющихся прогнозах – произвольность и неподтвержденность прогнозов.

Для решения этой проблемы авторы предлагают ввести в практику российской оценки подход, заключающийся в прогнозировании составляющих денежного потока через фундаментальные детерминанты роста<sup>19</sup>. Преимуществом данного подхода является как отказ от «волюнтаризма», то есть от прямого прогнозирования финансовых показателей оценщиком, так и наличие фундаментального обоснования темпов роста. Темп роста денежного потока становится эндогенной переменной, зависящей от объема реинвестирования компании и рентабельности капитала.

Еще одним преимуществом является то, что процесс оценки начинается не с прогноза выручки, а с прогноза чистой прибыли, что сокращает количество прогнозируемых показателей. Немаловажным является и то, что в этом случае оценщику не требуется наличие расшифровок статей отчета о финансовых результатах, предоставление которых иногда является проблемой.

#### **Прогноз чистой прибыли**

Темп роста чистой прибыли в простейшем случае описывается следующим соотношением:

$$g_t = (NI_t - NI_{t-1}) / NI_{t-1}, \quad (1)$$

где  $g$  – темп роста чистой прибыли,  
 $NI$  – чистая прибыль.

---

<sup>19</sup> Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран; Пер. с англ. — 10-е изд., перераб. и доп. — М.: Альпина Паблишер, 2017. Глава 11.



Так как

$$NI_t = VB_{t-1} * ROE_{t-1}^{20}, \quad (2)$$

и

$$NI_{t-1} = VB_{t-2} * ROE_{t-1}, \quad (3)$$

где  $VB$  – стоимость собственного капитала,  
 $ROE$  – доходность собственного капитала.

то

$$NI_t = (VB_{t-2} + RE_{t-1}) * ROE_t, \quad (4)$$

где  $RE$  – нераспределенная прибыль.

В случае, когда рентабельность собственного капитала является стабильной,

$$g = RE_{t-1} / NI_{t-1} * ROE = b * ROE, \quad (5)$$

где  $b$  – коэффициент реинвестирования собственного капитала.

Рентабельность собственного капитала зависит от структуры капитала компании, то есть от ее финансового рычага. Это выражается в следующей формуле:

$$ROE = ROC + D/E (ROC - i (1 - T))^{21}, \quad (6)$$

где  $ROC$  – рентабельность капитала,

$D/E$  – финансовый рычаг (отношение стоимости долга к стоимости собственного капитала),

$i$  – процентная ставка по долгу,

$T$  – налоговая ставка.

---

<sup>20</sup> Доход на собственный капитал обычно измеряется посредством деления чистой прибыли за последний год на балансовую стоимость собственного капитала в конце предыдущего года. Следовательно, доход на собственный капитал измеряет качество как более давних проектов, по которым велась отчетность на протяжении длительного срока, так и новых, начатых в более поздние периоды. Поскольку более давние инвестиции представляют значительную долю доходов, средний доход может существенно не меняться, особенно для более крупных фирм, сталкивающихся с понижением доходов на новые инвестиции вследствие насыщения рынка или конкуренции. Другими словами, низкая доходность новых проектов будет иметь запаздывающее влияние на измеренный доход. При оценке же дохода, который приносят фирме более свежие инвестиции, он дает более своевременную информацию о качестве проектов фирмы.

<sup>21</sup> Вывод формулы следующий:  $ROC + D/E [ROC - i (1-t)] = [NI + Int (1 - t)]/(D + E) + D/E \{ [NI + Int (1 - t)] / (D + E) - Int (1 - t)/D \} = \{ [NI + Int (1 - t)] / (D + E) \} (1 + D/E) - Int (1-t)/E = NI/E + Int (1 - t)/E - Int (1 - t)/E = NI/E = ROE.$

Отсюда

$$g = b (ROC + D/E (ROC - i (1 - T))), \quad (7)$$

Эта формула, в сравнении с формулой (5), явно учитывает изменение финансового рычага.

Таким образом, темп роста чистой прибыли определяются значениями коэффициента реинвестирования собственного капитала, рентабельности капитала, структуры капитала, кредитной и налоговой ставок.

Расчет коэффициента  $b$  возможен по ретроспективным данным или по среднерыночным значениям. Допустимым также является вариант нулевой выплаты дивидендов в период быстрого роста и 100% выплаты в период стабильного роста (в постпрогнозном периоде). По сути, такое допущение в неявном виде применяется в подавляющем большинстве российских отчетов об оценке бизнеса, в которых первым компонентом FCFE является чистая прибыль, а не нераспределенная прибыль (что как раз и означает нулевые дивиденды), а в постпрогнозном периоде темпы роста денежного потока приравниваются к какому-либо показателю инфляции (что означает отсутствие роста в натуральных показателях – фундаментальным обоснованием такого положения на уровне фирмы является отсутствие наращивания активов, что может быть вызвано только 100% направлением свободного денежного потока на дивиденды).

Также заметим, что для инвестора, получающего доход как за счет дивидендов, так и за счет роста стоимости компании, нет разницы в распределении дохода между двумя этими источниками<sup>22</sup>.

Рентабельность капитала определяется по ретроспективным данным как

$$ROC = (NI + Int (1-T)) / (D+E), \quad (8)$$

где  $Int$  – расходы на выплату процентов по долгу.

Расхождение между балансовой и рыночной стоимостью капитала не будет являться проблемой, если при расчете будет использована целевая структура капитала (например, среднеотраслевая), из которой будет выведена стоимость собственного капитала, либо при расчете будут использоваться значения из отчетности, составленной по МСФО.

### **Прогноз прочих составляющих денежного потока**

Расчет прочих составляющих денежного потока можно упростить, если допустить, что и капитальные затраты, и изменение собственного оборотного капитала финансируются как за счет собственного капитала,

---

22 Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2010.

так и за счет долга в пропорции, равной используемым в расчете долям собственного и заемного капитала.

Тогда общеупотребимую формулу расчета свободного денежного потока на собственный капитал:

$$FCFE = NI + DA - CapEx - dWC - dDebt^{23}, \quad (9)$$

где FCFE – свободный денежный поток на собственный капитал,

DA – амортизация,

CapEx – капитальные затраты,

dWC – изменение собственного оборотного капитала,

dDebt – изменение долга,

можно изменить до выражения

$$FCFE = NI - (CapEx - DA) * (1 - \delta) - dWC * (1 - \delta)^{24}, \quad (10)$$

где  $\delta$  – доля чистых капитальных затрат и изменения собственного оборотного капитала, финансируемая из долга.

При этом статья «изменение долга» устраняется, так как в прогнозном и постпрогнозном периодах соотношение D/E сохраняется неизменным.

Темпы роста выручки, капитальных вложений, амортизации в расчете возможно приравнять к темпам роста чистой прибыли. Это допущение будет обоснованным, например, в том случае, если будет показана высокая корреляция выручки и чистой прибыли в ретроспективных данных.

### Пример расчета

Предположим, необходимо оценить рыночную стоимость собственного капитала компании, финансовые показатели которой представлены в таблице 3.1.

Таблица 3.1 – Финансовые показатели оцениваемой компании

Показатель (за 2021 год), тыс. руб.	Значение
Долг	5 000 000
Выручка	2 000 000

<sup>23</sup> См. например Оценка стоимости предприятия (бизнеса)/А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазикина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербаклова. — М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003 или Оценка бизнеса: Учебное пособие / Под ред. В. Е. Есипова, Г. А. Маховиковой. 3-е изд. — СПб.: Питер, 2010.

<sup>24</sup> Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран; Пер. с англ. — 10-е изд., перераб. и доп. — М.: Альпина Паблшер, 2017. Глава 14

Показатель (за 2021 год), тыс. руб.	Значение
Чистая прибыль	1 000 000
Капитальные затраты	300 000
Амортизация	275 000
Выплаты процентов по долгу	500 000
Собственный оборотный капитал	500 000
Изменение собственного оборотного капитала	100 000

Ниже в таблице 3.2. приведены принятые к расчету «рыночные» показатели.

Таблица 3.2 – Рыночные показатели для оценки стоимости собственного капитала компании

Показатель (за 2021 год), тыс. руб.	Значение
D/E	1
Ставка налога на прибыль	20%
САРМ	22%
Темп роста в постпрогнозном периоде	4%

Темпы роста чистой прибыли определяется по формуле

$$g = b (ROC + D/E (ROC - i (1 - t))) \quad (7)$$

Коэффициент реинвестирования собственного капитала  $b$  принимается равным 100% (см. выше).

Рентабельность капитала определяется по формуле

$$ROC = (NI + Int (1-t)) / (D+E) \quad (8)$$

Таблица 3.3 – Рассчитанные показатели для оценки стоимости собственного капитала компании

Показатель (за 2021 год), тыс. руб.	Значение
Собственный капитал (выводится через принятый D/E)	5 000 000
Ставка процента по долгу	10%
Рентабельность капитала	14%
Темп роста чистой прибыли	20%

Как было сказано выше в случае, если темпы роста чистой прибыли и выручки показывают высокую корреляцию, допустимо определить темпы роста капитальных затрат, амортизации и выручки на уровне темпов роста чистой прибыли. Сделаем такое допущение в расчете.

Ниже в таблице 3.4. представлен итоговый расчет стоимости собственного капитала компании.

Таблица 3.4 – Расчет рыночной стоимости собственного капитала компании, тыс. руб.

Показатели	1	2	3	Terminal Year
Чистая прибыль	1 200 000,00	1 440 000,00	1 728 000,00	1 797 120,00
– (КапЗатраты-Амортизация)* (1-Долг/ИнвКап)	15 000,00	18 000,00	21 600,00	0,00
– Изменение СОК*(1- Долг/ИнвКап)	50 000,00	60 000,00	72 000,00	17 280,00
Свободный денежный поток на собственный капитал	1 135 000,00	1 362 000,00	1 634 400,00	1 779 840,00
Текущая стоимость	930 327,87	915 076,59	900 075,34	
Темп роста в постпрогнозном периоде	4,00%			
Свободный денежный поток на собственный капитал в пост- прогнозном периоде	1 779 840,00			
Ставка дисконтирования в постпрогнозном периоде	22,00%			
Терминальная стоимость	9 888 000,00			
Стоимость денежного потока прогнозного периода	2 745 479,80			
Приведенная терминальная стоимость	5 445 389,70			
Стоимость	8 190 869,50			

Таким образом, продемонстрирована возможность оценки стоимости бизнеса доходным подходом с использованием темпов денежного потока, рассчитанных через фундаментальные показатели эффективности бизнеса.

## Литература

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2010.

2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран; Пер. с англ. – 10-е изд., перераб. и доп. – М.: Альпина Паблишер, 2017.

3. Оценка бизнеса: Учебное пособие / Под ред. В. Е. Есипова, Г. А. Маховиковой. 3-е изд. – СПб.: Питер, 2010.

4. Оценка стоимости предприятия (бизнеса)/А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазихина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова. – М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003.

### **3.2. Специфика оценки рыночной стоимости российских биотехнологических компаний сравнительным подходом**

Среднегодовые темпы роста мирового рынка биотехнологий по прогнозам западных аналитиков в ближайшие семь лет составят 7,1%. Его объем по итогам 2020 года составил уже 505,2 млрд долларов США<sup>25</sup>. Считается, что основными драйверами этого роста являются растущий спрос на лекарственные препараты для больных диабетом и онкологическими заболеваниями и развитие генной инженерии. Исходя из мировой практики, национальные рынки биотехнологий создавались и развивались только в рамках государственных инициатив и реализации государственных инновационных программ.

Доля России в объеме мирового рынка биотехнологий составляет всего лишь 0,6%. Современный российский рынок биотехнологий представлен несколькими направлениями, основными из которых являются:

- фармацевтика;
- медицина;
- ветеринария;
- сельское хозяйство.

В данном аспекте компания ПАО ИСКЧ (Институт Стволовых Клеток Человека) представляет интерес как объект оценки в силу того, что она специализируется на двух направлениях данного рынка – на биотехнологиях в сфере фармацевтики и медицины. Компания является стратегическим инвестором, чьи активы диверсифицированы на растущих рынках, связанных с разработкой и внедрением инновационных лекарственных препаратов и изделий медицинского назначения, новых методов генетической диагностики и генетических исследований, а также других продуктов и услуг в сфере медицины и здравоохранения<sup>26</sup>.

