

# ИДЕОЛОГИЯ ОЦЕНКИ ДЛЯ ЦЕЛЕЙ КРЕДИТОВАНИЯ





## Задачи Оценщика

Инвентаризация актива

НЭИ/ Анализ групп потенциальных покупателей/анализ, что в активе формирует стоимость

Анализ Экономической целостности актива

Выявление Обременений

Подготовка детализированных исходных данных

Корректно определенная рыночная стоимость

## Задачи Банка

На основе отчета об оценке

Формирование мероприятий предпродажной подготовки

Подготовка детализированных исходных данных, необходимых инвестору для принятия решения

Реализация мероприятий предпродажной подготовки

- Обеспечение Экономической целостности актива
- Снятие Обременений
- Снижение прочих рисков
- И т.д.

## 1. Ввести в отчеты об оценке разделы:

- *Инвентаризация актива*
- *Анализ экономической целостности актива*
- *Анализ обременений*
- *Исходные данные, характеризующие ценообразующие факторы объекта оценки*
- *В разделе НЭИ предусмотреть подраздел – «Целевые группы потенциальных покупателей»*

2. Все контрольные точки идеологии оценки для целей кредитования целесообразно использовать для любых целей оценки.

*С Уважением, Вадим Пирושин*

## ПРИЛОЖЕНИЯ

1. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ЦЕЛОСТНОСТЬ АКТИВА
2. ИНВЕНТАРИЗАЦИЯ
3. ОБРЕМЕНЕНИЯ
4. ИСХОДНЫЕ ДАННЫЕ ДЛЯ ОЦЕНКИ
5. ПРОСТОЙ ВОПРОС: «КОМУ ПРОДАТЬ АКТИВ?»
6. ОЦЕНКА И ПРОДАЖА - СОСТАВНЫЕ ЧАСТИ ЕДИНОГО ЦЕЛОГО
7. РЕЗУЛЬТАТЫ ТОРГОВ В БАНКРОТСТВЕ: РЫНОЧНАЯ ИЛИ ЛИКВИДАЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ?
8. ДОЛЯ ЗУ В ПРОЕКТЕ / ДОЛЯ ЗУ В 1 КВ.М. ПРОДАВАЕМЫХ ПЛОЩАДЕЙ / НАГРУЗКА ЗЕМЛИ НА ПРОДАВАЕМУЮ ПЛОЩАДЬ
9. ОБРАТНЫЙ АНАЛИЗ
10. ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РАЗМЕР АКТИВА
11. ГОТОВЫЙ АРЕНДНЫЙ БИЗНЕС/ОБЪЕКТ БЕЗ ПОТОКОВ – КАКАЯ МОЖЕТ БЫТЬ РАЗНИЦА В ЦЕНЕ.
12. КОНКУРЕНТНАЯ СРЕДА: ИЗМЕНЕНИЕ НЭИ ОБЪЕКТА ЗА СЧЕТ РАЗВИТИЯ КОНКУРЕНТНОЙ СРЕДЫ НА ПРИМЕРЕ КОНКРЕТНОЙ СДЕЛКИ

## МЕТОДОЛОГИЯ И ПРАКТИКА: ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ЦЕЛОСТНОСТЬ АКТИВА

**Фактор «Экономической целостности актива»** крайне важен при анализе актива и может оказать существенное влияние на рыночную стоимость/цену сделки.

*Под «Экономической целостностью актива» подразумевается включение в состав объекта залога/сделки/оценки всех составных частей актива, участвующих в генерации дохода.*

### **Примеры нарушения:**

- «потеряли» элементы энергетики и инфраструктуры, обеспечивающие функционирование недвижимости: системы вентиляции, оборудование котельной, ТП, очистные сооружения и т.д.
- «потеряли» специализированное имущество в специализированном комплексе: холодильное оборудование в крупном складе глубокой заморозки и т.д.
- «потеряли» отдельный ЗУ, на котором стоит ТП, обеспечивающая функционирование здания.
- Лифты, эскалаторы, траволаторы не входят в состав объекта залога/оценки
- «потеряли» (самый шокирующий случай, встретившейся в практике) часть нефтеперерабатывающего завода, отвечающего за нефтеподготовку.

### **Последствия:**

Неважно, по какой причине возникло нарушение экономической целостности актива, по злому умыслу или недосмотру. Последствия для рыночной стоимости в основном существенные и печальные.

В этом случае возникает зависимость от должника/третьих лиц и обычно рынком актива становится рынок одного покупателя с существенными сроками реализации и с существенными дисконтами в цене сделки.

### **Что делать?**

На этапе оценки/первичного анализа актива запрашивать 01 счет для выявления всех активов, участвующих в генерации дохода с последующим включением их в состав объекта оценки.

В случае, если оборудование, например котельной, учтено на 01 счету в составе здания, рекомендовать Заказчику (и прописывать об этом в отчете) расшифровать состав инвентарного номера здания в инвентарной карточке с указанием полного состава имущества.

В случае, если нарушение экономической целостности актива выявилось уже в ходе оценки, целесообразно в допущениях зафиксировать рекомендацию включить определенное имущество в периметр объекта залога/оценки без увеличения стоимости всего комплекса (если при оценке имущественного комплекса не учитывалось нарушение экономической целостности).

В случае, если имущественный комплекс оценивается как есть и выявлено нарушение экономической целостности актива, требуется обязательный учет влияния данного фактора на рыночную стоимость.

***Роль оценщика в данном вопросе.***

Анализ экономической целостности актива является одним из существенных факторов, ошибка в котором на этапе выдаче кредита может привести к существенным финансовым потерям в будущем.

Рекомендуя Заказчику и Кредитному учреждению «собрать» актив в единое целое, Оценщик объективно увеличивает стоимость актива от уровня при наличии такого нарушения. Значимость такого отчета об оценке для потребителя услуг существенно возрастает.

***РЕКОМЕНДАЦИИ:*** Ввести в отчет об оценке главу «Анализ экономической целостности актива».

## МЕТОДОЛОГИЯ И ПРАКТИКА: ИНВЕНТАРИЗАЦИЯ АКТИВА.

*Под «Инвентаризацией актива» подразумевается юридическая, техническая, бухгалтерская, физическая инвентаризация актива и сопоставление результатов между собой.*

Достаточно часто в практике встречается ситуация, когда бухгалтер, технический специалист, финансист, юрист на предприятиях живут своей жизнью и у каждого свой учет, который не стыкуется друг с другом.

