



А.В. ТАТАРОВА



**ОЦЕНКА  
НЕДВИЖИМОСТИ  
И УПРАВЛЕНИЕ  
СОБСТВЕННОСТЬЮ**



МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
ГОСУДАРСТВЕННОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО  
ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ  
Таганрогский государственный радиотехнический университет

А.В. ТАТАРОВА

**ОЦЕНКА НЕДВИЖИМОСТИ И  
УПРАВЛЕНИЕ СОБСТВЕННОСТЬЮ**

Учебное пособие

Таганрог 2003

**ББК 65.422.5(075.8) + 67.99(2Р)3(075.8)**

**Татарова А.В. Оценка недвижимости и управление собственностью:**  
Учебное пособие. Таганрог: Изд-во ТРТУ, 2003. 70 с.

Представляет собой системное изложение основных экономических и управленческих вопросов, связанных с теорией и практикой функционирования рынка недвижимости.

Предназначено для студентов экономических вузов, обучающихся по специальностям «Экономика и управление на предприятии», «Менеджмент», «Маркетинг» дневных и заочных отделений. Может быть использовано для подготовки к лекционным и практическим занятиям по дисциплине «Экономика недвижимости», а также выполнения контрольных работ.

Разработано на основе учебного пособия Степановой Т.В. "Экономика недвижимости", г. Новосибирск, 2002 г.

Табл. 1. Библиогр.: 13 назв.

#### **Рецензенты:**

И.Н. Олейникова, канд. эконом. наук, доцент Таганрогского института управления и экономики.

Т.С. Бронникова, канд. эконом. наук, старший научный сотрудник, доцент кафедры менеджмента ТРТУ.

© Таганрогский государственный  
радиотехнический университет, 2003  
© Татарова А.В., 2003

## ОГЛАВЛЕНИЕ

<u>1. ОПРЕДЕЛЕНИЕ НЕДВИЖИМОСТИ</u> .....	6
<u>1.1. Недвижимость как объект инвестирования</u> .....	6
<u>1.2. Типы недвижимости</u> .....	7
<u>1.3. Рынок недвижимости</u> .....	8
<u>1.4. Участники и источники процесса финансирования недвижимости</u> .....	10
<u>1.5. Преимущества инвестирования в недвижимость</u> .....	11
<u>1.6. Ипотечное кредитование</u> .....	13
<u>1.6.1. Ипотека как способ обеспечения обязательств</u> .....	15
<u>1.6.2. Особенности ипотечного кредитования</u> .....	17
<u>2. ОЦЕНКА НЕДВИЖИМОСТИ</u> .....	19
<u>2.1. Факторы, влияющие на стоимость недвижимости</u> .....	19
<u>2.2. Основные виды стоимости недвижимости</u> .....	19
<u>2.3. Основные принципы оценки недвижимости</u> .....	21
<u>2.4. Виды оценки недвижимости</u> .....	25
<u>2.5. Подходы к оценке недвижимости</u> .....	28
<u>2.5.1. Сравнительный подход</u> .....	28
<u>2.5.2. Затратный подход</u> .....	29
<u>2.5.3. Доходный подход</u> .....	30
<u>2.6. Оценка земли</u> .....	31
<u>2.6.1. Анализ наилучшего и наиболее эффективного использования земли</u> .....	32
<u>2.6.2. Оценка эффективности использования городских земель</u> .....	33
<u>2.7. Методы оценки земли</u> .....	35
<u>2.8. Отчет об оценке недвижимости</u> .....	39
<u>3. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ ИНВЕСТИРУЕМОГО КАПИТАЛА НА ОСНОВЕ КАПИТАЛИЗАЦИИ ДОХОДА</u> .....	40
<u>3.1. Прямая капитализация</u> .....	41
<u>3.2. Капитализация дохода по норме отдачи</u> .....	46
<u>3.2.1. Дисконтирование денежных потоков</u> .....	46
<u>3.2.2. Прогнозирование денежных потоков от реверсии</u> .....	48
<u>3.2.3. Определение ставки дисконтирования</u> .....	49
<u>3.2.4. Капитализация по расчетным моделям</u> .....	50
<u>3.2.5. Капитализация равномерно изменяющихся доходов</u> .....	53
<u>3.3. Ипотечно-инвестиционный анализ</u> .....	54
<u>4. УПРАВЛЕНИЕ ПРОЦЕССОМ ИНВЕСТИРОВАНИЯ И ФИНАНСИРОВАНИЯ НЕДВИЖИМОСТИ</u> .....	56
<u>4.1. Критерии эффективности инвестиционных проектов</u> .....	56
<u>4.2. Методы анализа инвестиционных проектов</u> .....	58
<u>4.3. Риски при финансировании недвижимости</u> .....	60
<u>4.5. Критерии принятия решений о финансировании недвижимости</u> .....	64
<u>Контрольные вопросы по курсу «Экономика недвижимости»</u> .....	67
<u>БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК</u> .....	68

# 1. ОПРЕДЕЛЕНИЕ НЕДВИЖИМОСТИ

## 1.1. Недвижимость как объект инвестирования

Под понятием «недвижимость» традиционно понимают землю и все улучшения, постоянно закрепленные на ней (здания, сооружения, объекты незавершенного строительства).

В России термин «недвижимое и движимое имущество» впервые появился в законодательстве во времена правления Петра I в Указе от 23 марта 1714 г. «О порядке наследования в движимых и недвижимых имуществах». Под недвижимым имуществом признавались земля, угодья, дома, заводы, фабрики, лавки. К недвижимому имуществу относились также полезные ископаемые, находящиеся в земле, и различные строения, как возвышающиеся над землей, так и построенные под ней, например: шахты, мосты, плотины.

Экономические реформы в России, закрепление имущества на правах собственности за физическими и юридическими лицами, привели к необходимости деления имущества на движимое и недвижимое.

С 1994 г., согласно ст. 130 Гражданского кодекса Российской Федерации, «к недвижимым вещам (недвижимое имущество, недвижимость) относятся земельные участки, участки недр, обособленные водные объекты и все, что прочно связано с землей, т. е. объекты, перемещение которых без несоразмерного ущерба их назначению невозможно, в том числе леса, многолетние насаждения, здания, сооружения». К недвижимости относятся также подлежащие государственной регистрации воздушные и морские суда, суда внутреннего плавания, космические объекты.

К недвижимости может быть отнесено и иное имущество. Так, согласно ст. 132 ГК РФ, «предприятие в целом как имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности, признается недвижимостью». Вещи, которые не относятся к недвижимости, включая деньги и ценные бумаги, признаются движимым имуществом.

Можно выделить следующие признаки недвижимости:

- недвижимость невозможно перемещать без нанесения объекту ущерба;
- недвижимость прочно связана с землей, причем не только физически, но и юридически;
- долговечность объекта инвестирования;
- каждая конкретная недвижимость уникальна по физическим характеристикам и с точки зрения инвестиционной привлекательности;
- недвижимость невозможно похитить, сломать или потерять при обычных условиях;
- стоимость недвижимости высока, а ее дробление на имущественные доли затруднительно, а в иных случаях и невозможно;
- информация о сделках с недвижимостью часто является недоступной;
- потеря потребительских свойств или перенос стоимости в процессе производства происходит постепенно по мере износа;
- полезность недвижимости определяется способностью удовлетворять

- специфическую потребность человека в жилой и производственной площадях;
- возможность положительного либо отрицательного влияния нового строительства на стоимость прилегающих земель, зданий;
  - существует тенденция к увеличению стоимости недвижимости со временем;
  - существуют специфические риски, присущие недвижимости, как объекту инвестирования: риск физического повреждения под воздействием природных и техногенных факторов, риск накопления внешнего и функционального износа, финансовый риск, связанный с условиями пересмотра арендной платы;
  - строгое государственное регулирование сделок с недвижимостью.

## 1.2. Типы недвижимости

Можно выделить три основных типа недвижимости: земля, жилье и нежилые помещения.

Базовым объектом недвижимости является земля.

Наряду с делением на типы недвижимость классифицируется по ряду признаков, что способствует более успешному исследованию рынка недвижимости и облегчает разработку и применение методов оценки различных категорий недвижимости, управления ими. Классификация по наиболее часто встречающимся признакам представлена в табл. 1.1.

Существуют следующие формы дохода от инвестирования в недвижимость:

- увеличение стоимости недвижимости за счет изменения рыночных цен, приобретения новых и развития старых объектов;
- будущие периодические потоки денежных средств;
- доход от перепродажи объекта в конце периода владения.

Привлекательность инвестирования в недвижимость объясняется следующими факторами:

- в момент приобретения недвижимости инвестор получает пакет прав, в то время как многие объекты инвестирования не влекут за собой права собственности;
- сохранностью вложенных денежных средств вообще (в обычных условиях недвижимость невозможно потерять, похитить) и инфляцией в частности (инфляционные процессы сопровождаются ростом цен на недвижимость и доходов от нее);
- возможностью получать от недвижимости доход в денежном выражении и иной полезный эффект проживания, престижности владения определенным объектом и т.п.

## Общая классификация недвижимости

Тип классификации	Виды недвижимости
По характеру использования	Для жилья: дома, коттеджи, квартиры для коммерческой и производственной деятельности: отели, офисные помещения, магазины, рестораны, пункты сервиса, фабрики, заводы, склады Для сельскохозяйственных целей: фермы, сады Для специальных целей: школы, церкви, монастыри, больницы, ясли-сады, дома престарелых, здания правительственных и административных учреждений
По целям владения	Для ведения бизнеса, для проживания владельца В качестве инвестиций В качестве товарных запасов и НЗП Для освоения и развития для потребления истощимых ресурсов
По степени специализации	Специализированная (в силу своего специального характера редко, если вообще сдается в аренду третьим лицам или продается на открытом рынке для продолжения ее существующего использования, кроме случаев, когда она реализуется как часть ее использующего бизнеса): нефтеперерабатывающие и химические заводы, электростанции, музеи, библиотеки и подобные им помещения, принадлежащие общественному сектору Неспециализированная – вся другая недвижимость, на которую существует всеобщий спрос на открытом рынке для инвестирования, использования в существующих или аналогичных целях
По степени готовности к эксплуатации	Введенные в эксплуатацию требующие реконструкции или капитального ремонта незавершенное строительство
По воспроизводимости в натуральной форме	Не воспроизводимые: земельные участки, месторождения полезных ископаемых Воспроизводимые: здания, сооружения, многолетние насаждения

Инвестиции в недвижимость имеют такие положительные черты, как возможность многолетнего использования объекта и сохранения капитала.

### 1.3. Рынок недвижимости

*Рынок недвижимости* – это совокупность отношений вокруг операций с объектами недвижимости: купли-продажи недвижимости, ипотеки, сдачи объектов недвижимости в аренду и т.д.

Основные сегменты рынка недвижимости: рынок земли, рынок жилья и рынок нежилых помещений.