---

<sup>25</sup> Рынок биотехнологий. Научно-популярный портал.[Электронный ресурс]. URL: <https://vechnayamolodost.ru/articles/biznesmenu-na-zametku/rynok-biotekhnologiy-2021-g/>

<sup>26</sup> Консолидированная финансовая отчетность ПАО ИСКЧ и его дочерних компаний за 2021 год. [Электронный ресурс]. URL: [https://hsci.ru/wp-content/uploads/ifrs/12m2021%20HSCI\\_IFRS.pdf](https://hsci.ru/wp-content/uploads/ifrs/12m2021%20HSCI_IFRS.pdf)

ИСКЧ является материнской компанией многопрофильного холдинга, в состав которого входят эмитенты акций и облигаций Московской Биржи: Международный медицинский центр обработки и криохранения биоматериалов или «Гемабанк» (МБ: GEMA), Центр генетики и репродуктивной медицины «ГЕНЕТИКО», а также ряд компаний – резидентов «Сколково»<sup>27</sup>.

Обыкновенные акции компании ПАО ИСКЧ торгуются на Московской бирже в секторе «Рынок инноваций и инвестиций», их доля в индексе акций данного сектора составляет 7,12% при имеющемся ограничении веса для каждого эмитента до 30%.

В состав индекса Инновации (МОЕХINN) входят акции семи компаний, из которых кроме ПАО ИСКЧ только одна компания – ПАО «Фармсинтез» – является биотехнологической, что дает основание считать, что в России отсутствует публичный рынок биотехнологических компаний в сфере фармацевтики и медицины.

В то же время рыночная капитализация компании ПАО ИСКЧ по итогам 2020 года выросла почти в три раза (на 294%) и составила 2,86 млрд руб. Поэтому оценка рыночной стоимости ПАО ИСКЧ по мультипликаторам аналогичных компаний, работающих на развитых рынках капитала, представляет интерес в силу проверки достоверности оценки российским рынком рыночной стоимости компании по нескольким причинам.

*Во-первых*, цены акций данной компании отличаются очень высокой волатильностью на фоне достаточно высоких темпов роста за последние 3 года (рисунок 3.1).

Резкий рост цен акций ПАО ИСКЧ произошел в середине 2020 года как реакция рынка на сообщение о начале разработки компанией вакцины против коронавируса, когда курс акций только за три дня вырос более, чем на 30%. В качестве другой причины высокой волатильности курсов акций компании может выступать достаточно низкий уровень коэффициента Free-float, значение которого составляет менее 20%.

*Во-вторых*, рост рыночной капитализации компании в 2020 году сопровождался ухудшением ряда показателей эффективности ее финансово-хозяйственной деятельности: снижением чистой прибыли и ростом долговых обязательств (рисунок 3.2), снижением рентабельности собственного капитала с 77,3 до 37,6% и рентабельности активов с 6,1% до 4,8% (таблица 3.6.), в то время как большинство эмпирических и фундаментальных исследований показывают, что стоимость компании в первую очередь определяется ее финансовыми и операционными достижениями.

---

<sup>27</sup> Консолидированная финансовая отчетность ПАО ИСКЧ и его дочерних компаний за 2021 год. [Электронный ресурс]. URL: [https://hsci.ru/wp-content/uploads/ifrs/12m2021%20HSCI\\_IFRS.pdf](https://hsci.ru/wp-content/uploads/ifrs/12m2021%20HSCI_IFRS.pdf)



Рис. 3.1. Динамика рыночной стоимости акций ПАО ИСКЧ<sup>28</sup>

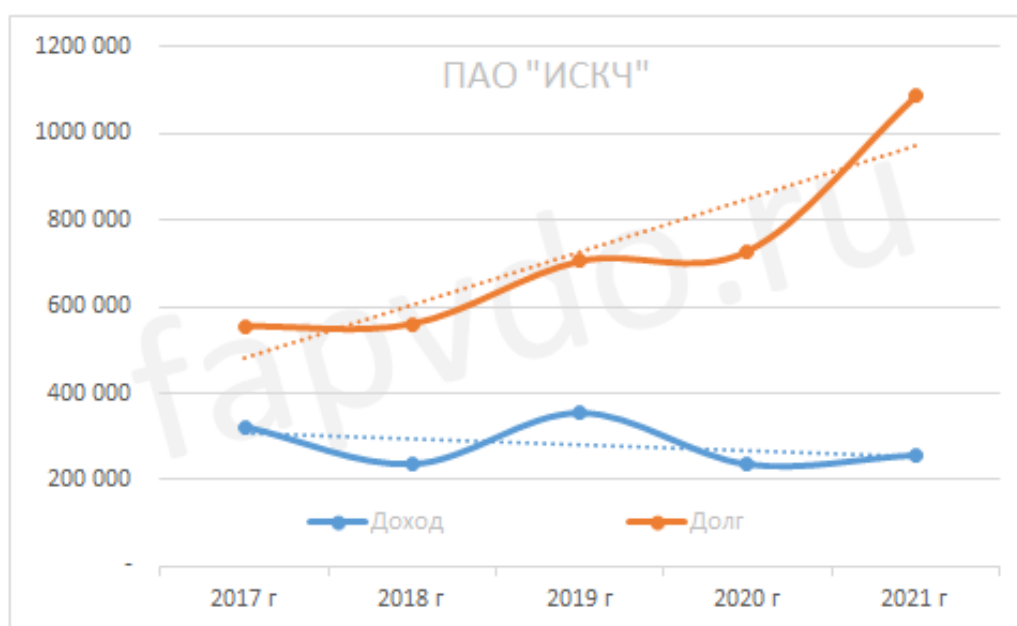


Рис. 3.2. Динамика доходов и долговых обязательств компании ПАО ИСКЧ за 2017-2021 гг.<sup>29</sup>

<sup>28</sup>Обзор ПАО ИСКЧ. Investing.com <https://ru.investing.com/equities/human-stem-cells-institute>

<sup>29</sup>Рейтинг ПАО ИСКЧ за 2021 год. SMART.LAB. [Электронный ресурс]. URL: <https://smart-lab.ru/blog/806311.php>



*В-третьих*, использование мультипликаторов компании ПАО «Фармсинтез» не представляется возможным несмотря на то, что сферой деятельности обеих компаний является «биотехнологии и медицинские технологии», обе компании занимаются производством и продвижением инновационных лекарственных препаратов. Однако компания ПАО «Фармсинтез» на протяжении последних четырех лет имеет отрицательные показатели операционного денежного потока, чистой прибыли и доходности свободного денежного потока (таблица 3.6).

Таблица 3.6 – Ключевые показатели финансово-хозяйственной деятельности ПАО ИСКЧ и ПАО «Фармсинтез» в 2018-2020 гг.

Показатели	ПАО ИСКЧ			ПАО «ФАРМСИНТЕЗ»		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
1. Выручка, млрд руб.	0,645	0,840	1,08	0 349	0,291	0,370
2 Чистая прибыль, млрд руб.	-0,034	0,085	0,073	- 0,400	1,800	-0,525
3. Активы, млрд руб.	1,12	1,40	1,51	4,55	2,43	2,05
4. Капитализация, млрд руб.	0,59	0,97	2,86	0,85	0,63	1,04
5. EV, млрд руб.	0,9	1,14	2,94	0,91	0,81	0,63
6. EV/EBITDA	6,13	4,73	14,4	-1,85	-0,41	-3,11
7. Debt/EBITDA	2,10	0,68	0,39	-0,12	-0,09	-0,85
8. CAPEX/Выручка %	5,0	24,0	8,0	-	-	-
9. ROE, %	-125,9	77,3	37,6	-11,5	-132,4	- 52,0
10.ROA, %	-3,0	6,1	4,8	-8,8	-74,1	-25,6
11.Доходность FCF, %	-7,3	-4,6	1,4	-	-	-21,7

Для проведения сравнительной оценки рассматривалось около двух десятков зарубежных компаний, сходных с ПАО ИСКЧ по критерию отраслевой принадлежности и внутриотраслевой специализации, часть из которых отсеялись из-за существенных различий в финансовых показателях<sup>30</sup>.

Основными критериями отбора, обеспечивающими высокую степень сходства оцениваемой компаний и аналогов, стали:

- 1) отраслевая принадлежность (биотехнология);
- 2) внутриотраслевая специализация (биотехнологии в сфере медицины и фармацевтики);

<sup>30</sup> В статье частично использованы материалы магистерской диссертации Кривошева Г.В. «Оценка рыночной стоимости фармацевтической компании».

3) стадия жизненного цикла (компания, находящиеся на этапе роста как и оцениваемая компания);

4) степень схожести бизнес-модели оцениваемой компании и аналогов;

5) размер капитализации (крупные по рыночной капитализации компании, так как компании с более низкой капитализацией зачастую находятся на экспериментальной стадии бизнеса, следовательно использование их показателей в оценке может привести к недостоверным результатам);

6) наличие безубыточной деятельности в последнем отчетном периоде;

7) схожие с оцениваемой компанией показатели рентабельности и темпов роста выручки;

8) сопоставимость срока действия патентов и лицензий на разработанные продукты и технологии.

Соответствие компаний данным критериям дает основания предполагать, что все они в одинаковой степени подвержены схожим отраслевым факторам и имеют схожие факторы стоимости.

В итоге в качестве аналогов были отобраны 9 зарубежных биотехнологических компаний, каждая из которых разрабатывает и продвигает на рынки собственные уникальные продукты, определяющие их конкурентные позиции компании на среднесрочный период и перспективы роста рыночной стоимости (таблица 3.7).

Таблица 3.7 – Ключевые показатели зарубежных аналогов компании ПАО ИСКЧ по состоянию на 31.12.2020 г.

Название компании	Тикер	Выручка, млн \$.	Активы, млн \$	Капитализация, млн \$	EV, млн \$	ROE, %	ROA, %
1. Vertex	VRTX	6 206	11 752	61 411	55 684	31,2	23,1
2. Moderna	MRNA	803,4	7 337	39 838	35 425	29,2	10,2
3. Regeneron	REGN	8 497	17 163	51 983	51 091	31,9	20,5
4. Alexion	ALXN	6 070	18 103	34 232	33 795	5,18	3,33
5. Royalty Pharma	RPRX	2 289	17 516	17 600	27 100	0,14	-
6. Seagen	SGEN	2 176	4 001	30 620	28 136	17,6	15,3
7. Bio-Techne	TECH	931	2 260	14 600	14 400	8,98%	6,2
8. BioMarin	BMRN	1 846	6 003	15 974	16 050	23,8	10,7
9. Genmab	GMAV	10,1		25 000	27 000	24,88	22,5

Американская компания Moderna была удалена из списка компаний-аналогов, так как темпы роста ее рыночной капитализации, которая за

2020 год увеличилась в 6 раз (с 6,5 млрд \$ до 39,8 млрд \$)<sup>31</sup>, не сопоставимы с темпами роста оцениваемой компании и темпами роста других компаний списка. Прибыль компании за 2020 год также показала стремительное увеличение – в 13 раз, достигнув отметки в 803 млн \$. по сравнению с 60 млн \$ в 2019 году, что связано с получением Moderna премии от Управления перспективных биомедицинских исследований и разработок Министерства здравоохранения США (BARDA) за ускорение разработки вакцины от COVID-19 под названием мРНК-1273<sup>32</sup>.

Компания Royalty Pharma, основанная в 1996 году в США, также была удалена из списка компаний-аналогов как компания, бизнес-модель которой отличается от бизнес-модели оцениваемой компании: Royalty Pharma не разрабатывает и не производит лекарственные препараты, ее рыночный портфель состоит в основном из лицензий на уже коммерциализированные препараты и частично на препараты, находящиеся на последних стадиях разработки. К тому же компания Royalty Pharma объявила в июне 2020 года о выходе на IPO, что способствовало резкому росту рыночной стоимости ее акций и рыночной капитализации.

У двух компаний темпы роста выручки в 2020 году оказались несколько ниже, чем у оцениваемой компании: речь идет о компаниях Bio-Techne и BioMarin. Однако ретроспективный анализ показал, что в предшествующие периоды они показывали рост, сопоставимый с ростом оцениваемой компании, который по итогам 2020 года составил 28,5% (таблица 3.6). Компания Alexion, имеющая невысокую рентабельность собственного капитала, также не была исключена из списка по причине сопоставимости темпов роста с объектом оценки на протяжении последних трех годовых периодов.

В итоге был сформирован окончательный список, состоящий из семи компаний-аналогов с параметрами, представленными в таблице 3.8.