### **Цели инвентаризации:**

- Недопущение двойного учета или недоучета имущества
- Выявление нарушения «Экономической целостности актива»
- Выявление иных рисков, влияющих на результаты оценки
- Выявление иных рисков, которые являются критичными и могут привести к срыву сделки в целом.

### **Инвентаризация в части недвижимости, обязательные точки контроля:**

- Каждому инвентарному номеру и наименованию по бухучету соответствует свой кадастровый номер и наименование по выписке
- Четкая физическая идентификация каждого кадастрового номера здания на карте. Особенно актуально, когда здание не отражено на публичной кадастровой карте. Еще более актуально для крупных предприятий с большим количеством кадастровых номеров.
- Штатный вопрос – перепланировки
- Штатный вопрос – соответствие площадей в выписке и в кадастровом паспорте.
- Проверка «выхода» пятна застройки здания за границы кадастра земельного участка
- Индивидуальный случай – проверка объекта на предмет его наличия в постановлении правительства субъекта на снос как самовольной постройки.
- Какие-либо иные вопросы, выявленные в ходе инвентаризации

### **Инвентаризация в части движимого имущества, контрольные точки:**

- Каждому инвентарному номеру и наименованию по бухучету соответствует свой заводской номер и точная марка оборудования с пониманием комплектации, соответствующей этой позиции
- Расшифровка точной комплектации для сложных технологических позиций и как комплектация учтена по бухучету (Бухгалтер может присвоить название оборудованию на 01 счету не корректно. Из практики, не учитывается обычно расширенная комплектация, модернизация и т.д.. Как следствие, актив недооценен).
- Выявление оборудования, которое является единым целым, но учтено несколькими инвентарными номерами в бухучете (как следствие, возможно завышение стоимости).
- Какие-либо иные вопросы, выявленные в ходе инвентаризации

### **РЕКОМЕНДАЦИЯ:**

1. В части инвентаризации активов – начинать ее на этапе формирования ТЗ, привязывая к конкретному инвентарному номеру по бухучету кадастр недвижимости или точное наименование оборудования.
2. Ввести отчет раздел «Инвентаризация актива».

## МЕТОДОЛОГИЯ И ПРАКТИКА: ОБРЕМЕНЕНИЯ

*Под «Обременением» понимается любой фактор, влияющий на уменьшение круга потенциальных покупателей у объекта оценки/продажи и снижающий его рыночную стоимость.*

### **Типовые обременения:**

- Обременения, нарушающие Экономическую целостность актива
- Наличие договора аренды с арендной ставкой, существенно ниже рынка, с длительным сроком аренды, с невозможностью расторгнуть договор аренды
- Обременения ограничивающие параметры застройки земельного участка (по земельному участку проходит ЛЭП, магистральный коллектор, требуется рекультивация и т.д.)
- Объект является памятником архитектуры и требует существенных инвестиций на приспособление к современным условиям
- Отсутствие разрешительной документации у объекта, незавершенного строительством
- Различие площадей в выписке и технических документах (есть риски отказа в регистрации объекта)
- Наличие в непосредственном окружении вредных производств
- Любые предписания контролирующих органов, ограничивающие/запрещающие функционирование объекта (после «Зимней вишни» любой ТРЦ имеет предписание с замечаниями от пожарников, рекомендуется запрашивать документ в составе исходных данных)
- И т.д.

### **РЕКОМЕНДАЦИИ:**

1. Ввести в отчет об оценке раздел «Анализ наличия/отсутствия обременений
2. При выявлении обременений определять его влияние на рыночную стоимость.

## МЕТОДОЛОГИЯ И ПРАКТИКА: ИСХОДНЫЕ ДАННЫЕ ДЛЯ ОЦЕНКИ

*Состав исходных данных для оценки включает не только количественные и качественные характеристики объекта оценки, но и данные, необходимые инвестору для принятия инвестиционного решения (или данные, характеризующие ценообразующие факторы в оценке)*

Отсутствие исходных данных, характеризующих ценообразующие факторы, или существенно снижает аргументацию и достоверность выводов, или делает отчет об оценке не пригодным для использования, или не дает возможность инвестору принять решение о покупке.

### **Типовые ситуации:**

- Отсутствие поэтажного плана для объектов стрит-ритейла: не идентифицируется формат планировки (кабинетная, с большим торговым залом), доля торгового зала в общей площади, доля подвала в общей площади, входная группа. На удивление достаточно часто встречаются отчеты с отсутствием простого и важного документа и с последующими расчетами, не учитывающими планировку и долю подвала.
- Наиболее больной вопрос. Активы, представляющий готовый арендных бизнес: информация о фактических денежных потоках, положительных и отрицательных, о существенных условиях договоров аренды и т.д. отсутствует. Крайне важный вопрос, без которого инвестиционный рынок решения не принимает.  
Например, фактические денежные потоки ТРЦ являются основным фактором, на котором формируется стоимость. Фактический поток является агрегатором всех положительных и отрицательных индивидуальных качеств объекта. Найти по рынку отдельно ставки для большого якоря, среднего якоря, галереи, зоны фуд-корта и кинотеатров, для банкоматов и вендинговых автоматов, платежей за рекламу, при этом учесть все специализованные качества объекта достаточно сложно. Собранная рыночная информация для конкретного случая может быть только поверочной.
- И т.д.

### **РЕКОМЕНДАЦИИ:**

1. Формализовать детализированный перечень исходных данных, необходимых для оценки каждого сегмента, который в том числе должен включать данные, характеризующие ценообразующие факторы.
2. Законодательно обязать собственников предоставлять детализированные исходные данные в полном объеме, необходимые для оценки.
3. Включить в состав отчета об оценке раздел: «Исходные данные для оценки, характеризующие ценообразующие факторы объекта оценки».