Отдельно выделяют рынок доходной недвижимости, который сегментируется по функциональному назначению объектов:

– рынок объектов офисного назначения;



- рынок объектов торгового назначения;
- рынок объектов производственно-складского назначения;
- рынок гостиничных услуг;
- рынок объектов незавершенного строительства.

В зависимости от юридических прав на недвижимость, которые являются объектом сделки между продавцом-покупателем, рынок недвижимости делит на рынки купли-продажи и аренды.

На рынке купли-продажи в обмен на соответствующий эквивалент передается полное право собственности, включающее право распоряжения, тогда как на рынке аренды объектом сделки является частичный набор прав, исключая право распоряжения.

Можно выделить следующие особенности рынка недвижимости:

- локальность;
- низкая взаимозаменяемость объектов;
- сезонные колебания;
- необходимость государственной регистрации сделок.

При финансировании недвижимости выделяют три группы затрат:

- расходы на поддержание объекта недвижимости в функционально пригодном состоянии;
- ежегодный налог на владение недвижимостью;
- высокие транзакционные издержки при сделках с недвижимостью.

Колебания спроса и предложения на рынке недвижимости происходят медленно, так как при наличии спроса увеличение количества объектов недвижимости происходит в течение длительного временного периода, определяющегося сроком строительства здания. В случае избытка недвижимости цены остаются низкими несколько лет.

Основные факторы, воздействующие на спрос и предложение:

- **экономические**: уровень доходов населения и бизнеса, доступность финансовых ресурсов, уровень ставок арендной платы, стоимость строительномонтажных работ и строительных материалов, тарифы на коммунальные услуги;
- **социальные**: изменение численности, плотности населения, образовательного уровня;
- **административные**: ставки налогов и зональные ограничения;
- **экологические**: подверженность района месторасположения недвижимости засухам и затоплениям, ухудшение или улучшение экологической обстановки.

Недвижимость является финансовым активом, так как создается трудом человека и вложениями капитала. Приобретение и развитие недвижимости сопровождается высокими затратами и соответственно часто возникающей необходимостью привлечения заемных средств и т.п. Поэтому рынок недвижимости является одним из секторов финансового рынка.

*Финансовый рынок* – это сложная экономическая система, включающая совокупность институтов и процедур, направленных на осуществление взаимодействия продавцов и покупателей всех типов финансовых документов.

Рынок недвижимости – одна из наиболее значимых составляющих частей финансового рынка.

Существует тесная взаимосвязь финансового рынка и рынка недвижимости: рост вложений в недвижимость оживляет рынок недвижимости, падение – сворачивает. Экономическая нестабильность сдерживает и российских, и зарубежных кредиторов и инвесторов. Для активизации финансирования инвестиций в недвижимость необходима государственная поддержка.

#### **1.4. Участники и источники процесса финансирования недвижимости**

Традиционно участников процесса финансирования недвижимости делят на следующие категории:

- федеральные и местные органы власти и управления;
- кредитно-финансовые учреждения;
- инвесторы и пр.

Федеральные и местные органы власти и управления обеспечивают экономико-правовые отношения между участниками процесса финансирования недвижимости. Государство обеспечивает соблюдение норм и правил, связанных с функционированием рынка недвижимости; регулирует вопросы зонирования, градостроительного развития и регистрации прав собственности на объекты недвижимости; устанавливает льготы либо накладывает ограничения (законодательные ограничения, особенности налогообложения) на инвестиции в недвижимость. Кроме того, государство выступает как собственник множества объектов недвижимости.

Кредитно-финансовые учреждения предоставляют капитал инвесторам, не располагающим достаточными средствами.

В качестве инвесторов выступают физические и юридические лица (резиденты и нерезиденты), которые приобретают недвижимость и поддерживают ее в функционально пригодном состоянии.

Инвесторов можно разделить на два типа:

- 1) активные – финансируют и занимаются строительством, развитием или управлением объекта;
- 2) пассивные – только финансируют проект, не принимая в нем дальнейшего участие.

В настоящее время на рынке недвижимости получил развитие *девелопмент* – особый вид профессиональной деятельности по управлению инвестиционным проектом в сфере недвижимости, одна из задач которой заключается в снижении рисков, связанных с развитием недвижимости. *Девелопер* – организатор, деятельность которого можно разбить на три этапа:

- 1) анализ возможности реализации проекта: учитываются состояние и тенденции изменения законодательства, потребительских предпочтений, финансово-экономических условий, перспективы развития региона;
- 2) разработка плана реализации проекта: определяется площадь требуемого для реализации проекта земельного участка, выбирается местоположение

с соответствующим окружением, коммуникациями, выполняется оценка эффективности проекта. Затем определяются источники финансовых ресурсов, получается разрешение на строительство и т.п.;

3) реализация инвестиционного проекта: привлечение финансовых ресурсов, проектно-строительных организаций, контроль хода строительства, аренда или продажа объекта полностью или по частям.

Источники финансирования капитальных вложений: государственные средства, средства местного бюджета (муниципальные), собственные финансовые ресурсы предприятий и частных лиц, привлеченные средства, средства инвесторов.

## 1.5. Преимущества инвестирования в недвижимость

Инвестирование в недвижимость, приносящую доход, является наиболее прибыльным. Привлекательность приобретения доходной недвижимости заключается в отдаче от инвестиций после погашения операционных расходов. Однако в этом случае выше риск из-за низкой ликвидности недвижимости и длительности срока окупаемости вложенных средств.

Методы инвестирования на рынке недвижимости могут быть прямыми и косвенными.

**Прямые** – приобретение недвижимости на торгах в соответствии с частным договором, покупка с обратной арендой.

**Косвенные** – покупка ценных бумаг компаний, специализирующихся на инвестициях в недвижимость, инвестиции в обеспеченные недвижимостью закладные.

Вложения в недвижимость, как и вложения в корпоративные ценные бумаги, – долгосрочные.

*Преимущества* инвестирования в недвижимость относительно ценных бумаг:

1. В отличие от корпоративных ценных бумаг, например акций, по которым дивиденды выплачиваются ежеквартально, владение недвижимой собственностью обеспечивает инвестора ежемесячной наличностью, так как ежемесячная оплата аренды ведет к ежемесячным выплатам инвестору.

2. Денежный поток доходов от владения недвижимостью (разница между денежными поступлениями от аренды и затратами на обслуживание собственности плюс капиталовложения) менее динамичен, чем денежный поток доходов корпораций с высокой долей заемного капитала:

– денежный поток доходов корпораций зависит от объема реализации продукта, которые находятся в зависимости от ежедневных решений потребителей, а потоки доходов от недвижимости более стабильны, потому что они базируются на договорах аренды;

– источники корпоративных денежных доходов могут с течением времени измениться, а источники доходов от недвижимости более предсказуемы, поскольку здания неподвижны, активы зафиксированы и физически, и юриди-

чески.

3. Ставка доходности корпораций в целом ниже, чем недвижимости. Это связано с тем, что интенсивная работа активов недвижимости сравнима с большинством сфер бизнеса. Для возмещения затрат основного капитала, инвестированного в недвижимость, требуется более высокий уровень доходности, так как ожидаемый к получению инвестором доход должен превышать затраты на эксплуатацию недвижимости. Ставка доходности должна быть более высокой, чем при инвестировании в финансовые активы, что должно соответствовать более высоким рискам вложения в недвижимость.

4. Инвестиции в недвижимость характеризуются большей степенью сохранности, безопасности и возможностью контролирования инвестором, чем инвестиции в акции.

На источники и величину инвестиций в недвижимость влияют:

- ожидаемый доход на инвестиции;
- ставка банковского процента;
- налоговая политика в целом и в инвестиционной сфере в частности;
- темпы инфляции;
- степень риска инвестиций в недвижимость.

Причины привлекательности вложений в недвижимость в условиях инфляции:

- быстрое обесценение денег при недостаточной надежности их сохранности в кредитных учреждениях;
- частое несоответствие банковской ставки уровню инфляции;
- ограниченность более доходных направлений инвестирования;
- остаточная доступность и простота инвестирования в жилье;
- инвестирующий в недвижимость, приносящую доход, может в этих условиях повышать арендную плату, сохраняя тем самым вложенные средства.

С другой стороны, в условиях инфляции существуют обстоятельства, стимулирующие к вложению денег в другие сферы: падают реальные доходы, инвестору сложно прогнозировать соотношение между затратами и ожидаемой выгодой, сложнее получить долгосрочный кредит под приемлемый процент, что приводит к недостатку финансовых ресурсов у потенциальных покупателей.

На современном этапе развития российской экономики с высокими темпами инфляции инвестиционная деятельность подвержена значительным рискам, что приводит к снижению инвестиционной активности на рынке недвижимости. Ограниченность инвестиционных ресурсов обусловила процесс свертывания строительства практически во всех отраслях экономики.

И все же рынок недвижимости является привлекательным для потенциальных инвесторов по следующим причинам:

- инвестиции в недвижимость характеризуются значительной степенью сохранности, безопасности и возможностью контролирования инвестором;
- в момент приобретения недвижимости инвестор получает пакет прав, в то время как большинство иных объектов инвестирования не влечет за собой право собственности;

- вложения в недвижимость позволяют сохранить средства от инфляции;
- рынок недвижимости, имеющий большие размеры, мало освоен;
- вложения в недвижимость сопровождаются приемлемой доходностью операций на этом рынке.

На сегодняшний день в России инвестиционная активность на рынке недвижимости снижена. Даже рынок жилья, который является самым активным сегментом рынка недвижимости, оказался не обеспечен соответствующими кредитно-финансовыми механизмами, которые поддержали бы платежеспособный спрос населения и сделали бы возможным улучшение жилищных условий населения в массовом порядке. Сбалансированность интересов всех участников процесса финансирования недвижимости – необходимая составляющая нормального функционирования рынка недвижимости.

## 1.6. Ипотечное кредитование

Под «ипотекой» понимают залог недвижимости как способ обеспечения обязательств. Наличие системы ипотечного кредитования – неотъемлемая составная часть любой развитой системы частного права. Роль ипотеки особенно возрастает, когда состояние экономики является неудовлетворительным, поскольку продуманная и эффективная ипотечная система, с одной стороны, способствует снижению инфляции, оттягивая на себя временно свободные денежные средства граждан и предприятий, с другой – помогает решать социальные и экономические проблемы.

*Возникновение ипотеки.* Первое упоминание об ипотеке относится к VI в. до н.э. В Греции под ипотекой подразумевалась ответственность должника кредитором определенными земельными владениями. На границе земельной территории, принадлежащей должнику, при оформлении обязательства ставился столб, получивший название «ипотека».

Первые дошедшие до нас акты о залоге в России относятся к периоду XIII–XIV вв., а законодательные нормы впервые появились в самом конце XIV или начале XV в. в Псковской Судной Грамоте, в которой наряду с древнейшим способом взыскания – личным – появляется взыскание имущественное.