Таблица 3.8 – Ценовые мультипликаторы и темпы роста выручки зарубежных компаний-аналогов в 2020 году

Компании	Тикер	P/E	P/S	P/BV	EV/EBITDA	Рост выручки в 2020 г., %
1. Vertex	VRTX	22,6	9,9	8,43	17,0	49,1
2. Regeneron	REGN	14,8	6,12	4,71	12,5	26,7
3. Alexion	ALXN	56,7	5,64	9,65	33,7	21,6

<sup>31</sup> Moderna (MRNA): годовые финансовые отчеты US GAAP. [Электронный ресурс]. URL: <https://smart-lab.ru/q/MRNA/f/y/>

<sup>32</sup> Фармацевтический вестник от 25.02.2021 г. [Электронный ресурс]. URL: <https://pharmvestnik.ru/content/news/Vyruchka-Moderna-vyroslo-v-13-raz-za-2020-god.html>

Компании	Тикер	P/E	P/S	P/BV	EV/EBITDA	Рост выручки в 2020 г., %
4. Seagen	SGEN	49,9	14,1	10,5	41,4	137,4
5. Bio-Techne	TECH	101,1	19,75	8,82	44,6	3,5
6. BioMarin	BMRN	77,2	8,65	4,33	338,4	9,2
7. Genmab	GMAV	33,2	156	8,3	2,7	88,4

Выбор мультипликаторов, используемых в оценке, проводился на основе *метода фундаментальных переменных*, согласно которому каждому мультипликатору может быть подобран соответствующий фундаментальный параметр, а аналогами считаются только те компании, чьи значения фундаментальной переменной попадают в строго заданный интервал отклонения фундаментального параметра. Поэтому далее был проведен анализ значений фундаментальных параметров, соответствующих мультипликаторам P/E и P/BV, интервал отклонения которых от заданной переменной представлен в таблице 3.9.

Таблица 3.9 – Интервалы отклонения значений фундаментального параметра для мультипликаторов P/E и P/BV<sup>33</sup>

Мультипликатор	Фундаментальный параметр	Интервал отклонения фундаментального параметра
P/BV	ROE- текущая доходность собственного капитала	10%
P/E	Темп будущего роста чистой прибыли (NIgrowth)	30%

Соответственно, по мультипликатору P/BV (*цена/балансовая стоимость собственного капитала*) из общего массива зарубежных компаний были выбраны компании, чьи значения рентабельности собственного капитала попадали в интервал от 27,6% до 47,6% (Vertex, Regeneron, BioMarin и Genmab).

По мультипликатору P/E (*цена/чистая прибыль*) выбраны компании, темпы будущего роста чистой прибыли которых соответствует интервалу отклонения  $\pm 30\%$  от темпов роста чистой прибыли оцениваемой компании ПАО ИСКЧ (Vertex, Regeneron, Alexion, BioMarin, Bio-Techne).

<sup>33</sup>Ивашковская И.В, Кузнецов И.А. Методы коррекции рыночных мультипликаторов на страновые риски: эмпирическое исследование// Аудит и финансовый анализ. - 2008. - № 5. [Электронный ресурс]. URL: <https://publications.hse.ru/mirror/pubs/share/folder/mkig4w56oc/direct/61171744.pdf>

Для расчета корректировки мультипликаторов на страновой риск был рассчитан соответствующий коэффициент как соотношение доходностей к погашению американских и российских государственных облигаций (таблица 3.10) по формуле:

$$K_k = \frac{Y_{US}}{Y_{RUS}}, \quad (1)$$

где  $Y_{RUS}$  — доходность к погашению российских государственных облигаций;

$Y_{US}$  — доходность к погашению государственных облигаций США.

Тогда скорректированное значение мультипликатора будет определяться по формуле:

$$M' = M \times K_k, \quad (2)$$

где  $M'$  — мультипликатор, рассчитанный по зарубежным компаниям-аналогам, скорректированный на страновой риск;

$M$  — мультипликатор, рассчитанный по зарубежным компаниям-аналогам, без учета странового риска;

$K_k$  -корректирующий коэффициент.

Расчет корректирующего коэффициента представлен в таблице 3.10.

Таблица 3.10 – Расчет коэффициента коррекции на страновой риск

Показатели	Значение показателя на 31.12.2020 г.	Корректирующий коэффициент
Доходность к погашению 10-летних облигаций США %	1,071 <sup>34</sup>	0,413
Доходность к погашению 10-летних еврооблигаций РФ %	2,59 <sup>35</sup>	

Корректирующий коэффициент был увеличен на 75%, так как основные активы ПАО ИСКЧ размещены в Сколково, на территории «Технопарка». Семь из двенадцати дочерних предприятий, входящих в Группу ПАО ИСКЧ, имеют статус резидентов Сколково, что создает для бизнеса наиболее благоприятный налоговый режим, возможность возмещения таможенных платежей, возможность получения грантов, доступ к многочисленным сервисам, льготные условия привлечения к трудовой деятель-

<sup>34</sup>Доходность облигаций США: 10-летние. [Электронный ресурс]. URL: <https://ru.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield>

<sup>35</sup>Доходность государственных евро облигаций Минфина РФ. [Электронный ресурс]. URL: <https://ru.investing.com/rates-bonds/russia-10-year-bond-yield-advanced-chart>

ности иностранных высококвалифицированных специалистов. Инновационный комплекс «Сколково» имеет финансовую поддержку из федерального бюджета и имиджевую поддержку государственных структур, что снижает страновые риски и дает основание для повышения корректирующего коэффициента:

$$K_k = 0,413 \times (1+0,75) = 0,723$$

Расчет итоговых значений мультипликаторов с учетом проведенных корректировок представлено в таблице 3.11.

Таблица 3.11 – Расчет мультипликаторов по аналогам

Показатели	Среднее значение по аналогам	Корректирующий коэффициент	Итоговое значение
Мультипликатор P/BV	6,44	0,723	4,7
Мультипликатор P/E	54,48	0,723	39,4

Далее расчет рыночной стоимости компании ПАО ИСКЧ по мультипликаторам зарубежных компаний представлен в таблице 3.12.

Таблица 3.12 – Расчет рыночной стоимости компании ПАО ИСКЧ по мультипликаторам P/BV и P/E зарубежных аналогов по состоянию на 31.12.2020 г.

Показатели	Финансовая база оцениваемой компании, (прогноз) млн руб.	Значение мультипликатора	Весовой коэффициент	Стоимость компании, тыс. руб.
Оценка стоимости по мультипликатору <i>цена/собственный капитал по балансовой оценке – P/BV</i>	BV = 457,0	4,7	50%	1 073,95
Оценка стоимости по мультипликатору <i>цена/чистая прибыль – P/E</i>	E = 94,6	39,4	50%	1 863,62
Итоговая величина стоимости	-	-	-	2 937 600

Оценка рыночной стоимости ПАО ИСКЧ на 31.12.2020 года была проведена также методом дисконтирования денежных потоков и составила 3 937 533 тыс. руб. В итоге были получены три значения рыночной стои-

мости, два из которых – расчетным методом и один – на основе данных рынка, которые сведены в таблицу 3.13.

Таблица 3.13 – Рыночная стоимость ПАО ИСКЧ, полученная рассчитанными методами и на основе рыночных данных

Показатель	Рыночная капитализация	Метод дисконтирования денежных потоков	Метод рынка капитала
Рыночная стоимость компании ПАО ИСКЧ, тыс. руб.	2 860 000	3 937 533	2 937 600

Исходя из результатов оценки, полученных расчетными методами, компания ПАО ИСКЧ была недооценена рынком, причем на основе метода дисконтирования денежных потоков, который считается наиболее точным, компания была оценена почти на 40% выше ее рыночной капитализации.

На конец 2022 года, на момент написания данной статьи, рыночная капитализация ПАО ИСКЧ составила уже 4 610 млн руб., демонстрируя при этом взлеты и падения курсов акций в течение года: с 84,5 руб. за одну акцию в августе до 49,5 руб. в конце сентября, а затем – очередной взлет до 68 руб. в ноябре<sup>36</sup>.

Причины столь высокой нестабильности курсов акций компании свидетельствуют о высоких рисках как всего сектора биотехнологий, так и самой компании, и требуют самостоятельного исследования.

## Литература

1. Ивашковская И.В, Кузнецов И.А. Методы коррекции рыночных мультипликаторов на страновые риски: эмпирическое исследование// Аудит и финансовый анализ. – 2008. – № 5. [Электронный ресурс]. URL: <https://publications.hse.ru/mirror/pubs/share/folder/mkig4w56oc/direct/61171744.pdf>

2. Консолидированная финансовая отчетность ПАО ИСКЧ и его дочерних компаний за 2021 год. [Электронный ресурс]. URL: [https://hsci.ru/wp-content/uploads/ifrs/12m2021%20HSCI\\_IFRS.pdf](https://hsci.ru/wp-content/uploads/ifrs/12m2021%20HSCI_IFRS.pdf)

3. Moderna (MRNA): годовые финансовые отчеты US GAAP. [Электронный ресурс]. URL: <https://smart-lab.ru/q/MRNA/f/y/>

<sup>36</sup> Институт Стволовых Клеток Человека. [Электронный ресурс]. URL: <https://ru.investing.com/equities/human-stem-cells-institute>

4. Обзор рынка биотехнологии в России и в мире. Барьеры и перспективы развития. ООО «Исследовательская компания Аберкейд». 2019 г. [Электронный ресурс]. URL: <http://biotech2030.ru/wp-content/uploads/2019/09/Orlova-N-V.pdf>
5. Обзор ПАО ИСКЧ. Investing.com, [Электронный ресурс]. URL: <https://ru.investing.com/equities/human-stem-cells-institute>
6. Рейтинг ПАО ИСКЧ за 2021 год. SMART.LAB. [Электронный ресурс]. URL: <https://smart-lab.ru/blog/806311.php>
7. Официальный сайт портала онлайн-финансов Investing.com.
8. Рынок биотехнологий. Научно-популярный портал.[Электронный ресурс]. URL: [https://vechnayamolodost.ru/articles/biznesmenu-na-zametku/rynok-biotekhnologiy-2021-g-/](https://vechnayamolodost.ru/articles/biznesmenu-na-zametku/rynok-biotekhnologiy-2021-g/)

### **3.3. Особенности культурных ценностей как альтернативных инвестиций**

Наряду с традиционными вложениями в ликвидные инструменты, такие как ценные бумаги и производные финансовые инструменты, валюты и индексы, на рынке существует определенный интерес к несколько иным, отличным по своей форме и содержанию, инвестициям. Неверие или недоверие к финансовым рынкам, биржам, брокерам и банкам, высокая волатильность классических финансовых инструментов, невозможность физически обладать активом, невозможность достоверно определить «стоимостной якорь» – всё это склоняет некоторых инвесторов в сторону альтернативных инвестиций, к которым относятся, помимо прочего, приобретение коммерческой и жилой недвижимости, драгоценных металлов и камней, культурных ценностей и предметов коллекционирования, инвестиции в производство и продюсирование фильмов, вклады в хедж-фонды и венчурные проекты, в т.ч. в разработку альтернативных источников энергии, а также криптовалютные операции.

Культурные ценности издавна привлекали инвесторов по двум основным причинам: возможностью зарабатывать доход и удовольствием от обладания ими, то есть способностью приносить, помимо материальных, эстетические дивиденды.

Традиционно принято, что культурные ценности – это движимые предметы материального мира независимо от времени их создания, имеющие историческое, художественное, научное или культурное значение [1, ст. 5].

К числу объектов, рассматриваемых в качестве цели для инвестирования, относятся произведения изобразительного искусства (живопись, графика, фотография, марки, скульптура и керамика), коллекционные вина, монеты и банкноты, редкие музыкальные инструменты, ювелирные изделия и часы, антикварные и винтажные автомобили и многое другое.



Существует большое различие между инвестированием в культурные ценности и приобретением предметов роскоши, таких как яхты, бизнес-джеты, особняки или люксовые часы, а также коллекционированием. Так, в первом случае предмет приобретается именно ради его редкости, уникальности и потенциала роста стоимости. Он бережно хранится, страхуется и де-факто выступает в созерцательном качестве. Культурные ценности, как правило, не предназначены для использования, так как в процессе такового их ценность может многократно уменьшиться. Во втором же случае приобретенный предмет будет использоваться строго по его прямому утилитарному назначению. Конечно, определенной редкостью предмет роскоши может и обладать, но в любом случае со временем его состояние ухудшится вследствие износа, а стоимость снизится, мода на него может пройти, а восприятие ослабнуть, в первую очередь из-за присущей серийности (отсутствию уникальности). Тем не менее, и в случае с предметом роскоши могут случиться исключения. К примеру, в период обладания вещью может возникнуть некий ассоциированный с ней провенанс, связанный напрямую с ее владельцем (лицо, достигнувшее популярности, участие в тех или иных событиях). Но это скорее исключение из правил.