## ПРОСТОЙ ВОПРОС: «КОМУ ПРОДАТЬ АКТИВ?»

*Понимание целевых групп потенциальных покупателей помогает глубже разобраться с НЭИ объекта/ выработать мнение, что в активе формирует стоимость (ради чего покупают актив Инвесторы), что в свою очередь существенно повышает аргументированность отчета и достоверность выводов о стоимости.*

### Примеры:

- Объект стрит-ритейла с кабинетной планировкой. Вопрос: «Возможно ли сдать помещение федеральной продуктовой сети?».  
Ответ: «Нет».  
Вывод: НЭИ под сферу услуг со своим уровнем арендных ставок.
- Объект – современный складской комплекс класса «А» с высокостабильными арендаторами и длительной ретроспективой стабильных денежных потоков.  
Целевая группа потенциальных инвесторов – Институциональные инвесторы/частные инвесторы-«пенсионеры», ориентированные на пассивный доход.  
Вывод: Объект представляет готовый арендный бизнес со своим уровнем (низким) Коэффициента капитализации
- Объект – современный складской комплекс класса «А», инвестиционная фаза строительства закончилась с началом кризиса, не удается заполнить комплекс, загрузка низкая.  
Целевая группа потенциальных инвесторов – Девелоперы, специализирующие на управлении складской недвижимостью (к этой категории не относятся девелоперы, реализующие проекты строительства по формату built-to-suit под готового покупателя/арендатора).  
Данная группа инвесторов своих средств в полном объеме не имеет и реализует проекты с использованием кредитного плеча. Т.е. должны заработать сами и еще отдать деньги кредитному учреждению (речь не идет об учете кредитных средств в оценке). Плюс повышенные риски и сроки загрузки площадей.  
Как следствие: повышенные требования к доходности и последствия для цены объекта.  
Для примера, девелоперы, реализующие проекты строительства по формату built-to-suit под готового покупателя/арендатора используют частично/поэтапно средства покупателей/арендаторов, имеют существенно меньшие риски. По этой причине формат built-to-suit стал основным при реализации проектов строительства современных складских комплексов. И землю девелоперы этой группы покупают под готового будущего покупателя/арендатора.
- Крупный ТРЦ в регионе.  
Вопрос: «Имеет ТРЦ федерального или регионального профильного покупателя?»  
Федеральные профильные игроки обычно не идут в покупку ТРЦ менее 30 тыс. кв.м. и только в современный формат. Усилия на управление ТРЦ примерно одинаковы и для 15 и для 30 тыс. кв.м.. По этой причине они не распыляются.  
У региональных профильных инвесторов в абсолютном исчислении меньше денег, больше требования к доходности, меньший доступ к более дешевым кредитным средствам.  
Вывод: в зависимости от целевой группы потенциальных покупателей, региональных или федеральных профильных инвесторов, объект имеет разный коэффициент капитализации.
- Рынок одного покупателя.  
Если объект по каким-либо причинам (например, из-за нарушения Экономической целостности актива) имеет одного покупателя, это существенно влияет на рыночную стоимость актива в сторону снижения.
- Объект на перенасыщенном/ограниченном рынке.  
Наиболее типовой пример – земли сельхозназначения, которые приобрели для

последующего присоединения к населенным пунктам и перевода под ИЖС. К этой категории не относятся плодородные обрабатываемые земли для сельхозназначения промышленного масштаба (несколько тыс. Га).

Объем предложений на порядки превышает спрос.

Если это не нужно «Директору соседнего колхоза», то не нужно никому. Опять рынок одного покупателя.

**РЕКОМЕНДАЦИИ:** Задавать себе вопрос о целевых группах потенциальных покупателей при выполнении работ по оценке. Это позволит более четко разобраться с НЭИ, выстроить логику отчета и аргументацию выводов.

## МЕТОДОЛОГИЯ И ПРАКТИКА: ОЦЕНКА И ПРОДАЖА - СОСТАВНЫЕ ЧАСТИ ЕДИНОГО ЦЕЛОГО

Оценка не живет сама по себе, а является составной частью какого-либо процесса. Наиболее часто оценка является элементом процесса продажи.

Если все участники «тянут лямку в одну сторону», эффект будет один – максимизация стоимости актива.

Более того, недостатки в оценке, связанные, например, с неполнотой исходных данных, могут быть нивелированы эффективной работой продавца.

И наоборот, глубокий проработанный отчет поможет продавцу успешно реализовать активы.

Если продавец работает низкоэффективно, не важно по какой причине, злого умысла или непрофессионализма, итог будет один – цена сделки ниже рынка. Отчет об оценке при этом может быть научным трудом. Но в случае конфликта – оценщик за все отвечает, при этом не возникает вопроса, а что сделал продавец, чтобы эффективно продать актив.

В отношении оценочной деятельности разработано отдельное законодательство, подзаконные акты, методология, саморегулирование, контролеров скоро станет больше, чем оценщиков и т.д. В отношении института продажи ситуация несколько иная.

Например, в законе «О несостоятельности (банкротстве)» в отношении обязанностей продавца только одна фраза «**Организатор торгов обязан осуществлять разумные необходимые действия для поиска и привлечения покупателей с учетом особенностей выставленного на торги имущества должника**». Институту банкротства 20 лет, норма внесена в закон несколько лет назад в том виде, как есть.

Прочие обязанности продавца, прописанные в законе, носят технический характер, связанный с процедурой торгов.

В такой ситуации оценщик при конфликте всегда будет крайним, а активы могут реализовываться ниже рынка.

**ВЫВОД:** Без формализации обязанностей продавца система эффективно работать не будет.

Возможные действия в этом направлении:

- Включение в обязанность продавца предоставлять первичную информацию, отражающую юридическую и экономическую суть актива. Инвестор должен иметь возможность на основе данной информации сделать первичный вывод, входит ли актив в его зону интересов. Простым языком – готовьте презентацию.
- Включение в обязанность продавца предоставлять детализированную информацию, необходимую инвестору для принятия инвестиционного решения. Например: поэтажные планы (какая доля подвала у стрит-ритейла); для арендного бизнеса - информация о денежных потоках; информация об обременениях; для бизнеса – детализированная структура активов, которые формируют стоимость бизнеса, пассивы общества, денежные потоки и т.д.; для прав требования-номинал долга и информация об обеспечении долга или активов должника и т.д.  
(Прим: Приведены вроде бы очевидные вопросы, но они встречаются постоянно. Инвестор, который получает данную информацию, имеет преимущество перед прочими участниками рынка, которые этой информацией не владеют).
- Формализация адресной и широкополосной работы продавца с рынком
- Изменение публичных торгов в банкротстве на голландский аукцион (вопрос обсуждается безрезультатно длительное время)
- Четкая регламентация использования закрытой формы подачи заявок в английском аукционе
- И т.д.

Цель настоящих рассуждений не только в отношении ответственности оценщика, что тоже крайне важно. Во главе угла повышение эффективности всего процесса.