В конце XIX – начале XX вв. активно шел процесс кредитования под залог земельных участков, которые собирался приобрести ссудополучатель. Этот процесс развивался при содействии крестьянских поземельных банков, которые были созданы практически во всех губерниях России и способствовали наделению обедневших крестьян землей.

С 1922 по 1961 гг. в России действовал Гражданский кодекс РСФСР, ст. 85 которого определяла залог как право требования, которое позволяет кредитору в случае невыполнения должником обязательства получить преимущественное перед другими кредиторами удовлетворение за счет стоимости заложенного имущества (без разделения на движимое и недвижимое).

Как таковой, институт ипотеки ввиду различных экономических и правовых препятствий до настоящего времени не приобрел в России значительного

распространения, поэтому он регулируется относительно небольшим количеством нормативных актов.

В 1992 г. принимается Закон Российской Федерации «О залоге», который закрепил возможность ипотеки как способа обеспечения обязательств. Гражданским кодексом РФ (I часть) были уточнены некоторые положения о залоге (ст. 334–358). В ст. 340 оговорено, что ипотека здания или сооружения допускается только с одновременной ипотекой по тому же договору земельного участка, на котором находится это здание или сооружение, либо части этого участка, функционально обеспечивающей закладываемый объект, либо принадлежащего залогодателю права аренды этого участка или его соответствующей части. А при ипотеке земельного участка право залога не распространяется на находящиеся или возводимые на этом участке здания и сооружения залогодателя, если в договоре не предусмотрено иное условие.

Регистрация недвижимости – важнейшая функция государства, без надлежащего исполнения которой устойчивый оборот недвижимости невозможен, регулируется Федеральным законом от 21.07.1997 г. «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним». Фактическая реализация прав банка по ипотеке возможна в рамках Закона «Об исполнительном производстве». Отдельные специальные нормы, которые, тем не менее, следует учитывать при заключении ипотечных договоров, рассеяны по соответствующим законам.

В 1998 г. был принят Федеральный закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)», согласно которому по договору о залоге недвижимого имущества (договору об ипотеке) одна сторона – залогодержатель, являющийся кредитором по обязательству, обеспеченному ипотекой, имеет право получить удовлетворение своих денежных требований к должнику по этому обязательству из стоимости заложенного недвижимого имущества другой стороны – залогодателя преимущественно перед другими кредиторами залогодателя, за изъятиями, установленными законом. Залогодателем может быть сам должник по обязательству, обеспеченному ипотекой, или лицо, не участвующее в этом обязательстве (третье лицо). Имущество, на которое установлена ипотека, остается у залогодателя в его владении и пользовании (ст. 1).

Ипотека также может быть установлена в обеспечение обязательства по кредитному договору, по договору займа или иного обязательства, в том числе обязательства, основанного на купле-продаже, аренде, подряде, другом договоре, причинении вреда, если иное не предусмотрено федеральным законом» (ст. 2). Договор об ипотеке заключается с соблюдением общих правил Гражданского кодекса Российской Федерации о заключении договоров, а также положений указанного Федерального закона.

Ипотека подлежит государственной регистрации учреждениями юстиции в Едином государственном реестре прав на недвижимое имущество по месту нахождения имущества, являющегося предметом ипотеки и обеспечивающего уплату залогодержателю основной суммы долга или по кредитному договору, или иному обеспечиваемому ипотекой обязательству.

С введением Закона «О залоге недвижимости» появилась «закладная» как

свободно обращающаяся на рынке ценная бумага. Закладная является именной ценной бумагой, удостоверяющей право владельца на получение исполнения по денежному обязательству, обеспеченному ипотекой имущества, указанного в договоре об ипотеке, без представления других доказательств существования этого обязательства и само право залога на указанное в договоре об ипотеке имущество. После государственной регистрации ипотеки органом, осуществляющим эту регистрацию, закладная выдается первоначальному залогодержателю и передается путем исполнения передаточной надписи. Закладная упрощает передачу банком прав по ипотеке – она передается путем совершения очередной передаточной надписи с последующей государственной регистрацией. Еще одна положительная характеристика закладной заключается в том, что закладная сама может быть предметом залога.

### ***1.6.1. Ипотека как способ обеспечения обязательств***

Часто под термином «ипотека» подразумевают ипотечное кредитование, однако «ипотека» имеет самостоятельное значение – залог недвижимости как способ обеспечения обязательств.

Согласно ст. 5 Закона «Об ипотеке (залоге недвижимости)» по договору об ипотеке может быть заложено недвижимое имущество, указанное в ст. 130 Гражданского кодекса Российской Федерации, права на которое зарегистрированы в порядке, установленном для государственной регистрации прав на недвижимое имущество, в том числе:

- земельные участки, за исключением земельных участков, указанных в ст. 63 настоящего Федерального закона;
- предприятия, здания, сооружения и иное недвижимое имущество, используемое в предпринимательской деятельности;
- жилые дома, квартиры и части жилых домов и квартир, состоящие из одной или нескольких изолированных комнат;
- дачи, садовые дома, гаражи и другие строения потребительского назначения;
- воздушные и морские суда, суда внутреннего плавания и космические объекты.

Если речь идет об ипотеке жилья, то предмет залога должен отвечать следующим требованиям: иметь отдельную от других квартир или домов кухню и санузел (т.е. коммунальные квартиры в залог не принимаются); быть подключенным к электрическим, паровым или газовым системам отопления, обеспечивающим подачу тепла на всю площадь жилого помещения; быть обеспеченным горячим и холодным водоснабжением в ванной комнате и на кухне; иметь в исправном состоянии сантехническое оборудование, двери, окна и крышу (для квартир на последних этажах). Здание, в котором расположен предмет залога, должно отвечать следующим требованиям: не находиться в аварийном состоянии; не состоять на учете по постановке на капитальный ремонт; иметь цементный, каменный или кирпичный фундамент; иметь металлические или железобетонные перекрытия; этажность здания не должна быть ме-

нее трех этажей.

В договоре об ипотеке должны быть указаны предмет ипотеки, результаты оценки его стоимости, существо и срок исполнения обеспечиваемого ипотекой договора, а также право, в силу которого имущество, являющееся предметом ипотеки, принадлежит залогодателю. Предмет ипотеки определяется в договоре с указанием его наименования, места нахождения и достаточным для целей идентификации описанием. Оценка предмета ипотеки определяется в соответствии с Законом «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» по соглашению залогодателя с залогодержателем.

Договор об ипотеке должен быть нотариально удостоверен и подлежать государственной регистрации, с момента которой он вступает в силу. Ипотека подлежит государственной регистрации учреждениями юстиции в Едином государственном реестре прав на недвижимое имущество по месту нахождения имущества, являющегося предметом ипотеки, в порядке, установленном Федеральным законом о государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним. Кредитный договор, обеспечиваемый ипотекой, может быть заключен позже регистрации ипотечного договора, а право залога возникает с момента заключения кредитного договора, и заемщик ничем не рискует, если кредитный договор не будет заключен. Вследствие того, что законодательство допускает многократный последующий залог уже обремененного ипотекой имущества, следует включать соответствующее запретительное условие в каждый ипотечный договор.

Ипотека обеспечивает уплату залогодержателю основной суммы долга по кредитному договору или иному обеспечиваемому ипотекой обязательству полностью либо в части, предусмотренной договором об ипотеке. Ипотека, установленная в обеспечение исполнения кредитного договора с условием выплаты процентов, обеспечивает также уплату кредитору причитающихся ему процентов за пользование кредитом и уплату залогодержателю сумм, причитающихся ему:

- в возмещение убытков и/или в качестве неустойки (штрафа, пени) вследствие неисполнения, просрочки исполнения или иного ненадлежащего исполнения обеспеченного ипотекой обязательства;

- в виде процентов за неправомерное пользование чужими денежными средствами, предусмотренных обеспеченным ипотекой обязательством либо Федеральным законом, ст. 393 ГК РФ (взыскать с физического лица проценты за пользование чужими средствами сложно, так как в судебном процессе необходимо доказать, что гражданин имел возможность для погашения долга, но не возвратил имеющиеся у него средства и использовал их иначе, а таких практических наработок еще нет);

- в возмещение судебных издержек и иных расходов, вызванных обращением взыскания на заложенное имущество;

- в возмещение расходов по реализации заложенного имущества.

Если договором не предусмотрено иное, ипотека обеспечивает требования залогодержателя в том объеме, в каком они имеются к моменту их удовлетворения за счет заложенного имущества. Отчуждение заложенного имущества



собственником возможно лишь с согласия банка. Банк может обратить взыскание на заложенное имущество для удовлетворения за счет этого имущества своих требований, вызванных неисполнением или ненадлежащим исполнением обеспеченного ипотекой обязательства, в частности неуплатой или несвоевременной уплатой суммы долга полностью или частично. Например, при нарушении сроков внесения периодических платежей более трех раз в течение 12 месяцев. Взыскание, как правило, производится по решению суда.

Правила Закона «Об ипотеке (залоге недвижимости)» применяются к залогоу незавершенного строительством недвижимого имущества, если оно возводится на земельном участке, отведенном для строительства в установленном законодательством порядке.

Выделение залога недвижимости в отдельную категорию, получившую название «ипотека», обусловлено особенностями недвижимой собственности. Преимущества недвижимости в качестве объекта залога относительно других объектов залогового обеспечения следующие:

- стоимость заложенной недвижимости может возрастать пропорционально уровню инфляции;

- реальная опасность потерять имущество (особенно жилье при жилищном ипотечном кредитовании) является хорошим стимулом для исполнения должником своих обязательств;

- возможность использования в качестве залога, если кредит носит долгосрочный характер и значителен по сумме, так как недвижимость долговечна и ее стоимость высока;

- увеличение стоимости недвижимости может с достаточной достоверностью прогнозироваться, что невозможно при использовании в качестве залога, например, товаров народного потребления.

Долгосрочный кредит может быть предоставлен под залог с передачей залогодержателю заложенного имущества: драгоценных металлов и изделий из них, под залог особо надежных ценных бумаг, цена на которые отличается особой стабильностью. Однако в мировой практике подавляющее большинство долгосрочных кредитов выдаются под залог недвижимого имущества. Ипотека может стать наиболее приоритетным способом обеспечения исполнения обязательств и в России.

### ***1.6.2. Особенности ипотечного кредитования***

*Ипотечный кредит* – это кредит, обеспеченный определенной недвижимой собственностью. Ипотечное кредитование – это предоставление кредита под залог недвижимого имущества. Создание действенной системы ипотечного кредитования возможно на базе развития первичного и вторичного рынков ипотечного капитала.

Первичный рынок ипотечного капитала состоит из кредиторов, которые предоставляют заемный капитал, и заемщиков-инвесторов, которые покупают недвижимость для инвестирования или использования в коммерческой деятельности.