Культурные ценности как инвестиционный объект обладают следующими особенностями:

#### 1) *Широкий ассортимент*

Культурные ценности представлены на рынке во всем своем многообразии, и потенциальный инвестор имеет возможность выбора того актива, который выглядит для него наиболее понятным, приятным, доступным и перспективным. С развитием интернета и демократизацией рынков доступ к информации становится проще, количество игроков и представленных вариантов вложения средств растет. Тем не менее, объемы торгов на рынке культурных ценностей по-прежнему несопоставимы с биржевыми: так, весь объем мирового арт-рынка за 2021 год оценивается на уровне 65,1 млрд долл. США (аукционные и дилерские продажи, без учета закрытых непубликуемых лотов) [8, стр. 16], в то время как на бирже ежедневно заключаются сделки в кратно большем объеме. Стоит оговориться, что публичный арт-рынок – это только около 10% всего оборота, в который вовлечены культурные ценности.

#### 2) *Открытый вход*

Не обязательно обладать многомиллионным состоянием, чтобы начать инвестировать на рынке культурных ценностей: существует достаточное количество инвестиционно-привлекательных предметов, галерейные и аукционные цены на которые начинаются от нескольких тысяч долларов США или условных единиц в эквивалентной валюте. Однако

стоит учитывать, что в низком сегменте рынка могут быть представлены как действительно интересные предметы с потенциалом роста стоимости, так и те, которые обладают повышенным риском без каких-либо гарантий в части сохранения и приумножения доходности. В верхнем сегменте рынка, где продаются проверенные временем и аукционной статистикой произведения, такой риск ниже, но не отсутствует полностью. Кроме того, не стоит забывать о дополнительных и подчас довольно высоких транзакционных издержках (10-30% от молотковой цены и даже выше), сопряженных с приобретением на аукционе, в виде комиссий, НДС, налога художнику/ наследникам, затрат на перевозку, страхование и хранение.

### 3) Эстетические дивиденды

Сочетание приятного с полезным – довольно сильный стимул для осуществления инвестиций. Эффект обладания, возникающий при коллекционировании, дополнительно усиливает финансовый аспект.

### 4) Синергия

Грамотная организация коллекции культурных ценностей также может приносить синергию, позволяя максимизировать доходность конкретной инвестиции по сравнению с ее рассмотрением в пообъектном срезе. Иными словами, в большинстве случаев коллекция стоит дороже, чем входящие в нее предметы по отдельности.

### 5) Низкая корреляция и диверсификация портфеля

Исторически за последние 50–60 лет культурные ценности и предметы коллекционирования показывали низкую ценовую корреляцию с традиционными активами. К примеру, А. Дамодаран [3, с. 1063] со ссылкой на исследования Д. Мэя и М. Мозеса приводил следующие данные:

Таблица 3.14 – Корреляция между инвестициями: 1961-2010гг.

Наименование	Предметы искусства	S&P 500	Казначейские облигации
Предметы искусства	1,00	-	-
S&P 500	0,13	1,00	-
Казначейские облигации	-0,01	-	1,00

Как показатель тесноты связи, линейный коэффициент корреляции на уровне -0,01-0,13 говорит о практическом отсутствии связи между доходностью предметов искусства и доходностью финансовых инструментов из рассматриваемого перечня<sup>37</sup>. Вкупе с более низкой исторической

<sup>37</sup> А. Дамодаран не указывает, о каком конкретно коэффициенте корреляции идет речь. Методика расчета индекса Мэя-Мозеса, с 2016 года принадлежащего аукционному дому Sotheby's, данные также не раскрывает. В случае, если речь идет о линейном коэффициенте корреляции, то стоит обратить внимание, что величина такого ко-

доходностью предметов искусства по сравнению с акциями (4,63% против 8,02% за 1875–2010 гг.) и повышенным риском (44,30% против 17,79% за аналогичный период)<sup>38</sup>, А. Дамодаран, основываясь на аналитике Мэя-Мозеса, делает вывод о разумности включения предметов искусства в хорошо диверсифицированный портфель, но только на минимальном уровне.

Д. Белькевич из ArtInvestment (AI) в своей статье [2] отмечает, что многие инвесторы делают некорректные выводы из исследования Мэя-Мозеса и в целом допускают ошибки в интерпретации.

Например, следующая цитата из статьи Мэя-Мозеса «За последние 50 лет средняя доходность от вложений в искусство составила 12,6 %, в то время как доходность S&P500 – 11,8 %» стала трактоваться инвесторами буквально так: «Искусство как инвестиция выгоднее, чем акции». Д.Белькевич отмечает, что арт-рынок в современном виде сформировался только лишь в 1980-х годах, а выборка за более длинный период не совсем корректна. Если сузить временной интервал для анализа до 1984–2014 годов, то годовая доходность от искусства сократится до 7,6% годовых.

Далее, понятие «средняя доходность» часто трактуется инвесторами как «чистая прибыль» или возврат на инвестиции (ROI), что так же некорректно. Мэй и Мозес в своей статье вели речь о совокупном среднегодовом темпе роста (CAGR), и при «сближении» данного показателя с чистой прибылью или ROI необходимо вычесть из первого 1–3% на управление коллекцией.

Более того, при структурном изменении баз сравнения, например, при сжатии реестра художников рынка с аукционными продажами с 15 тысяч до топ-100, существенно изменится и показатель доходности. Так, исследования Андерса совместно с Artnet показывают, что CAGR первой сотни самых продаваемых художников в период с 2000 по конец 2018 года составляет 8% (а S&P500 всего 3 %). Белькевич также отмечает, что за последние 30–50 лет из S&P «вымылось» более половины компаний, в то время как из топ-100 художников – не более 10%.

В любом случае, ROI на уровне свыше 5–7% воспринимается инвесторами положительно.

Из перечисленного выше следует и еще один, казалось бы, очевидный вывод: культурные ценности, предметы искусства и коллекциониро-

---

эffiциента оценивает тесноту связи статистических признаков в ее линейной форме. Нулевая корреляция по абсолютной величине линейного коэффициента корреляции еще не говорит о стопроцентном отсутствии связи между рассматриваемыми признаками, и при иной спецификации модели связь форма связи также может измениться, вплоть до отражения тесной связи.

<sup>38</sup> В данном случае мерой риска выступает стандартное отклонение доходности.

вания должны оставаться «тихой гаванью при идеальном шторме», сохраняя стабильные цены даже в условиях волатильности на финансовых рынках. Практика показывает, что это далеко не всегда так.

#### *б) Митигация недиверсифицируемых рисков*

В противовес постоянно возникающим «мыльным пузырям» на биржевом рынке или бесконтрольной эмиссии денег, рынок культурных ценностей «сжат», а предложение на нем ограничено. В силу своей уникальности и редкости, а также предложения на рынке, стремящегося в положение абсолютно неэластичного из-за «сжатости», данные активы могут выступать в качестве защитных, причем как от инфляции, так и от прочих системных и систематических рисков (кредитных, ликвидности, валютных, операционно-платежных, правовых, налоговых, политических и других).

С другой стороны, культурным ценностям присущи свои особенные риски, которые могут возникнуть или не возникнуть в зависимости от объекта и его расположения. Например, даже при покупке инвестором картины на аукционе, власти страны могут запретить ее вывоз, ссылаясь на высокую культурную и историческую значимость. Так было с картиной «Мост Уолтон» У. Тернера или «Вид на Эстак и замок Иф» П. Сезанна.

#### *7) Возможность «сорвать куш»*

Не секрет, что некоторые инвесторы приходят на рынок альтернативных инвестиций за поиском «черной лошади». Действительно, история знает примеры, когда культурные ценности приносили и 200%, и 2000% годовых прироста стоимости. Тем не менее, такие случаи стоит рассматривать скорее как редкие исключения из правил. Ценовая политика галерей, формирующих цены предложений, достаточно жестко и последовательно регулируется, скачкообразные тренды пресекаются. На аукционах, формирующих сторону спроса, в теории возможен «хайп» и ценовая спираль, но в действительности таких примеров не более 1% от общего числа проданных лотов, а ведь есть еще и непроданные.

### **Основные моменты на входе в инвестиции на рынке культурных ценностей**

#### *1) Проверка подлинности*

Первый и ключевой вопрос при приобретении культурной ценности – убедиться в ее подлинности. Известный факт, что рынок предметов коллекционирования и антиквариата более прочих подвержен фальсификации, а количество копий, реплик и подделок разного уровня исполнительского мастерства зашкаливает. Порой даже сам художник или курирующий его наследие фонд/ музей сомневаются в приписываемом авторстве. Инвесторы в любом случае должны учитывать этот риск и в отсутствии

самостоятельного опыта проводить атрибуцию, привлекать профильных специалистов для осуществления искусствоведческой (отвечает на вопрос авторства и «руки» мастера, типичности стиля) и технико-технологической экспертиз (дополнительная экспертиза в части физических и химических свойств предмета, в т.ч. материалов и структуры, применительно к его времени создания).

Дополнительно, у продавца не будет лишним запросить документально подтвержденный провенанс планируемого к приобретению предмета, как минимум, в части истории владения, а также отсутствия правовых рисков в виде судебных имущественных споров (в т.ч. по праву наследования), неснятых обременений (в т.ч. в виде залога/ последующего залога или уступки) или розыска.

Вопрос поиска компетентного эксперта на данном этапе стоит особенно важно. Репутация, компетенции, эксклюзивный доступ к предметам – то, на что в первую очередь необходимо обращать внимание. Нежелание уделять достаточное время на экспертизу и попытки сэкономить на профессиональных консультантах на данном этапе крайне нерациональны и неразумны. Как гласит народная мудрость, скупой платит дважды.

## *2) Оценка стоимости*

Несмотря на явную инвестиционную привлекательность культурные ценности редко приносят прямые доходы, под которыми, как правило, понимается денежный поток. За исключением случаев сдачи в аренду, культурные ценности приносят денежные доходы при последующей перепродаже, то есть их маржинальность в первую очередь зависит от потенциала изменения стоимости самих активов в перспективе, а также от исторических (ретроспективных) цен.

То есть, культурные ценности – это активы, не создающие денежные потоки, соответственно, их нельзя оценить по модели дисконтированных денежных потоков (DCF) или по рыночным мультипликаторам, применяемым к оценкам акций. В то же время, стоимость материалов и затраченного времени слабо коррелирует с рыночной ценой культурных ценностей и предметов коллекционирования – на создание может уйти год, а может день, при изготовлении могут использоваться драгоценные камни и металлы, а могут подручные материалы, и во втором случае запрашиваемая цена даже может быть выше. Таким образом, затратные и доходные подходы в оценке практически не работают.

Соответственно, оцениваются такие предметы в большинстве случаев методами сравнительного подхода. По крайней мере, в тех сегментах, для которых есть рынок и статистика продаж.

Стоит помнить, что оценка стоимости культурных ценностей крайне зависима от тенденций на рынке, где они продаются и покупаются, и при

проведении оценки необходимо исходить из уникальности и редкости конкретного предмета, истории бытования, узнаваемости автора, степени сохранности и прочих специфических в каждом случае факторов.

Таблица 3.15 – Подходы и основные методы оценки культурных ценностей

	<b>Сравнительный подход</b>	<b>Затратный подход</b>	<b>Доходный подход</b>
Базовая теория	Теория спроса и предложения	Трудовая теория стоимости	Теория предельной полезности
Преимущества подхода	Рыночность: сопоставление объекта оценки с аналогами, учет ценовых колебаний и трендов на актуальную дату, ориентир на фактические цены сделок	Возможность оценить уникальные объекты оценки, попытка определить «истинный стоимостной якорь»	Оценка культурной ценности с точки зрения ее инвестиционного потенциала/ будущих денежных потоков/ роста стоимости при перепродаже
Недостатки подхода	Использование ретроспективных данных, отсутствие аналогов для некоторых объектов оценки, субъективность при выборе аналогов и проведении корректировок	«Оторванность» от рынка, субъективность при проведении корректировок через провенанс-мультипликаторы (и иные), трудности при получении доступа к историческим архивам при попытке определить затраты на момент создания	Подход редко применяется, так как культурные ценности – это активы, не создающие регулярные денежные потоки, а также по причине сильной зависимости результата оценки от сделанных допущений и предположений
Основные методы	Метод сравнения аналогичных продаж (в различных вариантах, в т.ч. метод анализа иерархий), различные варианты корреляционно-регрессионного анализа (в т.ч. модели авторегрессии/ повторных продаж)	Различные варианты метода оценки затрат на воспроизводство/ замещение, в т.ч. авторские методики (ТЭС, В. Индугного, И. Жарова, прочие)	Метод дисконтированных денежных потоков, модели оценки реальных опционов (при наличии соответствующих характеристик)

### 3) Ликвидность

В силу своей узко специализированности, культурные ценности, как правило, имеют низкую ликвидность. Данное обстоятельство может быть объяснено (а) довольно высокими барьерами на вход в «высокий» сегмент рынка, при одновременном недоверии к «низкому», (б) разницей во вкусах покупателей, модой и сопутствующим стилистическим риском, (в) высокими транзакционными издержками, (г) временем на необходимый анализ.