**РЕКОМЕНДАЦИИ:** Выносить данный вопрос на обсуждение регулирующим органам.

## РЕЗУЛЬТАТЫ ТОРГОВ В БАНКРОТСТВЕ: РЫНОЧНАЯ ИЛИ ЛИКВИДАЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ?

Институту банкротства в России около 2-х десятков лет, он не идеален, есть что совершенствовать. Но в тоже время банкротные торги является одним из основных «поставщиков» активов на рынок. Это связано в первую очередь с законодательно определенным алгоритмом снижения цены. В вопросах досудебной реализации найти баланс между величиной долга, ожиданиями собственника и рыночной стоимостью практически невозможно.

Для профессиональных участников рынка дефолтный рынок – основной источник покупок. За последние годы четкая тенденция, которая уже не тенденция, а факт, что и непрофессиональные участники рынка (производственники, физические лица и т.д.) также ищут активы в покупку в банкротстве.

Более чем 10 лет опыта наблюдения за дефолтным рынком и работы с ним позволяют выделить 2-е группы с результатами торгов:

- *Сделки, имеющие рыночной характер*
- *Сделки, имеющие не рыночный характер (простым языком активы украли)*

### **Признаки рыночного характера сделки:**

- Без каких-либо сложностей осуществляется первичная идентификация актива
- В открытом доступе информация, которая необходима инвестору для принятия инвестиционного решения
- Большое количество участников торгов и наличие существенного роста цены на торгах (прим.: и малое количество участников может дать большой рост цены)
- История продажи актива: например, актив продавался долго и тяжело большой серией торгов. В итоге в торгах актив купил единственный участник. Или актив «ушел» на вторые торги со снижением, но продан по цене выше первых несостоявшихся торгов и т.д.
- Анализ актива на основе соизмеримых сделок. Если цена выбивается в нижнюю сторону, это еще не значит, что цена не в рынке. Объект может иметь индивидуальные качества и обременения, которые влияют на итоги торгов, которые требуют анализа.

### **Признаки не рыночного характера сделки:**

- Первичная идентификация актива затруднена (что-то где-то продается)
- В открытом доступе отсутствует информация, которая необходима инвестору для принятия инвестиционного решения
- Итоги торгов выбиваются из общего ценообразования в сегменте и не выявлены какие-либо обременения у актива
- В торгах в форме публичного предложения ничтожное расхождение цены победителя и предпоследнего участника
- В торгах в форме аукциона при закрытой форме подачи заявок ничтожное расхождение цены победителя и предпоследнего участника (использование закрытой формы подачи заявок в английском аукционе экономически оправдано очень редко при определенном сочетании факторов, в случае интереса к вопросу освещу дополнительно).
- Резкое снижение цены в публичном предложении за короткий промежуток времени (например, падение цены на порядок за несколько часов)
- Начало периода в публичных торгах сразу с объявлением торгов (законодательно возможно при месячном сроке торгов). Обычно сопровождается очень быстрым снижением цены на первых этапах и длительным периодом на последних этапах. Добросовестный инвестор в этом случае просто не успевает принять решение. К этому обычно добавляются сложности с документами и осмотром, и т.д.

- Шаг торгов в аукционе большой, например 50%, торги ночью, под Новый Год (все лица, принимающие решения уже отдыхают) и т.д.

Обычно рыночный/нерыночный характер сделки выявляется по совокупности признаков. Доля результатов торгов, имеющих не рыночный характер, не так уж велика и продолжает снижаться.

Несложный анализ результатов торгов, выявление сочетания тех или иных признаков рыночности сделки позволяет отнести результаты торгов к той или иной группе и использовать в дальнейшем анализе массив данных с рыночным характером сделок.

**ПРОФЕССИОНАЛЬНОЕ МНЕНИЕ:** Именно дефолтный рынок сегодня активно формирует рыночные цены. Массива данных с рыночных характером сделок достаточно для анализа рынка в целом и конкретных активов в частности.

---

## МЕТОДОЛОГИЯ И ПРАКТИКА: ДОЛЯ ЗУ В ПРОЕКТЕ / ДОЛЯ ЗУ В 1 КВ.М. ПРОДАВАЕМЫХ ПЛОЩАДЕЙ / НАГРУЗКА ЗЕМЛИ НА ПРОДАВАЕМУЮ ПЛОЩАДЬ

– это:

- рыночная стоимость ЗУ/Выручка по проекту - в % выражении или
- рыночная стоимость ЗУ/общая продаваемая площадь - в абсолютном выражении или
- (рыночная стоимость ЗУ/общая продаваемая площадь)/цена продажи 1 кв.м. – в % выражении

Использование мультипликатора «Нагрузка земли на продаваемую площадь» в зависимости от качества исходных данных дает укрупненные, но в тоже время достаточно точные ориентиры стоимости.

Зная значение нагрузки и параметры застройки, простым перемножением определяется рыночная стоимость земельного участка.

Т.е., например, два полностью идентичных земельных участка, отличающихся только по параметрам застройки, также будут отличаться в цене примерно пропорционально в разнице в ТЭП (Прим: При существенном расхождении ТЭП пропорция нарушается из-за разницы в масштабах проектов).

*Ценнообразующими факторами для нагрузки являются:*

- Средневзвешенная цена продажи квартир и коммерческих помещений
- Уровень готовности градостроительных документов
- Масштаб проекта и как следствие, сроки его реализации.
- Затраты на подведение внешних инженерных сетей, на строительство объектов соцкультбыта (детский сад, поликлиника, школа), в возможной обязанности построить ФОК, доплатежей в соответствии с законодательством субъекта (например, платеж за изменение ВРИ в Москве) и т.д.

Регион и себестоимость строительства в регионе существенно не влияют, т.к. их влияние опосредственно учтено в цене продажи квартиры. Т.е. объекты соизмеримой классности с одинаковыми ценами продажи квартир имеют примерно одинаковую себестоимость строительства вне зависимости от региона.

Это дает возможность использовать для анализа нагрузку из разных регионов с одинаковым уровнем продажи квартир с допустимым уровнем погрешности.

Под продаваемой площадью подразумевается продаваемая площадь квартир и коммерческих помещений. Данные берутся из градостроительной или конкурсной документации, при их отсутствии экспертно с увеличением погрешности выводов.