Вторичный рынок охватывает процесс купли-продажи закладных, выпущенных на первичном рынке. Главная задача вторичного рынка ипотечного капитала – обеспечить первичных кредиторов возможностью продать первичную закладную, а на полученные средства предоставить другой кредит на местном рынке.

Преимущество ипотечного кредитования заключается в том, что если заемщик не вернет кредит, кредитор имеет право распорядиться недвижимостью по своему усмотрению. Вследствие того, что недвижимость долговечна и ее цена достаточно стабильна, у кредитора низки опасения невозврата ссуд и есть основания для долгосрочного отвлечения финансовых ресурсов.

Получение ипотечного кредита связано с необходимостью выполнять обязательства по кредитному договору. Поэтому до получения такого кредита потенциальному заемщику необходимо проанализировать:

- достаточно ли денежных средств для внесения первоначального взноса за квартиру и на покрытие расходов, связанных с совершением сделки по купле-продаже квартиры (нотариальное удостоверение договора, плата за регистрацию договора в Государственном реестре), заключение договоров страхования;

- останутся ли средства на поддержание необходимого уровня жизни после осуществления периодических выплат по кредитному договору;

- не ожидается ли падение доходов в течение периода кредитования, имеется ли перспектива быстро найти другую работу в случае прекращения имеющейся, с оплатой не ниже прежней;

- имеется ли непрерывный трудовой стаж в течение последних 2-х лет и каковы причины увольнения и перерывы в работе, и своевременно ли выполняются текущие обязательства, связанные с жильем: оплата коммунальных услуг, телефона, электроэнергии (проверяется банком);

- имеются ли активы в виде движимого или недвижимого имущества (автомобили, гараж, дача, другая квартира), которые могут быть использованы в качестве дополнительного обеспечения.

Основная проблема ипотечного кредитования – недостаток долгосрочных финансовых ресурсов. Одним из источников долгосрочных средств являются вклады частных вкладчиков. Но в настоящее время у населения подорвано доверие к банкам вообще и к коммерческим – особенно. Финансово-экономический кризис 1998 г. привел к существенному уменьшению реальных доходов населения, обесцениванию сбережений, оттоку частных вкладов в сбербанк. Еще одной проблемой является оценка платежеспособности потенциального заемщика, исходя из его реальных доходов. Из-за чрезмерности налогового бремени велика доля теневого сектора в экономике, поэтому официальные доходы потенциальных заемщиков не высоки, что затрудняет принятие коммерческими банками решений по кредитам. Продуманная государственная налоговая политика при ипотечном кредитовании населения позволит вывести реальные доходы из «тени». Но налоговое законодательство не может быстро изменяться.

Оценка предмета ипотеки проводится в соответствии с Законом «Об оце-

ночной деятельности в РФ» по соглашению залогодателя с залогодержателем. В данной главе кратко изложены основы оценки рыночной стоимости недвижимости.

## **2. ОЦЕНКА НЕДВИЖИМОСТИ**

### **2.1. Факторы, влияющие на стоимость недвижимости**

Можно выделить четыре фактора, влияющие на стоимость недвижимости.

*1. Спрос* – количество данного товара или услуг, находящее на рынке платежеспособных покупателей. Самый большой потенциальный спрос – на рынке жилья.

*2. Полезность* – способность имущества удовлетворять некоторые потребности человека. Полезность побуждает желание приобрести определенную вещь. Полезность жилья – комфортность проживания. Для инвестора, действующего на рынке недвижимости, наибольшей полезностью будет обладать земельный участок без ограничений на использование и застройку.

*3. Дефицитность* – ограниченность предложения. Как правило, при увеличении предложения определенного товара цены на данный товар начинают падать, при уменьшении предложения – расти.

*4. Возможность отчуждаемости объектов* – это возможность передачи имущественных прав, что позволяет недвижимости переходить из рук в руки (от продавца к покупателю), т. е. быть товаром. Раньше на землю в России была единая государственная собственность, поэтому земля не считалась товаром.

Таким образом, стоимость не является характеристикой, которая сама по себе присуща недвижимости: наличие стоимости зависит от желания людей, необходимо наличие покупательной способности, полезности и относительной дефицитности.

### **2.2. Основные виды стоимости недвижимости**

Различным целям оценки недвижимости соответствует несколько видов стоимости.

*Рыночная стоимость объекта оценки* – наиболее вероятная цена, по которой 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.

Для определения рыночной стоимости нельзя принять цены продаж аналогичных объектов без проведения дополнительного анализа, так как цена сделки не характеризует мотивы продавца и покупателя, отсутствие или наличие каких-либо внешних воздействий. Рыночная стоимость недвижимости может быть определена только при наличии следующих условий равновесной сделки:

- рынок является конкурентным и предоставляет достаточный выбор имущества для взаимодействия большого числа покупателей и продавцов;
- покупатель и продавец свободны, независимы друг от друга, хорошо информированы о предмете сделки и действуют только в целях максимального удовлетворения собственных интересов – увеличить доход или полнее удовлетворить потребности;
- срок экспозиции объекта оценки.

*Инвестиционная стоимость* является наивысшей ценой, которую может заплатить инвестор за объект недвижимости, учитывая ожидаемую доходность, (полезность, удобства) данного инвестиционного проекта. Инвестиционная и рыночная стоимости совпадают только в случае, когда ожидания конкретного инвестора являются типичными для данного рынка.

*Ликвидационная стоимость объекта оценки* – стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов. Обычно рассчитывается при вынужденной продаже объекта. Из-за ограничения сроков продажи, которых недостаточно для ознакомления с выставленным на рынок объектом всех потенциальных покупателей, ликвидационная стоимость может быть значительно ниже рыночной. Определяется, как правило, при ликвидации предприятия по решению собственника либо судебного органа. Представляет собой сумму денежных средств, которая фактически может быть получена в результате продажи активов предприятия независимо от их балансовой стоимости.

*Утилизационная стоимость объекта оценки* – стоимость объекта оценки, равная рыночной стоимости материалов, которые он в себя включает, с учетом затрат на утилизацию объекта оценки.

*Стоимость объекта оценки для целей налогообложения* – стоимость объекта оценки, определяемая для исчисления налоговой базы и рассчитываемая в соответствии с положениями нормативных правовых актов (в том числе инвентаризационная стоимость). Может базироваться на рыночной стоимости, на затратах на воспроизводство объекта либо рассчитывается по нормативной методике без привлечения специалистов-экспертов.

*Специальная стоимость объекта оценки* – стоимость, для определения которой в договоре об оценке или нормативном правовом акте оговариваются условия, не включенные в понятие рыночной или иной стоимости, указанной в стандартах оценки, обязательных к применению субъектами оценочной деятельности. Можно выделить следующие виды стоимости:

*стоимость действующего предприятия* – стоимость единого имущественного комплекса, определяемая в соответствии с результатами функционирования сформировавшегося производства. При этом оценка стоимости отдель-

ных объектов предприятия заключается в определении вклада, который вносят эти объекты в качестве составных компонентов действующего предприятия;

*страховая стоимость* – стоимость полного возмещения ущерба имуществу при наступлении страхового случая. Рассчитывается в соответствии с методиками, используемыми страховыми фирмами и государственными органами для расчета суммы, на которую могут быть застрахованы разрушаемые элементы объекта. Учитываются затраты на восстановление элементов объекта, подверженных риску уничтожения, разрушения.

### 2.3. Основные принципы оценки недвижимости

Основные принципы оценки недвижимости можно разделить на 4 категории.

*Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования (ННЭИ)* основан на определении стоимости недвижимости в случае использования объекта наилучшим, наиболее эффективным образом, даже если текущее использование объекта другое.

Наиболее вероятное и рентабельное на момент оценки использование объекта обеспечивает самую высокую текущую стоимость недвижимости.

Состояние здания (необходимость капитального ремонта учитывается покупателем при обсуждении суммы сделки; косметический ремонт существенно не влияет на стоимость недвижимости).

Таким образом, множеству различных операций с недвижимостью соответствует несколько видов стоимости. В зависимости от потребностей участников рынка недвижимости величина различных видов стоимости одного и того же объекта может существенно отличаться. Наиболее часто встречается оценка рыночной стоимости недвижимости.

На стоимость объектов недвижимости влияет значительное количество экономических факторов. Принципы оценки недвижимого имущества позволяют учесть наиболее значимые из них.

Для варианта ННЭИ оцениваемого объекта существует несколько ограничений:

- максимальная эффективность;
- финансовая обоснованность;
- физическая осуществимость;
- соответствие законодательству.

Максимальная эффективность определяется дисконтированием будущих доходов альтернативных вариантов использования с учетом риска инвестиций.

Под финансовой обоснованностью понимается обоснование целесообразности финансирования инвестиционного проекта, отражающей способность этого проекта обеспечить доход, достаточный для возмещения расходов инвесторов и получения ожидаемого дохода на вложенный капитал.

Обоснование технологической и физической осуществимости варианта ННЭИ основано на анализе соотношения качества, затрат и сроков реализации

проекта, вероятности стихийных бедствий, доступности транспорта, возможности подключения к коммунальным удобствам. Для установления соответствия варианта использования законодательству необходим анализ строительных и экологических нормативов: ограничение этажности, запрет на строительство в данном месте, зонирование, перспективы развития города и района, негативные настроения местного населения, пожаробезопасность и др.

Принцип ННЭИ важен при анализе земельного участка. В случае отличия текущего использования земли от наилучшего и наиболее эффективного, стоимость пустующего земельного участка может превышать стоимость имеющихся на нем улучшений, и может быть принято решение об их сносе с целью использования участка оптимальным образом. Например, участок с индивидуальным домом в районе коммерческой застройки желательно отдать под такую застройку.

Если текущее использование земельного участка отлично от наилучшего варианта использования, но стоимость имеющихся на нем зданий и сооружений превышает его стоимость, то текущее использование будет продолжаться до тех пор, пока стоимость земли при условии ее наилучшего использования не превысит стоимость имущества при текущем использовании.

Результаты анализа лучшего и наиболее эффективного использования учитываются при определении стоимости недвижимости, при выборе варианта строительства и реконструкции, при анализе инвестиционных проектов.

*Принцип вклада* основан на измерении стоимости каждого элемента, вносимой им в общую стоимость объекта. Учитывается влияние как присутствия вклада (элемента), так и его отсутствия на изменение стоимости объекта недвижимости.

При анализе инвестиционных проектов и оценке стоимости недвижимости необходимо учесть возможность произвести улучшения, которые повлекут увеличение стоимости объекта. При этом получаемый в результате дополнительных улучшений доход должен превышать объем инвестированных средств, направленных на создание этих *улучшений*.

*Принцип предельной продуктивности* заключается в том, что последовательное внесение улучшений будет сопровождаться ростом стоимости объекта, превышающим затраты на их создание, до достижения точки максимальной продуктивности, после чего затраты по созданию дополнительных улучшений не будут полностью компенсированы увеличением стоимости объекта.