Как показывает практика, банки при кредитовании под залог предметов коллекционирования устанавливают показатель Loan-to-Value (LTV) на уровне не выше 0,5х-0,6х, в редких случаях 0,7х, а реализация таких предметов через ускоренный аукцион приводит к издержкам до 20-30% и более от суммы продажи.

#### *4) Транзакционные издержки*

При расчете окупаемости и чистого эффекта от инвестиции необходимо учитывать страховые издержки (как правило, 1,5%–4% от рыночной стоимости при страховании от рисков повреждения, порчи, кражи, гибели в стандартных ситуациях, отдельно страхуют риски перевозки и деловые/судебные риски), а также расходы на транспортировку и хранение.

### **Стратегии инвестирования в культурные ценности**

В целом, как известно, все инвестиционные стратегии делятся на:

– по сроку: долго- (более 5 лет), средне- (3–5 лет) и краткосрочные (до 1 года, реже до 3-х лет);

– по активности: активные (постоянная «рекалибровка» инвестиционного портфеля, отсеивание «плохих» бумаг и «добор» хороших, изменение структуры портфеля, в том числе по отраслевому или иному признакам) и инерционные (не предполагает активного вовлечения, например долгосрочная пассивная стратегия «купи и держи», предполагающая компенсацию любых потерь на сроке 20 и более лет);

– по степени риска: высокорискованные (действует принцип «выше риск – выше доходность»); как правило, в такие инвестиционные портфели включаются быстрорастущие акции и облигации второго и третьего эшелонов, акции после аномального падения), сбалансированные (диверсифицированный портфель из комбинации рисковых и защитных инструментов из разных отраслей) и защитные (как правило, из государственных облигаций и долгов системообразующих предприятий).

При инвестировании в ценные бумаги выделяют (а) дивидендную (отбираются акции, приносящие высокие и стабильные дивиденды) и (б) индексную стратегии (выбирается биржевой индекс, которые устраивает по составу с точки зрения диверсификации и доходности), а также (в) стратегию покупки акций с высоким потенциалом роста (поиск недооцененных акций с потенциалом роста) и (г) доверительное управление (формирование портфеля ценных бумаг доверяется профессионалам).

В случае с культурными ценностями классическая схема разделения инвестиционных стратегий по сроку, активности и риску применима в полной мере с учетом их особенностей. Кроме того, выделяют и некоторые специфические стратегии:

### *1) Безотзывный аукцион (irrevocable bid)*

Достаточно рискованная стратегия для инвестора. Суть ее сводится к следующему: инвестор находит продавца, согласного передать ему свой актив по согласованной с инвестором цене – как правило, ниже рыночной стоимости актива или на ее уровне.

Далее, инвестор выставляет актив на аукционные торги. Если конечная цена оказывается выше согласованной сторонами цены, то продавец и инвестор делят полученный доход между собой в заранее согласованной пропорции. В случае, если лот остается не проданным, либо если ни один из участников аукциона не предложил более высокую цену (выше согласованной), то инвестор обязуется сам выкупить актив.

В данной стратегии ключевым вопросом остается корректная оценка рыночной стоимости. Также инвестор должен располагать достаточными собственными средствами, либо одобренным кредитным лимитом.

### *2) Ломбардный кредит*

Ломбардный кредит – это привлечение банковской ссуды под залог имеющихся культурных ценностей. По сути, это придание ликвидной формы тем активам, которые либо не используются, либо не предназначены для продажи.

Вырученные деньги можно направить на новые инвестиции, в т.ч. также в культурные ценности.

Как правило, банки выдают такие кредиты в рамках Private Banking/ Art banking состоятельным клиентам.

Ключевые моменты для инвестора: стоимость привлекаемого банковского финансирования, его сопоставимость с потенциальной доходностью по инвестициям, LTV (с точки зрения инвестора, чем коэффициент выше, тем лучше).

### *3) Формирование популярности/зарабатывание провенанса*

Придерживаясь такой стратегии, инвестор делает ставку на начинающих талантливых художников, о которых еще не знает широкая общественность.

Инвестор может выступить в роли «бизнес-ангела», поощряя и спонсируя его деятельность, а также используя часть своего капитала для продвижения работ художника через участие в выставках. Благодаря такой поддержке могут увеличиться узнаваемость художника, его рейтинг и, соответственно, цены на его работы.

Поддержавший художника инвестор в случае успешной реализации стратегии получает хорошую прибыль как на уже приобретенных работах художника, так и за счет эксклюзивности в доступе к новым работам.

Отдельное упоминание в рамках данной концепции заслуживает стратегия «зарабатывания» (или «накрутки») провенанса, при которой ин-



вестор вкладывается не в художника, а в конкретный актив (картину, скульптуру, коллекцию и т.д.), пытаясь создать вокруг нее «ореол величия», проводя выставки в известных музеях/ галереях, фотографировании в присутствии известных людей, получении отзывов, рейтингов, упоминаний и т.д. Все это может повысить эффективность вложений, причем инвестор может на первых этапах такой «накрутки» провенанса даже доплачивать музею или галерее в расчете на будущие выгоды. В случае с коллекционными автомобилями или винами аналогично работают аренда известным лицам (актерам, кинопродюсерам, музыкантам) или публичные дегустации.

Основной минус данной стратегии – ограниченность в «ресурсах» применительно к среднему инвестору.

#### *4) «Темная лошадка в тихой гавани»*

Стратегия, основанная на поиске среди признанных шедевров, известных во всем мире, или просто качественных узнаваемых работ менее известных, но оттого не менее ценных экземпляров.

Основная сложность – маленький шанс на удачу, необходимость в высокой квалификации и некотором инсайте, либо постоянная помощь высококвалифицированного эксперта-коллекционера.

#### *5) Покупка формирующихся активов*

Как в случае с акциями развивающихся компаний, задача инвестора при следовании данной стратегии – найти активы с формирующейся ценностью. В частности, такими активами может выступать произведения изобразительного искусства из развивающихся стран, экономический рост которых может создать положительный ценовой тренд на их работы.

Другой пример – принимая во внимание, что довоенная живопись уже стоит на рынке достаточно дорого, можно предположить, что с течением относительно небольшого времени живопись 50-70х годов тоже вырастет в цене, в том числе из-за «сжатости» рынка. Но для инвестора в любом случае останется вопрос – как выбрать качественный актив с действительно хорошим потенциалом.

#### *б) Покупка через специализированные фонды*

Самая простая стратегия, доступная для состоятельных инвесторов, ценящих свое время – доверить формирование коллекции специализированному фонду. Такой фонд, как правило, берет на себя все вопросы, связанные со атрибуцией, оценкой, страхованием, транспортировкой и хранением культурных ценностей. Фонд поддерживает оптимальную структуру портфеля, советуясь с профессионалами арт-рынка. По желанию инвестора может «перекладываться» из долгосрочных активов в краткосрочные, и наоборот.

Единственный существенный недостаток для инвестора – высокая стоимость услуг фонда, как правило, составляющая 1–3% от инвестированного капитала.

Таким образом, в отличие от других вариантов инвестирования культурные ценности обладают рядом уникальных качеств. Необычность данных активов формирует и особенности входа на рынок, а также целый перечень стратегий инвестирования, характерных только для культурных ценностей.

### Литература

1) Закон РФ от 15 апреля 1993 г. № 4804-1 «О вывозе и ввозе культурных ценностей» (с изменениями и дополнениями).

2) Белькович Д. Теория заблуждений: ошибка Мэя-Мозеса. [Электронный ресурс] – Режим доступа: [https://artinvestment.ru/invest/analytics/20200205\\_moses.html](https://artinvestment.ru/invest/analytics/20200205_moses.html)

3) Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран, пер. с англ. – 8-е изд., перераб. И доп. – М.: Альпина Паблишер, 2014. – 1316 с.

4) Досси П. Продано! Искусство и деньги. – СПб.: Лимбус Пресс, ООО «Издательство К. Тублина, 2017. – 288 с., ил.

5) Михлин А.В., Комолов А.А. Ценообразование и оценка культурных ценностей. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://cra-russia.org/news/505/>

6) Отье Ж. Из ряда вон! Как зарабатывать на альтернативных инвестициях / Жеральд Отье; пер. с фр. – М.: Интеллектуальная Литература, 2019. – 101 с.

7) Пузыня Н.Ю., Локтионов А.Н., Михлин А.В. Вопросы оценки культурных ценностей. / Имущественные отношения в Российской Федерации", 2012, № 3 (126), с. 36–52.

8) Art Basel. A survey of Global Collecting in 2022. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.artbasel.com/about/initiatives/collectors-report-2022-pdf-download>

### 3.4. Практические вопросы работы с информацией при проведении оценки

Стандарты оценки, как вступившие в действие в 2022 году, так и действовавшие ранее, требуют от оценщика выносить суждение о стоимости объекта оценки на основе собранной информации и проведенных расчетов. Положения, относящиеся к работе с информацией, приведены в ФСО III [2], а требования к описанию и раскрытию информации – в ФСО IV [3].

Можно выделить несколько групп, к которым относится информация, используемая при проведении оценки.

В зависимости от источника и способа получения информации:

- от Заказчика оценки<sup>39</sup>;
- от правообладателя объекта оценки;
- из публичных источников;
- из закрытых (непубличных) источников;
- полученная непосредственно Оценщиком<sup>40</sup>;
- полученная от привлеченных отраслевых специалистов.

В зависимости от объекта, к которому относится информация:

- об объекте оценки;
- о среде, в которой находится объект;
- о рынке.

На каждом этапе проведения оценки возникает необходимость анализа информации и вынесения суждения о том, достаточно ли Оценщику информации, насколько она достоверна и надежна, существенно ли влияет на оценку.

Вопросам влияния качества информации на результат определения стоимости, наличие неопределенности в оценке и понятию существенности посвящено много работ, в том числе – [4].

Законом [1] в ст. 15.2 установлена обязанность Заказчика оценки предоставлять информацию и документацию, давать разъяснения, запрашивать необходимые сведения у третьих лиц, а также не скрывать информацию и не ограничивать доступ к информации и документации.

К сожалению, на практике широко распространены ситуации, при которых Оценщик вынужден выполнять оценку в условиях очень ограниченного объема информации об объекте оценки, например:

- оценка на дату в прошлом (ретроспективная оценка);
- оценка объектов недвижимости, расположенных в удаленных и труднодоступных местах, в том числе в местах, доступ в которые ограничен законодательно;
- оценка объекта, в состав которого входит большой перечень различных объектов;
- оценка при наличии спора, когда одна из сторон сознательно препятствует доступу на объект и его полноценному осмотру.

Также нередки ситуации, когда встречаются комбинации представленных здесь вариантов.

---

<sup>39</sup> В том числе к данной категории относится информация, содержащаяся в материалах дела (в случае проведения судебной экспертизы)

<sup>40</sup> В том числе – от лиц, уполномоченных Оценщиком

Отметим, что ст. 14 [1] предоставляет Оценщику различные права, в том числе права, связанные с получением информации и документов об объекте:

- «требовать от заказчика при проведении обязательной оценки ...обеспечения доступа ...к документации...»; обратим внимание на то, что в случае, если оценка не является обязательной, эти положения неприменимы;

- «запрашивать ... у третьих лиц информацию, необходимую для проведения оценки объекта оценки, за исключением информации, являющейся государственной или коммерческой тайной»; отметим, что в этом же абзаце отмечается, что «в случае, если отказ в предоставлении указанной информации существенным образом влияет на достоверность оценки объекта оценки, оценщик указывает это в отчете»;

- «отказаться от проведения оценки объекта оценки в случаях, если заказчик ... не обеспечил предоставление необходимой информации об объекте оценки...»; это право Оценщики используют крайне редко, а в ряде ситуаций отстаивать свое право на отказ от проведения оценки приходится в суде.

Отказ от проведения оценки – редкое явление. В большинстве случаев в силу различных причин приходится проводить оценку, даже если информация ограничена.

При проведении ретроспективной оценки часто неясно, **в каком состоянии** находился объект в прошлом и насколько состояние объекта, которое Оценщик видит при осмотре, соответствует тому состоянию, в котором объект был на дату оценки. Также могут быть неясны и другие характеристики объекта (например, площадь).

Для решения этой проблемы с развитием интернет-сервисов становятся доступны новые инструменты и приемы. Так, в крупных городах возможно использование сервиса «Панорамы» Яндекс-карт, в котором имеются фотографии зданий (иногда не только снаружи, но и внутри), при этом сервис указывает год, в котором были сделаны снимки. Кроме того, в поисковых системах можно найти фото оцениваемого здания с указанием даты снимка (или публикации снимка) – это могут быть отзывы посетителей, блоги, страницы социальных сетей, архивные объявления о продаже или аренде.