**РЕКОМЕНДАЦИИ:** крайне важный мультипликатор для своих сегментов, рекомендуется использовать в практике.

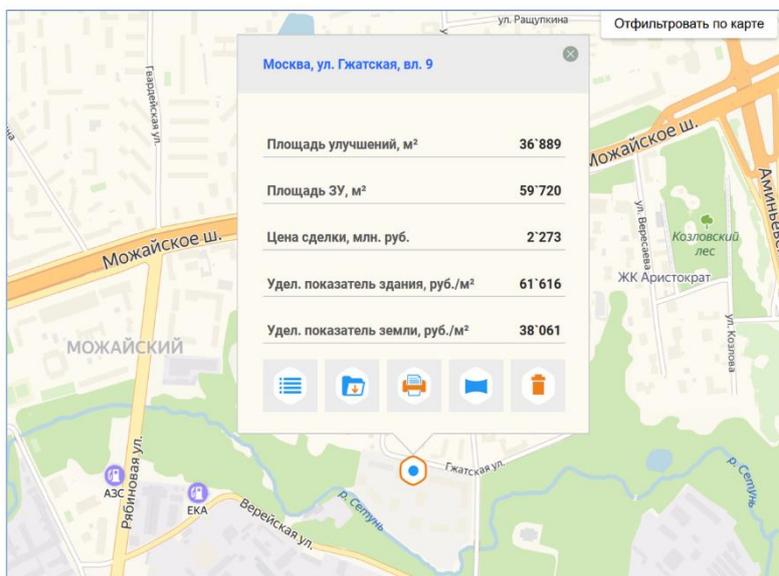
Под "Обратным анализом" подразумевается анализ развития объекта после совершения сделки.

Целесообразно использовать в первую очередь для инвестиционных активов (требующих существенных инвестиций после покупки):

- Для земельных участков под многоэтажную коммерческую и жилую застройку
- Для активов под реконструкцию
- Для уточнения НЭИ объекта сделки
- Для отслеживания судьбы объекта сделки, когда есть предположение, что сделка совершена по завышенной стоимости

Использование Обратного анализа позволяет более точно сформировать мультипликаторы сделки, а при наличии информации об объеме и структуре инвестиций в проект после покупки возможно обратным счетом определить ставку дисконтирования и IRR реализованного проекта.

Пример Обратного анализа сделки с ЗУ 6 Га под многоэтажное жилье в Москве на ул. Гжатская 9.



### Информация по сделке

Дата торгов: 06.05.2016г.  
 Кад. № ЗУ: 77:07:0008006:31  
 Пл. ЗУ: 59 720 кв.м.  
 Старт: 1,36 млрд. руб.  
 Кол-во уч.: 10  
 Цена сделки: 2,27 млрд. руб.  
 НДС: есть  
 Победитель: ДК «Пионер»

ППТ на дату сделки не выявлено

ГПЗУ RU77-162000-023634 от 28.04.2017

Параметры застройки по ПЗЗ

Разрешение на строительство 77-162000-015734-2017 от 10.11.2017г.

Территориальная зона	12911347
Основные виды разрешенного использования	- 10 % площадей: - Размещение жилых домов, предназначенных для размещения на квартирах, каждая из которых пригодна для постоянного проживания (вдоль дома высотой девять и выше этажей, включая подземные, разделенных на двадцать и более квартир); благоустройство и озеленение придомовых территорий; обустройство спортивных и детских площадок, хозяйственных площадок; размещение подземных гаражей и наземных автостоянок; размещение объектов обслуживания жилой застройки во встроенных, пристроенных и встроено-пристроенных помещениях многоквартирного дома в отдельных помещениях дома, если площадь таких помещений в многоквартирном доме не составляет более 15% от общей площади дома (2.6.0); - 20 % площадей: - Размещение объектов капитального строительства, предназначенных для просвещения, дошкольного, начального и среднего общего образования (детские ясли, детские сады, школы, школы-интернаты, лицей, гимназии, художественные, музыкальные школы, образовательные кружки и иные организации, осуществляющие деятельность по воспитанию, образованию и просвещению) (3.5.1.0); - Размещение объектов капитального строительства в целях извлечения прибыли на основании торговой, банковской и иной предпринимательской деятельности. Содержание данного вида разрешенного использования включает в себя содержание видов разрешенного использования с кодами 4.1.0, 4.2.0, 4.3.0, 4.4.0, 4.5.0, 4.6.0, 4.8.0, 4.9.0, 4.10.0 (4.0.0)
Условно разрешенные виды использования	не установлены
Вспомогательные виды	
Максимальный процент застройки (%)	не установлен
Высота застройки (м)	60
Плотность застройки (тыс. кв. м/га)	30
Иные показатели	

ТЭП проекта по разрешению на строительство						
№ корп	Общая площадь, кв.м.	Площадь квартир, кв.м.	количество квартир	Сред. площадь квартир, кв.м.	Площадь общ. пом., кв.м.	Количество машино мест
1	39 324,9	29 095,3	348,0	83,6	1 179,4	
2	16 641,3	12 341,2	143,0	86,3	1 042,0	
3	14 805,2	11 452,8	143,0	80,1	413,0	
4	30 139,7	21 116,9	243,0	86,9	80,6	
1Г	36 861,4					999,0
5	14 828,2	12 312,6	143,0	86,1	494,4	
6	630,0				627,0	
7	16 254,5	11 455,0	142,0	80,7	554,8	
8	12 052,8	8 819,2	100,0	88,2	417,8	
9	24 195,6	17 438,0	302,0	57,7	667,0	
2Г	21 710,8					565,0
ИТОГО общая площадь зданий, кв.м.:					227 444,4	
ИТОГО площадь жилых корпусов, кв.м.					168 872,2	
ИТОГО площадь квартир, кв.м.					124 031,0	
ИТОГО площадь комм.помещ., кв.м.					5 476,0	
ИТОГО количество машиномест					1 564,0	
<b>ИТОГО продаваемая площадь, кв.м.</b>					<b>129 507,0</b>	
Доля МОП в жилых корпусах					23,3%	
Средняя площадь квартир					79,30	
Площадь земельного участка, кв.м.					59 720,0	
Плотность застройки ЗУ (на общ. пл.), кв.м./Га					38 085,1	
Плотность застройки ЗУ (на пл. жил. корп.), кв.м./Га					28 277,3	

2. Размер платы за изменение вида разрешенного использования земельного участка определяется Департаментом городского имущества города Москвы с учетом разницы между кадастровой стоимостью земельного участка с установленным на день подачи заявления собственника земельного участка видом разрешенного использования и кадастровой стоимостью земельного участка с измененным видом разрешенного использования по формуле:

$$P = C \times (KC2 - KC1),$$

где

P - размер платы за изменение вида разрешенного использования земельного участка (руб.);

C - ставка для расчета платы за изменение вида разрешенного использования (приложение к настоящему Порядку);

KC1 - кадастровая стоимость земельного участка на дату обращения об изменении вида разрешенного использования земельного участка (руб.);

KC2 - кадастровая стоимость земельного участка с измененным видом разрешенного использования, рассчитанная исходя из максимального удельного показателя кадастровой стоимости земельного участка для устанавливаемых видов разрешенного использования, утвержденного в установленном порядке правовым актом Правительства Москвы, на дату обращения (руб.).