Например, обновление интерьера кафе привлечет дополнительных посетителей, что повысит доход от объекта. Последующий еще более качественный дорогой ремонт этого помещения, находящегося в хорошем состоянии, может не повлиять на рост доходов. Следовательно, затраты на второй ремонт не будут компенсированы.

Таким образом, принцип предельной продуктивности основан на соотношении затрат на дополнительные улучшения с ростом стоимости объекта и увеличением доходов от него в результате проведенных мероприятий. Увеличение объема инвестиций в развитие производства будет сопровождаться увеличением прироста прибыли только до определенного момента, после чего

темп прироста прибыли начнет снижаться.

*Принцип сбалансированности* основан на том, что чем более гармоничны и сбалансированы элементы объекта, тем выше его стоимость на рынке. Например: жилой дом с хорошей планировкой, с продуманной системой коммуникаций имеет большую стоимость, чем объект, элементы которого менее сбалансированы; стоимость ресторана с просторным залом будет выше стоимости аналогичного ресторана, в котором для приема посетителей оборудовано узкое вытянутое помещение.

В соответствии с принципом сбалансированности следует также учитывать количество гостиниц, ресторанов, предприятий торговли в одном и том же районе.

Сбалансированность элементов объекта определяется на основе требований рынка. Несбалансированность сроков и объемов инвестирования со сроками строительства может привести к «замораживанию» средств или, при их нехватке, к «замораживанию» строительства. Недостаточность улучшений или перегруженность земли может привести к уменьшению ее стоимости.

*Принцип полезности* основан на том, что объект недвижимости наряду с большей полезностью для пользователя обладает и большей стоимостью на рынке. Так, цены продаж квартир в кирпичных домах выше, чем в панельных, так как в них выше звуко- и теплоизоляция, а стены «дышат».

Полезность недвижимости, предназначенной для получения дохода, выражается в виде потока доходов. Доходы могут быть получены в результате использования объекта под магазин, склад, автостоянку и т.п.

*Принцип замещения гласил*, что осведомленный покупатель в условиях открытого рынка не заплатит за объект недвижимости больше, чем за объект подобной полезности, доходности или чем затраты на возведение аналогичного объекта в приемлемые сроки. Если на рынке имеется несколько объектов недвижимости одинаковой для потребителя полезности, то самым большим спросом будут пользоваться объекты, имеющие самую низкую цену.

У покупателя есть варианты выбора, и поэтому на стоимость конкретного объекта повлияет наличие предложения аналогов или величина стоимости их создания в приемлемые сроки. На выбор инвестора повлияет стоимость предлагаемых на рынке объектов аналогичной доходности, которые являются альтернативной возможностью для инвестирования. Например, вместо трех дешевых автостоянок в малонаселенном районе предприниматель может приобрести одну дорогую автостоянку в центральной части города для получения аналогичной отдачи на инвестиции.

*Принцип ожидания* основан на том, что на стоимость недвижимости влияют ожидаемые будущие преимущества от владения объектом. Ожидания, связанные с недвижимостью, приносящей доход, выражаются в получении ожидаемой доходности инвестиций за счет потоков дохода от использования и будущей перепродажи объекта.

Ожидание будущих выгод выражается в денежной форме, при этом поправка к текущей стоимости объекта может носить как положительный, так и отрицательный характер. Экономический спад, недостаточная охрана порядка и

сложившееся негативное общественное мнение могут привести потенциальных покупателей к отказу от приобретения недвижимости в данном районе. Ожидаемое строительство станции метро повышает стоимость прилегающих жилых зданий без их физических изменений.

Итак, данный принцип основан на привлекательности будущих преимуществ от владения объектом недвижимости: чем больше положительных ожиданий, тем выше стоимость недвижимой собственности.

*Принцип внешнего воздействия* основан на учете изменения стоимости недвижимости, вызванного влиянием изменяющихся факторов внешней среды.

Основные внешние факторы, влияющие на стоимость недвижимости:

– экономические: уровень доходов населения и бизнеса, близость к центрам промышленной и деловой активности, доступность финансовых ресурсов, уровень ставок арендной платы, стоимость строительно-монтажных работ и строительных материалов, тарифы на коммунальные услуги;

– политические: состояние и тенденции изменения законодательства;

– социальные: изменение численности, плотности населения, образовательного уровня;

– административные: ставки налогов и зональные ограничения;

– экологические: подверженность района месторасположения недвижимости засухам и затоплениям, ухудшение или улучшение экологической обстановки.

*Принцип изменений* основан на учете изменений, соответствующих циклам жизни, которые присущи как конкретным объектам и рынкам недвижимости, так и городам, и обществу в целом. Различают четыре цикла жизни:

1) рост – период увеличения доходов населения и доходов от объекта недвижимости, быстрое развитие отрасли, города;

2) стабильность – период равновесия, который характеризуется отсутствием видимого изменения уровня доходов или убытков;

3) упадок – период социальной нестабильности и уменьшения спроса на недвижимость, спад производства;

4) обновление – период обновления и возрождения рыночного спроса, формирование района и т.п.

Цикл, в котором находится индивидуальный объект, район или общество в целом, должен быть учтен оценщиком в процессе оценки.

*Принцип конкуренции* основан на том, что рыночные цены устанавливаются на определенном уровне с учетом конкуренции.

*Принцип спроса и предложения* основан на определении стоимости объекта соотношением спроса и предложения на рынке недвижимости.

На спрос и предложение воздействуют такие факторы, как уровень доходов, изменение численности и вкусов населения, величина налогов, доступность финансовых ресурсов, величина кредитной ставки и др.

*Принцип соответствия* основан на том, что объект недвижимости достигает максимальной стоимости в окружении совместимых гармонирующих объектов при совместимом характере землепользования. Использование земельного участка должно отвечать существующим стандартам района, в котором



находится недвижимость. Новое строительство должно быть выдержано в преобладающем стиле.

Однородность объектов в районе поддерживает их стоимость на определенном уровне. Например, наличие по соседству с дорогими жилыми зданиями старых индивидуальных домов приведет к уменьшению цены элитной недвижимости.

В целом, применение принципов оценки недвижимости позволяет учесть наиболее значимые факторы, влияющие на ее стоимость, и помогает максимально приблизить получаемые результаты к реальной экономической действительности.

## 2.4. Виды оценки недвижимости

Оценка недвижимости бывает массовая и индивидуальная.

*Массовая оценка недвижимости* – это оценка большого числа объектов недвижимости на конкретную дату с использованием стандартных методик и статистического анализа. При этом унифицируется процедура оценки большого числа объектов.

При массовой оценке на заключительном этапе проверяется используемая для расчетов модель и контролируется качество получаемых результатов.

При этом результаты, полученные с помощью модели массовой оценки, сравниваются с реальными ценами продаж и оцениваются отклонения уровня оценки по каждой группе аналогичных объектов.

*Индивидуальная оценка недвижимости* – это оценка конкретного объекта на определенную дату. Она необходима для защиты результатов оценки в судах, для определения стоимости объектов специального назначения и т.п.

Индивидуальная оценка проводится в несколько этапов, объединенных в понятие «процесс оценки», на заключительном этапе которого осуществляется согласование результатов, полученных с использованием различных подходов к оценке недвижимости.

Массовая оценка – приближенная, а индивидуальная – точная, полученная в результате тщательного анализа реальных данных об аналогах объекта оценки. Далее в учебном пособии будут рассматриваться механизмы индивидуальной оценки недвижимости.

Процесс оценки недвижимости состоит из этапов, выполняемых последовательно специалистом-оценщиком для определения ее стоимости.

На этапе «*Определение проблемы*» осуществляется постановка задачи, которую необходимо решить:

- объект оценки описывают на основе соответствующих юридических документов, подтверждающих права на недвижимость;
- проводится установление имущественных прав, связанных с объектом;
- устанавливается дата проведения оценки – календарная дата, по состоянию на которую определяется стоимость объекта оценки;
- указываются цели оценки объекта;

– устанавливается вид стоимости, который необходимо определить в соответствии с поставленной целью;

– формулируются ограничивающие условия – заявления в отчете, описывающие препятствия или обстоятельства, которые влияют на оценку стоимости имущества.

На этапе *«Предварительный осмотр и план оценки»* определяется, какие данные необходимы и достаточны для анализа объекта, устанавливаются источники их получения; выбирается персонал, специализирующийся на оценке заданного класса объектов; составляется план выполнения работ по оценке и заключается в письменной форме договор между оценщиком и заказчиком.

Договор не требует нотариального удостоверения и должен содержать основания заключения договора, вид объекта оценки, вид определяемой стоимости (стоимостей) объекта оценки, денежное вознаграждение за проведение оценки объекта оценки, сведения о страховании гражданской ответственности оценщика, точное указание на объект (объекты) оценки, сведения о наличии у оценщика лицензии на осуществление оценочной деятельности и срока, на который данная лицензия выдана.

Оценка объекта может проводиться оценщиком только при соблюдении требования к независимости оценщика, предусмотренного законодательством Российской Федерации об оценочной деятельности. Если это требование не соблюдается, оценщик обязан сообщить об этом заказчику и отказаться от заключения договора об оценке. При заключении договора оценщик обязан предоставлять заказчику информацию о требованиях законодательства Российской Федерации об оценочной деятельности: о порядке лицензирования оценочной деятельности, обязанностях оценщика, стандартах оценки, требованиях к договору об оценке. Факт предоставления такой информации должен быть зафиксирован в договоре об оценке.

На этапе *«Сбор и проверка данных»* оценщик осуществляет сбор и обработку следующей информации и документации:

– правоустанавливающих документов, сведений об обременении объекта оценки правами иных лиц;

– данных бухгалтерского учета и отчетности, относящихся к объекту оценки;

– информации о технических и эксплуатационных характеристиках объекта оценки;

– информации, необходимой для установления количественных и качественных характеристик объекта оценки с целью определения его стоимости, а также другой информации, связанной с объектом оценки.

Оценщик определяет и анализирует рынок, к которому относится объект оценки, его историю, текущую конъюнктуру и тенденции, а также аналоги объекта оценки и обосновывает их выбор.

Данные, которые собирает и анализирует оценщик, можно разделить на общие и специальные. Общие данные включают информацию об экономических, социальных, государственно-правовых, экологических факторах, значительно влияющих на стоимость объекта оценки. К специальным данным отно-

сится информация об оцениваемой недвижимости и ее аналогах: сведения о правах на объект, определение соответствия способа использования существующему законодательству, характеристику самого строения и земельного участка, на котором он расположен.

На следующем этапе процесса оценки проводится анализ наилучшего и наиболее эффективного использования как уже застроенного, так и предположительного вакантного земельного участка. С учетом проведенного анализа определяется его стоимость.