Другая распространенная проблема – наличие **противоречий в документах**, а также **несоответствие** информации в документах данным осмотра или законодательству.

Наиболее частый случай противоречий в документах и несоответствия информации в документах данным осмотра – различная площадь объекта (реже – этажность).

Причины могут быть разными – изменение правил определения площади или указания числа этажей здания, ошибки при расчете площадей помещений сложной формы, а также отличие характеристик фактически построенного объекта от характеристик, указанных в проектной документации.

Такие расхождения выявляются при осмотре и тщательном анализе предоставленных документов. Отметим, что это относится не только к объекту оценки, но и к объектам-аналогам.

Несоответствие информации в документах законодательству наиболее часто встречается при оценке незастроенных земельных участков. Нередки случаи, когда вид разрешенного использования, указанный в документах, противоречит градостроительным нормативам, например:

- ВРИ «под зону жилых территорий» указан в документах, предоставленных собственником крупного незастроенного земельного участка, целиком находящегося в санитарно-защитной зоне кладбища и расположенных рядом очистных сооружений. Оценщик, забыв о существовании правил землепользования и застройки, «построил» на участке многоэтажный жилой дом и многократно завысил стоимость участка.

- Участок с ВРИ «для размещения торгового центра», приобретенный в 2005 году, к 2010 году оказался в зоне охраны объекта культурного наследия, режим которой запрещает как размещение капитальных строений, так и любую деятельность, которая может привести к изменению облика исторического ландшафта, при этом в предоставленных документах никаких ограничений не было отмечено.

Заметим, что в случае проведения полноценного анализа наилучшего использования, такие несоответствия могут и должны быть выявлены, что исключит ошибки при оценке.

В случаях, когда **осмотр объекта ограничен** (например, при отсутствии доступа внутрь здания или помещения), оценщики обычно полагаются на собственный опыт. Действительно, если мы видим при наружном осмотре расположенного в престижном месте здания фасад «с иголочки», солидные двери, заполненные стеклопакетами оконные проемы, то ожидаем, что внутри будет как минимум хорошее, а скорее – отличное состояние помещений. Часто в таком случае оценка выполняется с учетом допущения о хорошем состоянии помещений.

Но внешность, как известно, обманчива, фасад мог быть отремонтирован (например, в рамках подготовки города к чемпионату мира по футболу или по случаю юбилея города), а вот внутри здания вполне может находиться общежитие для мигрантов в состоянии «как после бомбежки».<sup>41</sup>

---

<sup>41</sup> Доходность таких объектов очень велика, поскольку ни о каких «нормах» речь не идет

Комбинация описанных выше ситуаций может ещё больше усложнить задачу, поскольку может появиться одна или несколько дополнительных «вводных»:

- Нетипичное (неравномерное) распределение площадей по этажам. Например, в зданиях, в которых есть «второй свет» и галереи, площадь подвала может составлять заметно большую часть площади здания, чем в «типовых» зданиях;
- Доля арендопригодных помещений в офисном здании-памятнике часто меньше типичной рыночной величины для офисов;
- Отдельные помещения могут быть «нестандартной» высоты (очень высокие или очень низкие).

Отметим здесь также сложности, которые оценщики создают себе сами, опираясь на свой опыт и сложившиеся «обычай».

Так, например, далеко не всегда отсутствие документов у Заказчика или недоступность их для Оценщика означает отсутствие информации о характеристиках объекта в принципе.

К очевидным примерам стоит отнести случаи, когда по оцениваемому объекту выполнялась оценка в недавнем прошлом, а результат такой оценки опубликован. Это может быть, в частности, всем известное «оспаривание» или оценка в ходе процедуры банкротства, соответственно на сайтах [fedresurs.ru](http://fedresurs.ru) и [rosreestr.gov.ru](http://rosreestr.gov.ru) можно найти отчет об оценке и ознакомиться с его содержанием.

Информация о характеристиках объекта может быть обнаружена в публикациях объявлений о продаже или аренде, а также в новостных лентах.

Также нельзя исключить, что часть документов Оценщику не предоставили специально, чтобы затруднить проведение оценки.

Отметим, что в ряде случаев в отчете или ином заключении о результате определения стоимости целесообразно указать, как именно мог бы измениться вывод о величине стоимости, если бы в распоряжении Оценщика имелась недостающая информация.

В практике **оценки бизнеса или нематериальных активов** часто приходится сталкиваться с ситуацией, когда Заказчик не только не скрывает информацию, а наоборот, предоставляет красочные бизнес-планы и буклеты о компании и продукции. В таких бизнес-планах встречаются такие формулировки как «занять более 50% российского рынка» и «увеличить выручку в 5 раз через 3 года».

В таких случаях от Оценщика требуется вынесение суждения о достоверности такой информации. В большинстве случаев поверхностного мнения в стиле «этого не может быть, потому что этого не может быть никогда» явно недостаточно.

Амбициозный план «занять более 50% российского рынка» может оказаться вполне реальным (например, на рынке всего 3 крупных игрока: лидером является иностранный поставщик, планирующий уход из страны, оцениваемая компания занимает 2-е место, а третья из представленных на рынке компаний заметно слабее первых двух). В то же время прогноз по 5-кратному росту выручки за 3 года на поверку может оказаться нереалистичным.

В любом случае, от Оценщика требуется обоснование как принятия бизнес-плана «как есть», так и внесения в этот план корректировок. Такое обоснование может быть результатом как самостоятельного исследования рынка, так и исследования, проведенного привлеченными экспертами.

При проведении анализа рынка, особенно рынка новых продуктов или услуг, велик соблазн использовать данные «дорожной карты», особенно если такой документ принят и опубликован или данные какого-либо готового «обзора рынка».

Использование прогнозных показателей развития инновационной отрасли, полученных только из одного источника, может привести к завышенным и заниженным результатам оценки.

Целесообразно провести более глубокое исследование и ознакомиться с различными оценками и прогнозами, которые могут заметно отличаться (иногда в разы). Кроме того, в условиях высокой неопределенности, характерной для новых отраслей, желательно анализировать не только сведения об определенной подотрасли науки и техники, но и оценки для «верхней» отрасли, включающей в себя исследуемую подотрасль.

Отметим, что на данном этапе может потребоваться привлечение внешних консультантов для разъяснения специфики отрасли и её сегментов.

Пример такого анализа приведен далее.

В 11 различных источниках были выявлены следующие оценки объема мирового рынка подотрасли А и отрасли В, сделанные в течение 2017–2020 годов и прогнозы развития этих направлений до 2028 года (табл. 3.16)<sup>42</sup>.

Таблица 3.16 – Оценки объема рынка и прогноз

Год	Подотрасль А	Источник	Отрасль В	Источник
2017, оценка	130	1	-	
2018, оценка	-	-	10	7
2019, оценка	254	2	-	
2020, оценка	15	3	57	8
	298	4		

<sup>42</sup> Показатели приведены в условных единицах, источники обезличены

Год	Подотрасль А	Источник	Отрасль В	Источник
2021, прогноз	-	-	-	
2022, прогноз	250	5	-	
2023, прогноз	487	1	51	7
2024, прогноз	150	6	260	9
2025, прогноз	617	7	550	6
	499	2		
2026, прогноз	856	4	750	6
	1500	5		
	350	6		
2027, прогноз	-	-	370	8
2028, прогноз	800	6	2000	6

Видно, что если бы для оценки использовались только сведения о подотрасли А, то, например, значение 15 для 2020 года могло бы показаться существенно заниженным, так же, как и прогнозное значение 150 для 2024 года. Расчетное значение прогнозного объема рынка для подотрасли А составило бы на 2030 год более 1000 условных единиц (при линейной аппроксимации).

Добавление для анализа данных не только по подотрасли, но и по более крупному сегменту (отрасли В) позволяет взглянуть на прогноз с другой стороны и пересмотреть оценки объема рынка:

- значение 15 для 2020 года скорее всего, в наибольшей степени соответствует реальному положению дел, поскольку не превышает показатель отрасли В;
- к оценкам объема рынка для подотрасли А в 2017–2019 годах надо относиться скептически;
- прогнозные значения объема рынка для подотрасли А в 2023 году (487) и в 2026 год (1500) скорее всего, излишне оптимистичны;
- рынок подотрасли А к 2030 году скорее всего достигнет 800–840 условных единиц;
- значение 1000 условных единиц в подотрасли А может быть достигнуто в 2032 году.

Кроме того, можно заметить, что только в одном источнике, обозначенном в таблице 3.16 под номером 6, приведены данные как для подотрасли А, так и для отрасли В.

Заметим, что оценки объема новых рынков, не говоря о прогнозах, отличаются в силу ряда причин, в частности:

- отсутствие консенсуса в понимании того, какие именно продукты/услуги учитываются при количественной оценке конкретного рынка,
- отсутствие консенсуса в понимании того, как именно учитывается финансирование при оценке объема рынка (например, нередко учитыва-



ются декларируемые крупные государственные инвестиции без дальнейшей сверки деклараций и реальности),

- оценки «глобального» объема рынка без включения в него некоторых стран и даже регионов (в частности, из-за отсутствия доступа к информации или по иным причинам).

Парадоксально, но значительные **расхождения в прогнозах** можно наблюдать не только на новых рынках, но и на вполне традиционных рынках. Например, в опросах Лондонской биржи цветных металлов (LBMA) участвуют более 30 авторитетных аналитиков из разных стран. Прогнозы публикуются в начале каждого года, тогда же подводятся итоги предыдущего прогноза, авторы наиболее точных прогнозов награждаются ценным призом (золотой слиток весом в 1 унцию).

Для участия в прогнозе LBMA отбираются эксперты, имеющие релевантный опыт определенном сегменте рынка, подтвердившие свои способности к анализу и прогнозу, и работающие в компании с хорошей репутацией. Однако даже при таких условиях отбора диапазоны прогнозов аналитиков существенно отличаются (см. например [5]).

**Применение справочников** при проведении оценки стало широко распространено в последние годы. Всё больше оценщиков используют при оценке недвижимости различные справочники, которых немало на рынке и у каждого из них есть свои достоинства и недостатки.

Использовать «абсолютно все» справочники довольно дорого и трудоемко, в том числе из-за того, что сходные по смыслу корректировки представлены в справочниках в самой разной форме (см. пример корректировки на объем передаваемых прав на земельный участок в Москве, табл. 3.17).

Таблица 3.17 – Пример анализа данных для корректировки на объем передаваемых прав на земельный участок в Москве (дата оценки 01.01.2020г.)

Источник	Отношение <sup>43</sup>	Мин	Макс	Среднее
СРД – 27 [6]	$\frac{ПА (49)}{ПС}$	-	-	<b>0,602</b>
Справочник оценщика недвижимости – 2020 [7]	$\frac{ПА (49)}{ПС}$	0,83	0,91	<b>0,87</b>
	$\frac{ПА (5)}{ПС}$	0,72	0,82	<b>0,77</b>

<sup>43</sup> ПА – удельная рыночная стоимость прав аренды земельного участка (в скобках – число лет аренды); ПС – удельная рыночная стоимость прав собственности на земельный участок

Источник	Отношение <sup>43</sup>	Мин	Макс	Среднее
СтатРиелт [8]	$\frac{\text{ПА (49)}}{\text{ПС}}$	0,74	0,89	<b>0,82</b>
	$\frac{\text{ПА (20)}}{\text{ПА (49)}}$	0,80	0,93	<b>0,87</b>
Справочник АВН [9]	$\frac{\text{ПС}}{\text{ПА (49)}}$	1,06	1,20	<b>1,11</b>
	$\frac{\text{ПА (49)}}{\text{ПА (5)}}$	1,05	1,21	<b>1,10</b>
Анализ рынка земельных участков Москвы [10] <sup>44</sup>	$\frac{e^{0,00111410 \times \text{Срок прав объекта исследования}}}{e^{0,00111410 \times \text{Срок прав объекта-аналога}}} - 1$			

После приведения всех справочных показателей к единому виду «ПА/ПС» и построения зависимости корректировки от срока аренды можно обнаружить, что значения в справочнике [6] существенно отличаются от других. В частности, это связано с тем, что на рынке Москвы присутствуют участки с договорами долгосрочной аренды, заключенными как на срок до 49 лет, так и на срок до 25 лет, что может оказывать влияние на ценообразование.<sup>45</sup>

Многие корректировки можно получить не только из справочников, но и аналитическими методами, подробно описанными в многочисленных работах Е.С. Озерова, С.В. Грибовского, Д.Д. Кузнецова, Н.П. Барина, С.В. Пупенцовой и многих других. Отметим, что самостоятельное исследование всегда лучше, чем «три аналога и два коэффициента и справочника».