N п/п	Значение показателя плотности застройки земельного участка *	Ставка для расчета платы за изменение вида разрешенного использования
1	2	3
1	От 4,0 и более	80% от кадастровой стоимости земельного участка

\* Показатель плотности застройки определяется как отношение предельной площади объектов капитального строительства к общей площади земельного участка, указанным в утвержденном в установленном порядке градостроительном плане земельного участка.

Прогноз величины платежа за изменение ВРИ

Используемая площадь ЗУ для расчета платежа за изменение ВРИ, (новая), кв.м.	52 630,0	В ходе анализа выявлено уменьшение площади ЗУ с тем же кадастром по сравнению с датой сделки с 59 730 кв.м. до 52 630 кв.м. Из кадастра исключена водоохранная зона и защитная прибрежная полоса р. Сетунь (иначе бы Девелопер не смог застроить участок)
Показатель плотности застройки ЗУ (на общ. пл.)	4,3	
Ставка для расчета платы за изменение вида разрешенного использования	80%	В соответствии с постановлением правительства Москвы от 10 сентября 2013 года N 593-ПП
Новая кадастровая стоимость, руб.	2 635 417 777	Текущая кадастровая стоимость ЗУ
Кадастровая стоимость при ВРИ промназначения, руб.	421 040 000	Данные о кадастровой стоимости на дату сделки отсутствуют, цифра сформирована на основе анализа КД близлежащих участков промназначения (8000 руб./кв.м.)
Платеж за изменение ВРИ Земельного участка, руб.	1 771 502 222	В соответствии с постановлением правительства Москвы от 10 сентября 2013 года N 593-ПП

**Нагрузка земли на продаваемую площадь**

Цена сделки, руб.	2 273 000 000
Цена сделки плюс Платеж за изменение ВРИ, руб.	4 044 502 222
ИТОГО продаваемая площадь, кв.м.	129 507
Цена продажи квартир, руб.	250 000
Нагрузка земли на продаваемую площадь, руб.	31 230
Нагрузка земли на продаваемую площадь, %	12,5%
	15,6%

**Примечание:**

1. В расчетах не учтена возможная рассрочка платежа за изменение ВРИ с начислением % по ставке финансирования ЦБ
2. Текущие предложения по продаже квартир в жилом комплексе начинаются от 250 тыс. руб. за кв.м. На дату сделки май 2016 с высокой вероятностью Инвестор был более пессимистичен в прогнозах. Для определения диапазона нагрузки также использовалась цена продажи квартир, равная 200 тыс. руб./кв.м.
3. При прогнозе нагрузки не учитывались возможные затраты на рекультивацию территории
4. [Ссылка на результаты торгов](#)

**РЕКОМЕНДАЦИИ:** Обратный анализ существенно повышает аргументацию отчета об оценке и достоверность выводов. Рекомендуется использовать в практике.

## МЕТОДОЛОГИЯ И ПРАКТИКА: ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РАЗМЕР АКТИВА

Постоянное наблюдение за рынком позволяет выявить закономерности, которые не видны на поверхности.

Одна из таких закономерностей получила термин «Экономический размер актива» и наиболее сильно проявляется в сегменте производственно-складской недвижимости.

Суть в следующем: в каждом регионе свой уровень деловой активности. Как следствие, местный бизнес имеет свою потребность в производственно-складских площадях определенного масштаба и свой уровень финансовых возможностей инвестирования в недвижимость. Как только масштаб объекта превышает типовой «Экономический размер актива» для конкретного региона, удельный показатель в сделке начинает существенно падать.

Например, для Новосибирска экономический размер актива 5-6 тыс. кв.м. при уровне цен 8-12 тыс. руб. за кв.м., для Самары 2-3 тыс. кв.м. при уровне цен 5-6 тыс. руб. за кв.м., для более малых городов этот показатель падает до 1-1,5 кв.м. при уровне цен 3-4 тыс.руб. за кв.м. и т.д.

Отдельно об объектах производственно-складского назначения большого масштаба. У таких проектов есть существенная конкурентная среда. Она определяется типовым поведением инвестора.

При входе в регион крупный инвестор в-первую очередь направляется в местную администрацию с желанием получить статус стратегического инвестора, налоговые льготы, инженерно-подготовленную землю и т.д.. При этом регионы еще и сражаются за инвестора между собой и крупный инвестор в основном получает, что хочет. Построить современный завод с учетом текущих технологий возможно достаточно быстро, при этом итогом является здание, построенное под производственный процесс и имеющие ничтожные операционные издержки за счет современных технологий.

Вероятность того, что такой бизнес будет приобретать здание большого масштаба советских годов постройки и «топить» воздух - достаточно ничтожны.

Как следствие, для крупных объектов в регионах и без того ничтожное количество потенциальных инвесторов еще более сильно сокращается и удельный показатель падает существенно.

Наиболее показательная сделка последнего периода – продажа в январе 2020г. 81 тыс. кв.м. завода Тагаз в Таганроге. Продажи шли в течение нескольких лет, удельный показатель в сделке – 1 тыс. руб. за кв.м.

Спасением для подобных объектов является появление профильного инвестора, который работает в сегменте бизнеса, в состав которого входила недвижимость. В этой ситуации цены сделки в разумном пределе могут отыграть вверх. Для объектов советских годов постройки такие ситуации достаточно редкие.

Приведенные выше рассуждения не относятся к современным крупным складским комплексам, представляющим готовый арендный бизнес, и к современным производствам, занимающим долю рынка России/региона. Данный сегмент имеет другие группы потенциальных Инвесторов.