Этап *«Применение подходов к оценке»* включает определение стоимости объекта традиционными подходами к оценке. Оценщик при проведении оценки обязан использовать затратный, сравнительный и доходный подходы к оценке, самостоятельно определяя конкретные оценочные методы в рамках каждого из подходов к оценке.

Под методом оценки понимают способ расчета стоимости оцениваемого объекта в рамках одного из подходов к оценке.

Затем проводится согласование полученных результатов. *«Согласование результата оценки»* – это получение итоговой оценки имущества на основании результатов применения различных подходов к оценке. Как правило, один из подходов считается базовым, два других необходимы для корректировки получаемых результатов. При этом учитывается значимость и применимость каждого подхода в конкретной ситуации. Из-за неразвитости рынка, специфичности объекта или недостаточности доступной информации некоторые из подходов в конкретной ситуации невозможно применить.

Затем с учетом всех значимых параметров на базе экспертного мнения оценщика устанавливается итоговая величина стоимости объекта. Эта величина должна быть выражена в рублях в виде единой величины, если в договоре об оценке не предусмотрено иное. Итоговая величина стоимости объекта оценки, указанная в отчете об оценке, составленном в порядке и на основании требований, установленных Федеральным законом «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», стандартами оценки и нормативными актами по оценочной деятельности уполномоченного органа по контролю за осуществлением оценочной деятельности в Российской Федерации, может быть признана рекомендуемой для целей совершения сделки с объектом оценки, если с даты составления отчета об оценке до даты совершения сделки с объектом оценки или даты представления публичной оферты прошло не более 6 месяцев.

На *заключительном* этапе выполняется составление отчета об оценке – документа, содержащего обоснование мнения оценщика о стоимости имущества. При составлении отчета об оценке оценщик обязан использовать информацию, обеспечивающую достоверность отчета об оценке как документа, содержащего сведения доказательственного значения.

Итак, проведение оценки включает в себя несколько этапов:

- установление количественных и качественных характеристик объекта оценки;
- анализ рынка, к которому относится объект оценки;
- выбор метода или методов оценки в рамках каждого из подходов к

оценке и осуществление необходимых расчетов;

- обобщение результатов, полученных в рамках каждого из подходов к оценке, и определение итоговой величины стоимости объекта оценки;
- составление и передача заказчику отчета об оценке.

При решении вопроса о целесообразности финансирования инвестиций в недвижимость наиболее значимыми считаются результаты, полученные на основе применения доходного подхода.

## **2.5. Подходы к оценке недвижимости**

### **2.5.1. Сравнительный подход**

*Сравнительный подход* к оценке – это совокупность методов оценки стоимости, основанных на сравнении объекта оценки с его аналогами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними.

#### **Условия применения сравнительного подхода:**

1. Объект не должен быть уникальным.
2. Информация должна быть исчерпывающей, включающей условия совершения сделок.
3. Факторы, влияющие на стоимость сравниваемых аналогов оцениваемой недвижимости, должны быть сопоставимы.

#### **Основные требования к аналогу:**

- аналог похож на объект оценки по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам;
- сходные условия сделки.

Сравнительный подход базируется на принципах:

- замещения;
- сбалансированности;
- спроса и предложения.

#### **Этапы сравнительного подхода:**

- изучение рынка;
- сбор и проверка достоверности информации о предлагаемых на продажу или недавно проданных аналогах объекта оценки;
- сравнение данных об отобранных аналогах и объекте оценки;
- корректировка цен продаж выбранных аналогов в соответствии с отличиями от объекта оценки;
- установление стоимости объекта оценки.

Для определения итоговой стоимости оцениваемой недвижимости необходима корректировка сопоставимых продаж. Расчет и внесение корректировок производится на основе логического анализа предыдущих расчетов с учетом значимости каждого показателя. Наиболее важным является точное определение поправочных коэффициентов.

#### **Преимущества сравнительного подхода:**

1. В итоговой стоимости отражается мнение типичных продавцов и покупателей.

2. В ценах продаж отражается изменение финансовых условий и инфляция.

3. Статически обоснован.

4. Вносятся корректировки на отличия сравниваемых объектов.

5. Достаточно прост в применении и дает надежные результаты.

#### **Недостатки сравнительного подхода:**

1. Различия продаж.

2. Сложность сбора информации о практических ценах продаж.

3. Проблематичность сбора информации о специфических условиях сделки.

4. Зависимость от активности рынка.

5. Зависимость от стабильности рынка.

6. Сложность согласования данных о существенно различающихся продажах.

### **2.5.2. Затратный подход**

*Затратный подход* – это совокупность методов оценки, основанных на определении затрат, необходимых для восстановления либо замещения объекта оценки с учетом накопленного износа. Базируется на предположении, что покупатель не заплатит за готовый объект больше, чем за создание объекта аналогичной полезности.

При применении этого подхода учитываются затраты инвестора, а не подрядчика.

В основе этого подхода лежит принцип замещения.

Информация, необходимая для применения затратного подхода:

- уровень заработной платы;
- величина накладных расходов;
- затраты на оборудование;
- нормы прибыли строителей в данном регионе;
- рыночные цены на строительные материалы.

Этапы затратного подхода:

- расчет стоимости земельного участка с учетом наиболее эффективного использования ( $C_3$ );

- расчет затрат на новое строительство оцениваемых строений ( $C_{nc}$ );

- расчет накопленного износа ( $I_n$ ):

- *физический износ* - износ, связанный со снижением работоспособности объекта в результате естественного физического старения и влияния внешних неблагоприятных факторов;

- *функциональный износ* - износ из-за несоответствия современным требованиям, предъявляемым к подобным объектам;

- *внешний износ* - износ в результате изменения внешних экономических факторов;

- расчет стоимости улучшений с учетом накопленного износа:  $C_y = C_{nc} - C_{и}$ ;

- определение итоговой стоимости недвижимости:  $C_{зп} = C_3 + C_y$ .

### **Преимущества затратного подхода:**

1. При оценке новых объектов затратный подход является наиболее надежным.

2. Данный подход является целесообразным и/или единственно возможным в следующих случаях:

- анализ наилучшего и наиболее эффективного земельного участка;
- технико-экономический анализ нового строительства и улучшений;
- оценка общественно-государственных и специальных объектов;
- оценка объектов на малоактивных рынках;
- оценка для целей страхования и налогообложения.

### **Недостатки затратного подхода:**

1. Затраты не всегда эквивалентны рыночной стоимости.

2. Попытки достижения более точного результата оценки сопровождаются быстрым ростом затрат труда.

3. Несоответствие затрат на приобретение оцениваемого объекта недвижимости затратам на новое строительство точно такого же объекта, так как в процессе оценки из стоимости строительства вычитается накопленный износ.

4. Проблематичность расчета стоимости воспроизводства старых строений.

5. Сложность определения величины накопленного износа старых строений и сооружений.

6. Отдельная оценка земельного участка от строений.

7. Проблематичность оценки земельных участков в России.

### **2.5.3. Доходный подход**

*Доходный подход* основан на том, что стоимость недвижимости, в которую вложен капитал, должна соответствовать текущей оценке качества и количества дохода, который эта недвижимость способна принести.

*Доходный подход* – это совокупность методов оценки стоимости недвижимости, основанных на определении текущей стоимости ожидаемых от нее доходов.

Основной предпосылкой расчета стоимости таким подходом является сдача в аренду объекта недвижимости. Для преобразования будущих доходов от недвижимости в текущую стоимость осуществляется капитализация дохода.

Капитализация дохода – это процесс, определяющий взаимосвязь будущего дохода и текущей стоимости объекта.

Базовая формула доходного подхода (IRV - формула):

$$V=I/R,$$

где V – стоимость недвижимости,

I – ожидаемый доход от оцениваемой недвижимости. Под доходом обычно подразумевается чистый операционный доход, который способна приносить недвижимость за период,

R – норма дохода или прибыли – это коэффициент или ставка капитализации.

Коэффициент капитализации – норма дохода, отражающая взаимосвязь между доходом и стоимостью объекта оценки.

Различают два вида капитализации:

- прямая капитализация;
- капитализация дохода по норме отдачи на капитал.

При прямой капитализации рассматривают две величины: годовой доход и ставка капитализации.

*Ставка капитализации* – это отношение рыночной стоимости имущества к приносимому им чистому доходу.

Ожидаемый доход определяется в результате анализа доходов в течении периода владения недвижимостью.

*Ставка дисконтирования* – норма сложного процента, которая применяется при пересчете в определенный момент времени стоимости денежных потоков, возникающих в результате использования имущества.

**Этапы доходного подхода:**

1. Расчет суммы всех возможных поступлений от объекта оценки.
2. Расчет действительного валового дохода.
3. Расчет расходов, связанных с объектом оценки:
  - условно-постоянные;
  - условно-переменные (эксплуатационные);
  - резервы.
4. Определение величины чистого операционного дохода.
5. Преобразование ожидаемых доходов в текущую стоимость.

## 2.6. Оценка земли

Считается, что стоимость имеет земля, а остальное – это улучшения, они добавляют вклад в стоимость. Типичный объект недвижимости состоит из земельного участка и построек. Следует различать термины «земля» и «земельный участок».

Под *земельным участком* понимается часть земной территории, которая оборудована и готова к использованию в различных целях.

Улучшения, проводимые для создания участка:

- внешние: устройство улиц, тротуаров, дренажных и инженерных сетей;
- внутренние: планировка, озеленение, асфальтирование, устройство выпусков для подключения инженерных сетей, коммуникаций связи и т.д.

При оценке земельного участка необходимо учесть связанный с ним набор прав. Распространенные права, требующие оценки:

- 1) полное право собственности – возможность использования свободного от арендаторов участка любым законным способом;
- 2) право аренды – возможность владения земельным участком по дого-

вору аренды.

Стоимость прав аренды – это сумма, которую готов заплатить потенциальный покупатель за право владения данным участком по договору аренды с целью получения выгоды от этого владения. Оценка прав аренды применяется при определении цены продажи права аренды земельного участка, при определении стоимости объекта, частью которого является арендуемый земельный участок, и при оценке ущерба от расторжения договора аренды.

### ***2.6.1. Анализ наилучшего и наиболее эффективного использования земли***

При оценке земельного участка следует определить вариант его наилучшего и наиболее эффективного использования (ННЭИ), который определяется взаимодействием ряда факторов.

Анализ ННЭИ включает изучение альтернативных вариантов использования (освоения, застройки) земельного участка и выбор оптимального. При этом учитываются перспективность местоположения, состояние рыночного спроса, стоимость застройки, стабильность предполагаемых доходов и т. п.

Большое значение при оценке стоимости объекта, состоящего из земельного участка и построек, придается анализу ННЭИ, во-первых, предположительного вакантного земельного участка и, во-вторых, земельного участка с имеющимися улучшениями.

Анализ предположительного вакантного земельного участка является необходимым этапом при определении его стоимости, и он основан на установлении наиболее доходного варианта использования земли.