Единственный (и самый востребованный) показатель, значение которого чаще всего берут из справочников – скидка на торг.

Отметим, что авторы справочников обычно указывают, что использование справочных данных не должно заменять исследование рынка в соответствии с требованиями федеральных стандартов оценки, но зачастую оценщики не готовы тратить время на проведение такого исследования. Особенно ярко парадоксы использования «справочных значений» проявились во второй половине 2022 года, когда неопределенность на рынке недвижимости стала крайне высокой.

<sup>44</sup> Под сроком подразумевается: срок, оставшийся до окончания действия договора аренды; при долгосрочной аренде (публичной при отсутствии данных о сроке действия договора аренды) – 49 лет; при правах собственности – 80 лет (средний срок службы здания до момента потребности проведения реконструкции/переоборудования/сноса и т.п.)

<sup>45</sup> Мы не ставим под сомнение компетентность авторов справочников

Покажем это на примере регионального рынка нежилых зданий офисного назначения в столице одного из регионов. Анализ проведен в августе 2022 года (данные обезличены).

При проведении анализа рынка были опрошены представители риэлтерских компаний, однако в силу малой активности рынка данных для расчета скидки было недостаточно.

Было выявлено, что в целом рынок нежилых зданий, пригодных для общественно-делового назначения, в городе N является малоактивным:

- предложений зданий на продажу мало – по запросу «купить здание в городе N» в разделе «коммерческая недвижимость» сайтов *cian.ru*, *avito.ru* доступно менее 30 объявлений, большая часть из которых – либо рекреационные, либо производственные объекты,

- сведений о сделках с аналогичными объектами (в том числе в ходе приватизации, продажи заложенного имущества или имущества банкротов) практически нет – известно о 9 сделках за 10 лет, из которых только 4 заключены за последние 3 года;

- для сравнения: объем предложений зданий в городе N в сегменте жилой недвижимости – более 600 объявлений только в категории ИЖС, всего более 2 тыс. объявлений (только на сайте *cian.ru*).

Сравнение доступных данных о сделках показало, что удельные цены предложений на продажу зданий в основном выше удельных цен сделок (прямое сравнение некорректно, поскольку сделки относятся к периоду более чем 1 год до даты оценки).

Для 4 из 10 объектов-аналогов, выставленных на продажу в течение 6 месяцев до даты оценки выявлено снижение цен продавцами в процессе экспозиции предложения на продажу:

- Объект №2 – цена снижена на 2,9%,
- Объект №3 – цена снижена на 17,1%,
- Объект №6 – цена снижена на 36%,
- Объект №7 – цена снижена на 33,4% в период до даты оценки и ещё на 5% после даты оценки.<sup>46</sup>

В целом типичное поведение продавцов на рынке недвижимости – экспонирование объектов по цене, превышающей цену, на которую они соглашаются при переговорах.

Для объекта №9 было выявлено повышение цены предложения в марте 2022 года на 30% (объект по-прежнему экспонируется без снижения цены). Такое поведение продавца не является типичным, но может объясняться ажиотажем на рынке в марте 2022 года, высокой волатильностью

---

<sup>46</sup> для целей оценки используется цена предложения, актуальная на дату оценки

курса валют в марте 2022 года, а также специфическими характеристиками объекта.

Исследования величины скидки на торг проводятся на регулярной основе и публикуются в ряде источников:

- Сборник рыночных корректировок (СРК). Выпускается ООО «Научно-практический Центр Профессиональной Оценки»; редактор – канд. техн. наук Е.Е. Яскевич. Сборник выходит ежегодно и содержит корректировки для объектов недвижимости в различных городах РФ.

- Справочник расчетных данных для оценки и консалтинга (СРД). Выпускается ООО «Научно-практический Центр Профессиональной Оценки»; редактор – канд. техн. наук Е.Е. Яскевич. Справочник выходит дважды в год и содержит корректировки для объектов недвижимости в различных городах РФ.

- Справочник оценщика недвижимости. Выпускается ООО «Приволжский центр методического и информационного обеспечения оценки». Издается с разной периодичностью. Последний выпуск, относящийся к рынку объекта оценки – «Справочник оценщика недвижимости-2021. Офисно-торговая недвижимость и сходные типы объектов. Корректирующие коэффициенты и скидки для сравнительного подхода» содержит информацию, обновленную 18.02.2022 (в справочнике указано как «февраль 2022») [11].

- Специальный выпуск «Справочник оценщика недвижимости-2022. Характеристики рынка в новых условиях» выпущен ООО «Приволжский центр методического и информационного обеспечения оценки» 26.07.2022 и содержит корректировки по данным опроса в марте-июне 2022 [12].

- Информационный ресурс «СтатРиелт» (StatRielt)<sup>47</sup> – архивные и актуальные материалы исследований рынка недвижимости. URL: <https://statrielt.ru/>. Справочная информация обновляется ежеквартально [8].

- Комитет по оценочной деятельности Российской Гильдии управляющих и девелоперов (КОД РГУД). URL: <https://rgud.ru/committees/komitet-po-otsenочноy-deyatelnosti/>. Ряд исследований проведен во время кризиса 2014–2015 года в сходных экономических условиях (в рамках проекта Комитета по оценочной деятельности Ассоциации Банков Северо-Запада, исследование «01.07. 2015 г. КОД АБСЗ» [13]).

Значения скидки на торг по данным различных источников приведены в таблице 3.18.<sup>48</sup>

---

<sup>47</sup> Источник информации, на который не распространяются положения ст.5 и ст. 7 Федерального закона от 29 декабря 1994 г. № 77-ФЗ «Об обязательном экземпляре документов»; в соответствии с п. 11 ФСО №3 требуется приложение копии источника информации в Отчете

Таблица 3.18 – Сравнение скидки на торг в различных источниках

Источник, дата	Регион / тип населенного пункта	Класс офисной недвижимости	Тип рынка	Минимум	Максимум	Среднее
[11], 02.2022	Усреднение в целом по России <sup>49</sup>	А, В	Активный	4,4%	10,6%	7,5%
		С и ниже		5,7%	13,5%	9,6%
		А, В	Неактивный	8,0%	17,0%	12,5%
		С и ниже		9,2%	20,8%	15,0%
	города с населением 500...1000 тыс. чел. <sup>50</sup>	А, В	Активный	3,0%	9,0%	6,0%
			Неактивный	6,0%	17,0%	12,0%
		С и ниже	Активный	4,0%	13,0%	8,0%
			Неактивный	8,0%	20,0%	14,0%
	Усреднение в целом по России <sup>51</sup>	А, В	Активный	5,3%	12,1%	8,7%
				С и ниже	6,1%	13,9%
		А, В	Неактивный	7,6%	17,4%	12,5%
				С и ниже	9,4%	20,6%
города с населением 500...1000 тыс. чел. <sup>52</sup>	А, В	Активный	5,0%	13,0%	9,0%	
		Неактивный	9,0%	20,0%	15,0%	
	С и ниже	Активный	5,0%	14,0%	10,0%	
		Неактивный	8,0%	20,0%	14,0%	
[12], 07.2022	города с населением 500...1000 тыс. чел. <sup>53</sup>	В целом	Не указан	0%	13,5%	5,8%
[8], 07.2022	Усреднение в целом по России <sup>54</sup>	В целом	Не указан	3,0%	14,0%	8,0%

<sup>48</sup> В примере приведены только некоторые из справочных данных

<sup>49</sup> расширенный интервал, мнение экспертов-оценщиков

<sup>50</sup> расширенный интервал, мнение экспертов-оценщиков

<sup>51</sup> расширенный интервал, мнение сотрудников банковских структур

<sup>52</sup> расширенный интервал, мнение сотрудников банковских структур

<sup>53</sup> расширенный интервал, опрошены - риэлторы, оценщики, инвесторы, арендаторы и арендодатели

<sup>54</sup> на основе опроса участников рынка (собственников, инвесторов или их представителей), пользователей сайта Statrielt, проведенного за истекший квартал

Источник, дата	Регион / тип населенного пункта	Класс офисной недвижимости	Тип рынка	Минимум	Максимум	Среднее
[13], 06.2014	Северо-Западный федеральный округ РФ <sup>55</sup>	здания менее 1000 кв. м	Не указан	7,0%	25,0%	14,0%
		здания более 1000 кв. м		8,0%	30,0%	18,0%
здания менее 1000 кв. м		7,0%		25,0%	16,0%	
здания более 1000 кв. м		8,0%		30,0%	20,0%	
[13], 06.2015						

Результат анализа приведенных в табл. 3.18 сведений показал, что для неактивного рынка скидка к цене предложения офисного здания преимущественно составляет 13–15%.

Отдельно отметим, что данные из источника [12] существенно отличаются от данных из других источников, приведенных в табл. 3.18, а также существенно отличаются от данных из источника [11] (исследование тех же авторов, проведенное не позднее 18.02.2022г.). Это может быть связано со следующими причинами:

- для издания [12] опрошено только 104 человека (в других выпусках число опрошенных много больше);
- первоначально в [12] была опубликована информация о структуре ответивших, из которой следует, что только 16% (10 человек – риэлторы, 1 оценщик, 4 инвестора, 2 застройщика) имеют отношение к рынку купли-продажи, остальные 84% – арендаторы и арендодатели<sup>56</sup>,
- формулировка заданного респондентам вопроса «на сколько процентов изменилась скидка?» такова, что вопрос мог быть неверно понят и истолкован, соответственно ответ респондента мог быть некорректным<sup>57</sup>;

<sup>55</sup> В опросе приняли участие банки – члены АБСЗ и компании, имеющие опыт реализации имущества, в т.ч. проблемных активов: Северо-Западный банк ОАО «Сбербанк России», Северо-Западный региональный центр ОАО «Банк ВТБ», Филиалы ОАО «Банк ВТБ» (Северо-Запад), ООО «Эстейт Менеджмент», ПАО «Банк БФА», ОАО «Банк «Санкт-Петербург», ОАО «АБ «Россия», ОАО «Банк Москвы», Ф-л «Миллениум Банк» (ЗАО) в Санкт-Петербурге, «Санкт-Петербургский» ОАО «Альфа-Банк», Российский аукционный дом

<sup>56</sup> Информация имеется в архиве автора

<sup>57</sup> 43% сообщили, что скидка на торг не изменилась, 15% считают, что скидка на торг уменьшилась на 0-5%, 11% считают, что скидка на торг уменьшилась на 5-10%, 3%

• в ответах – очень широкий разброс, что в сочетании с низким числом респондентов приводит к низкому уровню доверия к данному выпуску.

Для малоактивного рынка нежилых зданий офисного назначения в городе N по состоянию на дату оценки 01.09.2022г. целесообразно применение к ценам предложений скидки на торг в размере 14%, что в целом соответствует значениям скидки для неактивного рынка для городов с населением 500–1000 тысяч человек, как по мнению сотрудников банков, так и по мнению оценщиков в [11].

Величина скидки 14% подтверждается также исследованиями, проведенными в сходных экономических условиях (санкции, нестабильность) в 2014–2015 годах в СЗФО (исследование [13]).

Приведенная выше критика отдельных справочных изданий не направлена на против авторов справочников и собственно использования справочников при оценке.

Продемонстрированные расхождения между отдельными справочными показателями и данными рынка показывают, что при проведении оценки следует серьезно относиться к анализу рынка и стремиться к использованию доступной информации в максимальном объеме, анализируя причины расхождения отдельных показателей и обосновывая применение тех или иных значений в процессе оценки.

Кроме того, целесообразно **описывать** при проведении оценки **способы получения информации** об объектах-аналогах, на первый взгляд понятные практикующим оценщикам, но могущие вызвать вопросы и сомнения в качестве оценки у пользователя отчета.

Пример такого описания для ретроспективной оценки здания-памятника в Москве приведен в таблице 3.19.

Таблица 3.19 – Описание способов получения информации об аналогах

Действие	Описание
Отбор аналогов, анализ рынка	Для получения архивных данных о ценах на рынке недвижимости Москвы используется База данных (система) REALTO. Сайт поставщика <a href="http://www.realto.ru/">http://www.realto.ru/</a> . Оценщиком за плату приобретен доступ к архиву «Коммерческая недвижимость» за период с 01.12.2019 по 31.12.2019. Данные в архиве содержат информацию как о последней цене, актуальной на дату приобретения доступа к архиву, так и о ценах на конкретные даты (специалисты REALTO выполняют регулярный «прозвон» объявлений и уточняют информацию).