Для примера, в середине 2016 году «Сбербанк Управление активами» купил в Новосибирске 80 тыс. кв.м. в индустриальном парке «РНК-Толмачево» за 31 тыс. руб. за кв.м.

В декабре 2017 г. в банкротстве был продан современный складской комплекс с холодильными камерами 14,6 тыс. кв.м. в Томске с удельным показателем 29,5 тыс. руб. за кв.м.

**РЕКОМЕНДАЦИИ:** в текущей работе определять значения фактора «Экономического размера актива» (размер и соответствующие ему удельные показатели) и учитывать отклонения от него у объекта оценки

МЕТОДОЛОГИЯ И ПРАКТИКА: ГОТОВЫЙ АРЕНДНЫЙ БИЗНЕС/ОБЪЕКТ БЕЗ ПОТОКОВ – КАКАЯ МОЖЕТ БЫТЬ РАЗНИЦА В ЦЕНЕ.

**Объект 1:**

Адрес: Санкт-Петербург, поселок Шушары, Московское шоссе, 181 к4

Общая площадь объекта: 33 267 кв.м

Площадь земельного участка: 82 992 кв.м.

Цена сделки: 1,164 млрд. руб. ( или 35 000 руб./кв.м. улучшений).

Дата сделки: ноябрь 2017г.

Примечание: Сделка на вторичном рынке. Точная величина цены сделки неизвестна, по мнению участников рынка цена сделки 1,7 млрд. руб. Личное экспертное мнение – цена сделки уровня 35 тыс. руб. без НДС.

**Объект 2:**

Адрес: Санкт-Петербург, поселок Шушары, Московское шоссе, дом 177, литер А

Общая площадь объекта: 63 744,1 кв.м

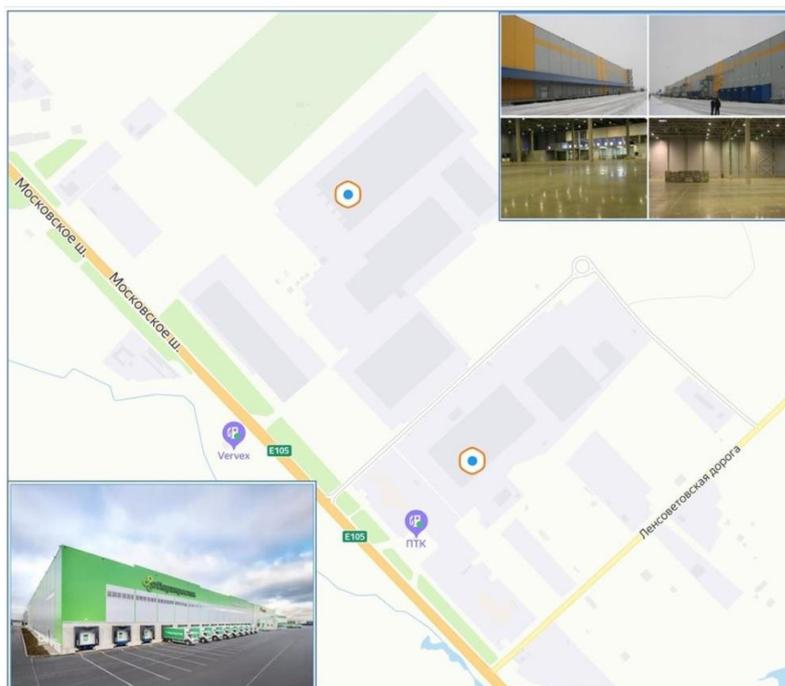
Площадь земельного участка: 104 076 кв.м.

Стартовая цена: 1 210 800 526 руб.

Цена продажи: 631 616 273 руб. ( или 9 909 руб./кв.м. улучшений).

Дата сделки: январь 2018г.

Торги в банкротстве на этапе публичного предложения.



## Анализ сделок:

Объект №1 в логпарке «А Плюс Парк Санкт-Петербург-1» продан компанией «А Plus Development» как готовый арендный бизнес в виде распределительного центра «Перекресток».

Объект изначально был построен по формату built-to-suit под задачи компании X5 Retail Group.

Объект №2 - складской логистический комплекс на Московском шоссе 177 построен в 2008 году (Корпус 1, 1 этажный, площадью 63 442,8 кв.м. и здание энергокомплекса, 1 этажное, площадью 301,3 кв.м), имеет долгосрочный договор аренды с компанией ООО «Ти Пи Ви Си-Ай-Эс» от 31.01.2011г., сроком до 28.02.2018 г., площадь переданных в аренду помещений 18 949,8 кв.м.

По информации от представителя залогового кредитора заполняемость невысокая уровня 60%, актив детально проанализировал весь профильный рынок.

Объект продажи адресно изучался на предмет обременений, ничего существенного выявлено не было. Договор аренды заканчивался близко к дате сделки.

Объект продан посредством публичного предложения. При старте 1 210 800 526,20 руб. и минимальной цене - 629 616 273,62 руб. цена сделки 631 616 273 руб. (9 909 руб./кв.м. улучшений). Также в составе лота также вошло движимое имущество (оборудование).

Два соизмеримых объекта из одного сегмента существенно отличаются по удельному показателю. Это связано с различным уровнем риска объектов, что в свою очередь привело к различным целевым группам инвесторов для каждого объекта.

Формат сделок built-to-suit является основным среди профессиональных девелоперов складской недвижимости. В текущих рыночных условиях проекты реализуются ими только так и только под крупных федеральных игроков (под стабильных арендаторов/покупателей). За счет этого минимизируются риски проекта и появляется возможность по окончании инвестиционной фазы реализовать объект финансовым инвесторам с максимальной для себя выгодой.

Проект на Московском шоссе 177 начал реализовываться на этапе общего подъема рынка с ожиданиями высокой заполняемости объекта по итогу.

Ввод в эксплуатацию по времени вошел точно в кризис 2008 года, далее 2014 год, в качестве очередного отягчающего фактора стало развитие конкурентной среды.

Как следствие - низкая заполняемость, низкие потоки, низкий чистый операционный поток, который существенно проваливается за счет наличия постоянной составляющей в операционных расходах.

Объект продавался длительное время, о факте продажи знали все профильные игроки на рынке.