Анализ земельного участка с имеющимися улучшениями предполагает принятие решения о сносе, модернизации или сохранении имеющихся на земельном участке улучшений в целях обеспечения максимальной доходности объекта.

Вероятное и наиболее доходное использование участка обеспечивает его самую высокую стоимость. Варианты использования должны быть законными, физически допустимыми и экономически эффективными.

Оптимальное использование земли определяется следующими факторами:

1) местоположение – фактор, оказывающий основное влияние на стоимость земельного участка (учитываются перспективность местоположения, транспортная доступность, характер окружения);

2) рыночный спрос – фактор, отражающий соотношение спроса и предложения на рынке. Он изучается для обоснования выбираемого варианта использования земельного участка (состояние и перспективы рыночного спроса на предлагаемое использование, конкуренция других участков, виды налогов и другие условия). Следует выделить сегмент рынка, на котором и надо развивать деятельность;

3) финансовая обоснованность – способность проекта обеспечить доход от использования земельного участка, который был бы достаточным для воз-



мещения расходов инвесторов и обеспечения получения ожидаемой прибыли;

4) физическая пригодность участка – перспектива создания улучшений – размер, топография, качество грунта, климат, инженерно-геологические и гидрогеологические характеристики участка, существующее зонирование, экологические параметры и т.д.;

5) технологическая обоснованность и физическая осуществимость – анализ соотношения качества, затрат и сроков реализации проекта, вероятность стихийных бедствий, доступность транспорта, возможность подключения к коммунальным удобствам, учет размеров и формы участка, например, размер может быть мал для строительства промышленного объекта;

6) законодательная (юридическая) допустимость – соответствие варианта использования земельного участка действующему законодательству. Выявляется в результате анализа строительных, экологических нормативов, ограничений этажности, наличия временных запретов на строительство в данном месте, сложности в районе исторической городской застройки, возможное изменение нормативных актов, соблюдение правил зонирования, негативные настроения местного населения;

7) максимальная доходность (максимум дохода собственности и стоимости участка), которая определяется дисконтированием будущих доходов альтернативных вариантов использования, с учетом риска инвестиций.

### ***2.6.2. Оценка эффективности использования городских земель***

Особую категорию представляют собой городские земли. На их ценность влияют величина города и его производственно-хозяйственный потенциал, уровень развития инженерной и социальной инфраструктуры, региональные природные, экологические и другие факторы. К тому же существуют особенности законодательства для этой категории земель.

На ценность того или иного участка одни и те же факторы могут оказывать противоположное влияние:

– интенсивное движение транспорта нежелательно для жилого района, но увеличивает стоимость участка для целей торговли;

– размещение относительно учебных заведений и торговых центров, эстетические достоинства и удобства, учитывающиеся при оценке земель под жилищное строительство, практически не влияют на ценность территорий, ориентированных на промышленное развитие; для них важны транспортная инфраструктура и экономическое зонирование.

Основные применяемые единицы сравнения земельных участков:

– цена за 1 га – для больших массивов сельскохозяйственного, промышленного назначения или жилищного строительства;

– цена за 1 м<sup>2</sup> – в деловых центрах городов, для офисов, магазинов;

– цена за 1 фронтальный метр – для коммерческого использования земель в городах. В этом случае стоимость участка пропорциональна длине его границы по улице или шоссе при стандартной глубине участка, на которую приходится небольшая часть стоимости;

– цена за лот – применяется для сравнения стандартных по форме и раз-

меру участков в районах жилой, дачной застройки;

– цена за единицу плотности – соотношение площади застройки к площади земельного участка и др.

Большинство земельных ресурсов в настоящее время находится в государственной и муниципальной собственности. Практика показывает, что в рыночных условиях городские земли являются ценнейшим ресурсом и могут служить стабильным источником доходов местного бюджета. Городские власти определяют величину земельного налога, арендную ставку за землю и нормативную цену земельного участка при выкупе, поэтому вопрос повышения эффективности использования земель является актуальным для них. Чтобы земельная собственность использовалась более эффективно, т. е. приносила максимальный доход от использования и способствовала улучшению общего инвестиционного климата, необходимы дальнейшее развитие рыночных отношений на земельном рынке, ориентация на сложившуюся рыночную ситуацию и требования рынка.

Чтобы земельная собственность использовалась более эффективно, т. е. приносила максимальный доход от использования и способствовала улучшению общего инвестиционного климата, в первую очередь необходима реализация процессов налогообложения, аренды и выкупа городских земель на основе ее рыночной стоимости. При этом достигается справедливое распределение налогового бремени, стимулирование эффективного использования и активизация инвестиций в реконструкцию и развитие в процессе реструктуризации территории.

В ходе проведения политики взимания платы за земельные ресурсы на основе их рыночной стоимости достигаются следующие результаты:

- создание и развитие адекватной системы рыночных отношений в системе оплаты за земельные ресурсы;
- справедливое распределение налогового бремени;
- стимулирование перераспределения земли между конкурирующими типами землепользования;
- стимулирование эффективного использования и активизации инвестиций в реконструкцию и развитие в процессе реструктуризации территории.

Выкуп земельного участка предприятием позволяет получить возможность использования земли в качестве залога для банковского займа, расширить инвестиционные возможности, продать излишки земли, получать доходы от сдачи земли в аренду, увеличить стоимость основных фондов, повысить курсовую стоимость акций.

Существуют два взгляда на ценность городских земель:

- проектировщика-градостроителя в процессе функционального зонирования территории как раздела генерального плана города;
- оценщика в процессе разработки кадастровой оценки земель.

Основой формирования кадастровой оценки земель и функционального зонирования территории должна выступать комплексная градостроительная оценка рыночной стоимости.

## 2.7. Методы оценки земли

*Нормативный метод* заключается в определении нормативной цены земли. Используется при передаче, выкупе земли в собственность, установлении общей совместной (долевой) собственности сверх бесплатной нормы, передаче по наследству или дарении, получении кредита под залог, изъятии для государственных или общественных нужд.

Земли городов оцениваются с учетом плотности застройки, престижности района, характера окружающего землепользования, экологического состояния, инженерно-транспортного обустройства и др. Земли разделяют на зоны, дифференцированные по базовым ставкам земельного налога и нормативной цене земли (Закон РФ «О плате за землю»). Нормативная цена земли фиксируется в Земельном кадастре.

Основа определения нормативной цены земли: ставки земельного налога и повышающие коэффициенты, льготы по земельному налогу не учитываются.

Часто необходимо оценить объект, состоящий из здания и земельного участка, когда на последний имеются только права аренды. В этом случае в качестве стоимости земли можно учесть затраты на отвод земельного участка под строительство.

В рыночных условиях при наличии необходимой информации целесообразно применять методы, основанные на анализе рыночных данных. Распоряжением Минимущества России от 07.03.2002 № 568-р утверждены Методические рекомендации по определению рыночной стоимости земельных участков. Как правило, при оценке рыночной стоимости земельных участков используются метод сравнения продаж, метод выделения, метод капитализации земельной ренты, метод распределения, метод остатка, метод разбивки на участки.

*Метод сравнения продаж* является наиболее простым и эффективным методом оценки, может использоваться для оценки и фактически свободной, и предположительно вакантной земли; позволяет определить конкретную цену земельного участка путем внесения процентных поправок к ценам продаж аналогов. При отсутствии информации о ценах сделок с земельными участками допускается использование цен предложения (спроса).

Общепринятые элементы сравнения для земельных участков: права собственности, условия финансирования, особые условия продажи, рыночные условия (изменяются во времени), месторасположение (расстояние от города и дорог, характеристика окружения), условия зонирования, физические характеристики (размер, форма и глубина участка, угловое расположение, тип почв, рельеф), доступные коммунальные услуги, экономические характеристики, наилучшее и наиболее эффективное использование. При оценке земли можно использовать несколько единиц сравнения, корректируя цену каждой из них и получая в конце несколько значений стоимости, определяющих диапазон стоимости. Особую категорию представляют собой городские земли, на их ценность влияют величина города и его производственно-хозяйственный потенциал, уровень развития инженерной и социальной инфраструктуры, региональные

природные, экологические и другие факторы.

Метод дает достаточно точные результаты только на развитом информационно-открытом конкурентном рынке. Российский земельный рынок не отвечает этим требованиям, стоимость земельного участка невозможно определить исходя из информации о сделках продаж участков-аналогов. Поэтому для оценки должна собираться вся доступная информация для применения всех методов оценки участков.

*Метод капитализации земельной ренты* основан на том, что при наличии достаточной информации о ставках аренды земельных участков можно проводить определение стоимости этих участков как текущей стоимости будущих доходов в виде арендной платы за оцениваемый земельный участок. В рамках данного метода величина земельной ренты может рассчитываться как доход от сдачи в аренду земельного участка на условиях, сложившихся на рынке земли. Как регулярный поток дохода, земельная арендная плата может капитализироваться в стоимость делением на коэффициент капитализации для земли, определяемый из анализа рынка. Исходные данные для капитализации получают из сравнения продаж арендованной земли и величин арендной платы.

На основе полученной арендной ставки рыночная стоимость участка определяется по доходному подходу обычно с применением метода прямой капитализации. Формула расчета стоимости земельного участка имеет вид

$$V_L = \frac{I_L}{R_L},$$

где  $V_L$  – стоимость земельного участка,

$I_L$  – доход от владения землей,

$R_L$  – ставка капитализации для земли.

Ставка капитализации определяется делением величины земельной ренты по аналогичным земельным участкам на цену их продажи или увеличением безрисковой ставки отдачи на капитал на величину премии за риск, связанный с инвестированием капитала в оцениваемый земельный участок.

Основные факторы, влияющие на величину арендной ставки земельного участка: характеристики местоположения, размер, форма, окружающий тип землепользования, транспортная доступность, инженерное оборудование.

Однако в России в аренду, главным образом, сдаются земли государственного и муниципального фонда, и величина арендной платы рассчитывается в соответствии с нормативной ценой земли, не эквивалентной ее рыночной стоимости. В настоящее время предпринимаются попытки аренды земель по ее рыночной стоимости, но еще рано говорить об объективности результатов практического применения метода капитализации земельной ренты.

*Метод распределения* (метод соотношения, соотнесения, *allocation*) – определение составляющей стоимости земельного участка на основании известного соотношения стоимости земли и улучшений в имущественном комплексе. Метод основан на принципе вклада и утверждении того, что для каждого типа недвижимости существует нормальное соотношение между стоимостью земли

и построек. Наиболее достоверно это соотношение для новых построек, они близки к варианту лучшего и наиболее эффективного использования. Чем больше возраст зданий, тем больше величина отношения стоимости земли к общей стоимости собственности.