считают, что скидка на торг уменьшилась на 10-15%, 13% считают, что скидка на торг увеличилась на 0-5%, 11% считают, что скидка на торг увеличилась на 5-10%, 2% считают, что скидка на торг увеличилась на 10-20%, 2% считают, что скидка на торг увеличилась более чем на 20%. Источник – диаграмма на стр. 89 [12] (дата обращения 20.08.2022)

Действие	Описание
Уточнение сведений в других источниках	Для уточнения сведений о состоянии зданий, объявления о которых приведены в Базе данных REALTO, использован поиск в сети Интернет аналогичных объявлений в соответствующий период времени. При наличии такой информации данные о состоянии зданий принимаются к сведению, но ценовые характеристики используются согласно данным Базы данных REALTO как более достоверные, поскольку специалисты REALTO выполняют регулярный «прозвон» объявлений и уточняют информацию.
Отбор аналогов, анализ рынка	Для получения сведений о ценах на рынке недвижимости на конкретные даты используется база данных о недвижимости ЦИАН (CIAN), размещенная в сети Интернет на сайте <a href="https://www.cian.ru">https://www.cian.ru</a> (доступ свободный). Оценщик использует базу данных о недвижимости ЦИАН (CIAN) как зарегистрированный пользователь. Зарегистрированному пользователю (регистрация бесплатная) предоставляется больший объем информации, чем пользователю без регистрации. Сведения о характеристиках объекта можно получить, нажав на активную ссылку «Экспорт» в нижней части страницы с объявлением (загружается страница в формате pdf).
Уточнение сведений о дате	Информация о дате размещения объявления может быть получена при нажатии на активную ссылку с числом просмотров в верхней части объявления (возникает всплывающее окно, содержащую информацию о дате размещения объявления и статистике просмотров за определенный период).
Уточнение сведений о цене	В случае, если цена объекта недвижимости изменялась, рядом с указанной в объявлении ценой имеется символ «стрелочка»; при наведении курсора на изображение символа «стрелочка» возникает всплывающее окно, содержащую ретроспективную информацию о цене. При расчете стоимости на конкретную дату используется актуальная на указанную дату информация.
Уточнение сведений о состоянии зданий	Для уточнения сведений о состоянии зданий используется сервис «Яндекс.Карты», карта Москвы доступна без оплаты в сети Интернет на сайте <a href="https://yandex.ru/maps/213/moscow">https://yandex.ru/maps/213/moscow</a> . Внешний вид здания в (выбран 2019 год для даты оценки 31.12.2019) определен в разделе «Панорамы».
Уточнение сведений о площади	Для уточнения сведений в объявлениях на продажу (о площади здания, о площади участка, о правах на земельный участок) используются сервисы Росреестра «Справочная информация по объектам недвижимости в режиме online» и «Публичная кадастровая карта», доступные свободно по адресам в сети Интернет: <a href="https://lk.rosreestr.ru/eservices/real-estate-objects-online">https://lk.rosreestr.ru/eservices/real-estate-objects-online</a> и <a href="https://pkk.rosreestr.ru/">https://pkk.rosreestr.ru/</a>
Уточнение сведений об этажности	При уточнении сведений в объявлениях на продажу о количестве этажей, в том числе о наземных и подземных этажах проведено сопоставление данных Росреестра (сервис «Справочная информация по объектам недвижимости в режиме online»), фотоматериалов и текста объявления на продажу, актуального на соответствующую дату, а также фотоматериалов в сервисе «Яндекс.Карты» в разделе «Панорамы» в соответствующем году (2019 год для даты оценки 31.12.2019) и дополнительных сведений в иных источниках информации (в том числе – иных объявлений, содержащих фотоматериалы и поэтажные планы). Прини-



Действие	Описание
	мается во внимание то обстоятельство, что сведения о числе этажей в данных Росреестра могут отображаться как различным образом, в зависимости от периода внесения этих сведений <sup>58</sup> . При анализе учитывается совокупность полученных сведений о числе этажей с выделением надземных и подземных этажей
Уточнение сведений о статусе ОКН	Данные о наличии или отсутствии у объектов-аналогов статуса «объект культурного наследия» и о характеристике охранного статуса при его наличии проверены по данным Портала открытых данных Правительства Москвы. Объекты культурного наследия (сайт <a href="https://data.mos.ru/opendata/530">https://data.mos.ru/opendata/530</a> ). Выполнен поиск по адресу (столбец «Местоположение объекта»). Отсутствие адреса в выдаче результатов поиска принимается как отсутствие у объекта-аналога статуса «объект культурного наследия». Дополнительно отсутствие сведений о статусе ОКН уточнено на карте объектов. В случае наличия адреса в выдаче результатов поиска данные о статусе уточнены путем нажатия на активную ссылку, содержащую наименование ОКН (переход на страницу, содержащую сведения об объекте культурного наследия).

В заключение отметим, что работа с информацией лежит в основе всего процесса оценки. Критическое отношение к любой информации (в том числе – к информации, предоставленной Заказчиком оценки), сопоставление сведений, полученных из различных источников, проверка их на соответствие рынку, анализ достоверности и надежности информации (репутация источника, сравнение с другими данными, анализ способа получения данных источником, если он описан и т.д.) являются важными этапами работы оценщика, а не просто строчками в ФСО.

## Литература

1. Федеральный закон от 29.07.1998 «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 135-ФЗ.
2. Федеральный стандарт оценки «Процесс оценки (ФСО III)», утвержденный приказом Минэкономразвития России от 14 апреля 2022 г. № 200.
3. Федеральный стандарт оценки «Отчет об оценке (ФСО VI)», утвержденный приказом Минэкономразвития России от 14 апреля 2022 г. № 200.
4. А.В. Каминский, М.О. Ильин, В.И. Лебединский и др. Экспертиза отчетов об оценке: Учебник /3-е изд., перераб. и доп. – М., 2021.– 418с.
5. LBMA 2022 Precious Metals Forecast Survey. URL: <https://cdn.lbma.org.uk/downloads/Publications/2022/LBMA-Annual-Precious-Metals-Forecast-Survey-2022.pdf>.
6. Справочник расчетных данных для оценки и консалтинга (СРД-27) / Под ред. канд. техн. наук Е.Е. Яскевича. – М.: ООО «Научно-практический Центр Профессиональной Оценки», 2020. – 64 с.

<sup>58</sup> Подробнее см. <https://cadastre.ru/article/6c>

7. Справочник оценщика недвижимости-2020. Земельные участки (части 1 и 2) / Под ред. Л.А. Лейфера. – Нижний Новгород: Приволжский центр методического и информационного обеспечения оценки, 2020 (онлайн-доступ на сайте <https://inform-ocenka.ru/ebook/>: полная версия; доступ платный по подписке).

8. Информационный ресурс «СтатРиелт» – архивные и актуальные материалы исследований рынка недвижимости. URL: <https://statrielt.ru/> (доступ платный по подписке).

9. Справочник коэффициентов, применяемых для определения стоимости объектов недвижимости, расположенных на территории Московского региона (Москва и Московская область). 4-е издание URL:[https://abn-consult.ru/wp-content/uploads/2021/02/spavoch\\_koef2020.pdf](https://abn-consult.ru/wp-content/uploads/2021/02/spavoch_koef2020.pdf), доступ свободный

10. Гостева Е.Д., Сафонов Ю.В. Анализ рынка земельных участков коммерческого назначения г. Москвы по состоянию на декабрь 2017 года. URL : <https://eksotpp.ru/docs/analisecl2017.pdf>, доступ свободный

11. Справочник оценщика недвижимости-2021. Офисно-торговая недвижимость и сходные типы объектов. Корректирующие коэффициенты и скидки для сравнительного подхода. / Под ред. Л.А. Лейфера. – Нижний Новгород: Приволжский центр методического и информационного обеспечения оценки, 2021–2022 (онлайн-доступ на сайте <https://inform-ocenka.ru/ebook/>: полная версия; доступ платный по подписке).

12. Справочник оценщика недвижимости-2022. Характеристики рынка в новых условиях. Офисно-торговая недвижимость и сходные типы объектов. / Под ред. Л.А. Лейфера. – Нижний Новгород: Приволжский центр методического и информационного обеспечения оценки, 2022 (онлайн-доступ на сайте <https://inform-ocenka.ru/ebook/>: полная версия; доступ платный по подписке).

13. Результаты опроса о величине скидки на торг при реализации недвижимого имущества на вторичном рынке Северо-Западного федерального округа РФ. 01.07.2015. КОД АБСЗ. URL: [https://rgud.ru/documents/Результаты%20ежегодного%20опроса\\_01.07.2015\\_КОД\\_АБСЗ.doc](https://rgud.ru/documents/Результаты%20ежегодного%20опроса_01.07.2015_КОД_АБСЗ.doc) (по ссылке загружается файл, доступ свободный)

## СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРАХ

**Пузыня Наталия Юрьевна** – кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов Санкт-Петербургского государственного экономического университета, академический директор магистерской программы «Корпоративные финансы и оценка бизнеса».

**Грибовский Сергей Викторович** – доктор экономических наук, профессор, директор ГБУ СПб «Городское управление кадастровой оценки».

**Мягков Владислав Николаевич** – кандидат физико-математических наук, член Санкт-Петербургского научно-методического Совета по оценке, член Российского Общества Оценщиков с 1994 г., MRICS, SSIM.

**Нейман Евгений Иосифович** – председатель Комитета по научным и методологическим вопросам в оценочной деятельности Национального объединения СРО оценщиков «Союз СОО».

**Слуцкий Александр Анатольевич** – заместитель председателя Комитета по научным и методологическим вопросам в оценочной деятельности Национального объединения СРО оценщиков «Союз СОО».

**Козин Петр Александрович** – председатель Санкт-Петербургского научно-методического совета по оценке, член Комитета по научным и методологическим вопросам в оценочной деятельности Национального объединения СРО оценщиков «Союз СОО».

**Кузнецов Дмитрий Дмитриевич** – заместитель председателя Санкт-Петербургского научно-методического совета по оценке, член Комитета по научным и методологическим вопросам в оценочной деятельности Национального объединения СРО оценщиков «Союз СОО».

**Баринов Николай Петрович** – кандидат технических наук, доцент, директор по научно-методической работе ГК «Аверс».

**Булаевская Евгения Станиславовна** – эксперт в области работы с залогами, оценке для целей залога.

**Вовк Антон Сергеевич** – член Совета по оценочной деятельности при Минэкономразвития РФ, член Общественного совета при Росреестре.

**Красильников Денис Сергеевич** – эксперт в области работы с залогами, оценке для целей залога.

**Лопатин Алексей Юрьевич** – эксперт в области работы с залогами, оценке недвижимости, управление и развитие объектов доходной недвижимости.

**Стабровская Ксения Юрьевна** – оценщик ООО «Мобильный оценщик», эксперт Саморегулируемой организации оценщиков «Союз «Федерация специалистов оценщиков».

**Егорова Анастасия Константиновна** – специалист по управленческой отчетности отдела аналитики и учета ООО «ВымпелКом-Информационные технологии».

**Григорьев Иван Валерьевич** – кандидат экономических наук, MRICS, ISFM, директор по научно-методической работе «Группа АВИ», эксперт СРО Ассоциация оценщиков «Сообщество профессионалов оценки».

**Николов Владимир Паскалев** – слушатель программы профессиональной переподготовки «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)» ВЭШ СПбГЭУ.

**Зайцева Ольга Сергеевна** – кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов, Санкт-Петербургский государственный экономический университет.

**Михлин Артем Валериевич** – заместитель директора проектного и структурного финансирования АО «Газпромбанк», соискатель кафедры финансов Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

**Киршина Наталья Рудольфовна** – директор по развитию в Северо-Западном федеральном округе (СЗФО) ООО «Профессиональная Группа Оценки», ICVS, член Совета Ассоциации «Саморегулируемая организация оценщиков «Экспертный совет» (г. Санкт-Петербург)

**Шведова Наталия Юрьевна** – кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов, Санкт-Петербургский государственный экономический университет.

**Сахновская Ольга Евгеньевна** – кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов, Санкт-Петербургский государственный экономический университет.

**Митюрин Дарья Николаевна** – магистрант программы «Оценка бизнеса» Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Научное издание

**ПРОБЛЕМЫ, СОВРЕМЕННЫЕ РЕАЛИИ  
И НОВЫЕ ВЫЗОВЫ  
В ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ**

**Монография**

*Под редакцией Н.Ю. Пузыня*

*Верстка Л.А. Солдатовой*

Подписано в печать 19.12.2022. Формат 60×84 1/16.  
Усл. печ. л. 9,5. Тираж 500 экз. Заказ 1166.

Издательство СПбГЭУ. 191023, Санкт-Петербург,  
наб. канала Грибоедова, д. 30-32, лит. А.

Отпечатано на полиграфической базе СПбГЭУ