Такое, в первую очередь финансовое, состояние актива приводит к появлению только одной группы потенциальных инвесторов для существенно недозагруженных объектов - девелоперов складской недвижимости, которые в состоянии профессиональным управлением повысить капитализацию актива (к этой категории не относятся девелоперы, работающие в формате built-to-suit).

Помимо рисков девелопера на цену сделки оказывает влияние факт того, что обычно девелоперы используют в сделке денежные средства тех же финансовых инвесторов или банков и стоимость денег у них более высокая.

Как итог сравнения двух сделок:

- объект 1: целевая группа инвесторов - финансовые инвесторы, низкий уровень риска проекта, высокая цена сделки;

- объект 2: целевая группа инвесторов – девелоперы складской недвижимости со своей стоимостью денег, высокие риски проекта, цена сделки существенно ниже себестоимости строительства.

Экспертно коэффициенты капитализации для объекта в логпарке «А Плюс Парк Санкт-Петербург-1» уровня 10-11%. и уровня 14-15% от текущей доходности для объекта на Московском шоссе 177.

Принципиально существенная разница в потоках, рисках, стоимости денег у целевых групп потенциальных инвесторов в итоге дает кратное различие в удельных показателях сделок.

Задача данной статьи в первую очередь показать, как могут отличаться стоимости соизмеримых объектов с основной разницей - готовый арендный бизнес и недозагруженный объект, возможно имеющий какие-либо скрытые обременения.

## КОНКУРЕНТНАЯ СРЕДА:

### ИЗМЕНЕНИЕ НЭИ ОБЪЕКТА ЗА СЧЕТ РАЗВИТИЯ КОНКУРЕНТНОЙ СРЕДЫ НА ПРИМЕРЕ КОНКРЕТНОЙ СДЕЛКИ

#### Объект сделки:

11 февраля 2019г. продан Комплекс оптово-розничной торговли строительными материалами «МЕТРИКА», должник ЗАО "Мегалит"

Адрес: Санкт-Петербург, Пулковское шоссе, 53

Площадь зданий: 14 488 кв.м.

Площадь земельного участка: 47 214 кв.м.

Цена сделки: 346 591 872 руб. или 23 923 руб. за кв.м. улучшений



Объект 2005-2006 гг. постройки изначально представлял собой магазин формата DIY, расположен на первой линии Пулковского шоссе и был ориентирован на машинопоток дачников по Лужскому направлению.

За период с 2005 по 2017 годы между КАД и объектом сделки были открыты ряд крупных торговых объектов, общей торговой площадью 282 тыс. кв.м, которые функционально обеспечивают как близлежащие жилые массивы, так и машинопоток по Пулковскому шоссе

Резкое увеличение конкурентной среды, современный формат построенных ТРЦ, моральное устаревание объекта сделки привело к отсечению потока конечных покупателей и существенному снижению товарооборотов.

Торги проводились в течение девяти месяцев пять раз, в том числе трижды в форме публичного предложения.

Покупатель - компания "ТракторДеталь", официальный дилер John Deere. Мотивация инвестора - организация технического центра по продаже и обслуживанию специализированной техники. Т.е. своего рода специализированный автосалон.

Удельный показатель в сделке в 24 тыс. руб. за кв.м. соответствует уровню цен сделок с автосалонами.

*НЭИ объекта сделки за счет развития конкурентной среды изменилось с классической торговли на сегмент автосалонов с совершенно иным ценообразованием.*

Рассмотрим еще одну типовую рыночную ситуацию.

***Пример алгоритма изучения конкурентной среды инвесторами при принятии решения об инвестировании.***

Сегмент: инвесторы, приобретающие помещения под последующую сдачу в аренду федеральным торговым сетям формата «Магнита» и «Пятерочки».

Помимо анализа соответствия помещения требованиям сетей инвесторы достаточно щепетильно исследуют конкурентную среду, воспроизводя действия федеральных сетей при принятии ими решения о размещении магазина.

- Первоначально определяется количество домовладений в зоне объекта. Под домовладением подразумевается одна квартира или один частный дом. В зоне многоэтажного строительства исследуемый радиус уровня 500 метров, для частного сектора уровня 2 тыс. кв.м. В ряде случаев исследуется количество работающих в зоне объекта, а также возможный транзитный трафик. Т.е. емкость рынка исследуется по критериям «радиус» и «трафик». Предпочтение отдается «радиусу». «Трафик» воспринимается как более рискованная часть и в основном учитывается, когда он очевиден (например, федеральные трассы на въездах/выездах крупных городов).
- Далее анализируется конкурентная среда и как общая емкость рынка распределяется по конкурентной среде, в том числе по объекту инвестирования. Между «Магнитом» и «Пятерочкой» веса одинаковые, для «Дикси» поменьше, и т.д. Локальные магазины могут вообще не учитываться при анализе.
- Далее определяется средний суточный чек для одного домовладения
- На основании предыдущего массива данных формируется суточный РТО (расчетный товарооборот). Обычно сети на аренду не садятся, если суточный РТО меньше 120-150 тыс. руб.
- Исходя из РТО формируется арендная ставка. Обычно уровня 2,5-3% от РТО для зон средней ликвидности, уровня 5% для зон высокой ликвидности (РТО уровня 300-500 тыс. руб. в сутки), уровня 7% для зон в «топовой» ликвидности (выше для данного сегмента не встречал). Типовые арендные отношения с сетями – процент с оборота, но не ниже «фикса» или просто «фикс».
- После анализа конкурентной среды инвестор принимает решения о допустимой для себя цене входа в проект, учитывая при этом инвестиции в объект после покупки для приведения объекта в состояние, соответствующее требованию сетей.

Алгоритм не сложный, но изучение конкурентной среды на конкретном примере занимает важное место.

Анализ конкурентной среды является обязательной точкой контроля у инвесторов при принятии инвестиционного решения. На перенасыщенном рынке инвестор просто не входит в сделку. Такая ситуация встречается даже в сверхликвидном сегменте стрит-ритейла в Москве.

И наоборот, при низкой конкурентной среде вероятность сделки резко возрастает.

#### РЕКОМЕНДАЦИИ:

При выполнении отчета об оценке требуется, как минимум, укрупненный анализ конкурентной среды объекта оценки, текущей и будущей.

Еще более остро данный вопрос стоит для депрессивных и локальных рынков в зонах с ограниченным спросом.

Еще более остро данный вопрос стоит в условиях кризиса, когда на рынок начинают «вываливаться» дефолтные активы и может существенно измениться структура спроса и предложения.