Для применения метода требуются достоверные статистические данные о соотношении стоимостей земли и всей собственности конкретного типа недвижимости на заданном рынке. Однако метод редко применяется даже на развитых рынках, так как обладает низкой достоверностью. Применение метода оправдано в условиях недостаточности информации о продажах земельных участков. Получаемые значения считаются ориентировочными.

*Метод выделения (извлечения)* применяется для оценки застроенных земельных участков, если есть информация о ценах сделок аналогичными объектами недвижимости. Улучшения земельного участка соответствуют его наиболее эффективному использованию. Метод предполагает следующую последовательность действий:

- определение элементов сравнения объектов;
- определение отличий каждого аналога от объекта оценки;
- расчет и внесение корректировок по каждому из элементов сравнения;
- расчет рыночной стоимости единого объекта недвижимости, включающего в себя оцениваемый земельный участок, путем обоснованного обобщения скорректированных цен аналогов;
- расчет стоимости замещения или стоимости воспроизводства улучшений оцениваемого земельного участка;
- расчет рыночной стоимости оцениваемого земельного участка путем вычитания из рыночной стоимости единого объекта недвижимости, включающего в себя оцениваемый земельный участок, стоимости замещения или стоимости воспроизводства улучшений земельного участка.

Метод выделения применяется, когда вклад улучшений в общую цену участка невелик, рекомендуется для оценки загородных участков (для которых вклад улучшений мал и достаточно легко определяется), применяется при отсутствии данных о продажах земельного участка в окрестности.

Метод является наиболее эффективным в условиях пассивного рынка (отсутствуют данные о продаже свободных земельных участков) с учетом особенностей исходной информации и модели получения искомой стоимости. Стоимость земельного участка в общем виде определяется по формуле

$$C_3 = C - C_y,$$

где  $C_3$  – стоимость земельного участка,

$C$  – стоимость объекта,

$C_y$  – стоимость улучшений.

*Метод остатка* основан на технике инвестиционной группы для физических составляющих. Метод применяется для оценки застроенных и незастроенных участков, если есть возможность застройки оцениваемого земельного участка улучшениями, приносящими доход. Стоимость земли определяют в результате капитализации части дохода, относящегося к земле.

Для определения стоимости земельного участка необходимо знать стоимость здания, чистый операционный доход всей собственности, коэффициенты капитализации для земли и для зданий.

Основные этапы метода остатка для земли:

1) определяется чистый операционный доход всей собственности на основе рыночной ренты и предполагаемых операционных расходов;

2) определяется чистый операционный доход, относящийся к строению (зданию);

3) чистый операционный доход, относимый к земельному участку, капитализируется в показатель стоимости через норму капитализации для земли.

Сложно прогнозировать доход в условиях недостаточной стабильности экономики.

*Метод разбивки на участки* (подход с точки зрения развития) используется при оценке земли, пригодной для деления на индивидуальные участки. Состоит из следующих этапов:

– определение размеров и количества индивидуальных участков;

– расчет стоимости освоенных участков с помощью метода сравнения сопоставимых продаж;

– расчет затрат и графика освоения, предполагаемого периода продажи и разумной предпринимательской прибыли;

– вычет всех затрат на освоение и предпринимательской прибыли из предполагаемой суммарной цены продажи участков для определения чистой выручки от продажи недвижимости после завершения освоения и продажи индивидуальных участков;

– выбор ставки дисконта, отражающей риск, связанный с периодом предполагаемого освоения и продажи.

Затраты на освоение земельного массива обычно включают:

– расходы на разбивку, расчистку и планировку участков;

– расходы по устройству дорог, тротуаров, инженерных сетей, дренажа;

– налоги, страховку, гонорары ИТР;

– расходы на маркетинг;

– прибыль и накладные расходы подрядчика и т.д.

В целом, моделирование рыночной стоимости земельных участков проводится в рамках предположения о достижении динамического равновесия в конкуренции различных «рациональных» землепользователей за право занять определенный участок. При балансе платежеспособного спроса и предложения на имитируемом земельном рынке при ограниченности предложения решается вопрос о наиболее эффективном использовании участка как свободного и с учетом существующей застройки. Моделирование потенциального рентного дохода для различных типов землепользования базируется на закономерностях формирования рентных эффектов местоположения и сложившихся цен (продажи и аренды). Учитывая существенную разницу в стоимостных показателях для участков, расположенных по фронту улично-дорожной сети города и расположенных на внутриквартальных территориях, эти участки подлежат обязательному разделению при оценке. Реализация принципа наиболее эффектив-

ного использования происходит в условиях конкуренции за пользование недвижимостью между различными функциональными сегментами рынка с учетом реальных ограничений на объемы спроса и возможной многофункциональности территории, в результате чего на каждом участке образуется набор землепользователей.

## 2.8. Отчет об оценке недвижимости

*Отчет об оценке* – это письменный документ, отвечающий всем требованиям профессиональной этики, понятным и доступным образом отражающий ход процесса оценки и содержащий в себе использованные оценщиком исходные данные, их анализ, выводы и итоговую величину стоимости. Приложение к отчету об оценке содержит все фотографии, зарисовки и карты, не включенные в основные разделы отчета. Иногда в приложение включают словарь терминов.

В отчете, помимо ограничивающих условий, могут быть указаны *допущения* – утверждения, сделанные оценщиком в процессе оценки на основе его профессионального мнения, но не подкрепленные фактическими данными.

Рассмотрим основные требования к содержанию отчета об оценке и учебный пример об оценке объекта недвижимости.

Отчет об оценке объекта оценки должен быть составлен в письменной форме и передан заказчику своевременно. Отчет не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение. Если определяется не рыночная, а иные виды стоимости, должны быть указаны критерии установления результата оценки и причины отступления от возможности определения рыночной стоимости объекта оценки.

Согласно ст. 11 Закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», в отчете об оценке указываются:

- дата составления и порядковый номер отчета;
- основание для проведения оценщиком оценки объекта оценки;
- юридический адрес оценщика и сведения о выданной ему лицензии на осуществление оценочной деятельности по данному виду имущества;
- точное описание объекта оценки, а в отношении объекта оценки, принадлежащего юридическому лицу, – реквизиты юридического лица и балансовая стоимость данного объекта оценки;
- стандарты оценки для определения соответствующего вида стоимости объекта оценки, обоснование их использования при проведении оценки данного объекта оценки, перечень использованных при проведении оценки объекта оценки данных с указанием источников их получения, а также принятые при проведении оценки объекта оценки допущения;
- последовательность определения стоимости объекта оценки и ее итоговая величина, а также ограничения и пределы применения полученного результата;
- дата определения стоимости объекта оценки;
- перечень документов, используемых оценщиком и устанавливающих

количественные и качественные характеристики объекта оценки.

Отчет может также содержать иные сведения, которые, по мнению оценщика, очень важны для полноты отражения примененного им метода расчета стоимости конкретного объекта оценки.

Отчет собственноручно подписывается оценщиком и заверяется печатью.

В случае наличия спора о достоверности величины рыночной или иной стоимости объекта оценки, установленной в отчете, указанный спор подлежит рассмотрению судом.

#### ***Структура отчета об оценке***

Сопроводительное письмо.

1. Общие сведения.

1.1. Основные факты и выводы.

1.2. Цель оценки.

1.3. Оцениваемые права.

1.4. Сертификат качества оценки.

1.5. Квалификация оценщиков.

1.6. Сделанные допущения и ограничивающие условия.

2. Используемая терминология и процесс оценки.

3. Анализ объекта оценки и его окружения.

3.1. Описание земельного участка.

3.2. Описание улучшений.

3.3. Общая характеристика региона.

3.4. Анализ рынка недвижимости города.

4. Анализ наилучшего и наиболее эффективного использования объекта оценки (ННЭИ).

4.1. Анализ ННЭИ земельного участка как свободного.

4.2. Анализ ННЭИ земельного участка с имеющимися улучшениями.

5. Определение стоимости объекта оценки.

5.1. Определение стоимости земли.

5.2. Определение стоимости улучшений:

– затратным подходом,

– сравнительным подходом,

– доходным подходом.

6. Согласование результатов в итоговую оценку стоимости.

### **3. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ ИНВЕСТИРУЕМОГО КАПИТАЛА НА ОСНОВЕ КАПИТАЛИЗАЦИИ ДОХОДА**

Для анализа обоснованности финансирования инвестиций в недвижимость необходимо знать некоторые элементы финансовой математики и модели преобразования доходов от недвижимости в текущую стоимость, рассмотрению которых посвящена данная глава.

Большее внимание уделено разбору капитализации дохода по норме от-



дачи, так как применение этого метода предполагает наиболее подробный анализ потоков инвестиционного дохода: учитывается характер изменения денежных потоков, последовательно анализируются решения инвесторов.

### 3.1. Прямая капитализация

Основные методы капитализации – метод прямой капитализации и метод капитализации доходов по норме отдачи на капитал.

На выбор метода капитализации в каждом конкретном случае оказывают влияние следующие факторы:

- тип недвижимости;
- эффективный возраст и срок экономической жизни объекта;
- достоверность и обширность информации;
- характеристики дохода от объекта оценки (величина, продолжительность поступления, темпы изменения).

Наиболее часто используются следующие методы капитализации:

- *прямая капитализация*, когда стоимость объекта определяется делением чистого годового дохода на ставку капитализации;
- *метод валовой ренты*, основанный на оценке имущества с учетом величин потенциального или действительного дохода и валового рентного множителя;
- *метод дисконтирования денежных потоков* – оценка объекта, когда денежные потоки поступают неравномерно, произвольно изменяются, при этом учитывается степень риска, связанного с использованием имущества;
- *метод остатка* – оценка имущества с учетом влияния отдельных факторов образования дохода (в сочетании с методом остатка можно использовать методы и прямой капитализации, и капитализации дохода по норме отдачи);
- *метод ипотечно-инвестиционного анализа* – оценка имущества, основанная на учете стоимости собственного и заемного капиталов.

Выбор конкретного способа капитализации определяется характером и качеством ожидаемых доходов.

В сложившихся условиях экономической и политической нестабильности в России, из-за сложности формирования достоверных прогнозов, широко применяется метод прямой капитализации, не требующий такого тщательного анализа денежных потоков, как при капитализации по норме отдачи.

*Прямая капитализация* – оценка имущества при сохранении стабильных условий его использования, постоянной величине дохода, отсутствии первоначальных инвестиций и одновременном учете возврата капитала и дохода на капитал.

Ставка капитализации обычно рассчитывается на основе анализа рыночной информации об аналогах объекта оценки путем деления чистого годового дохода на цену продажи аналога.

Рассмотренная в предыдущей главе базовая формула доходного подхода

$$V = \frac{I}{R}$$

при прямой капитализации обычно применяется в следующем виде:

$$PV = \frac{NOI}{R_0},$$

где PV – текущая стоимость недвижимости,

NOI – ожидаемый чистый операционный доход за первый после даты оценки год,

L – общая ставка капитализации.

В качестве NOI может использоваться нормализованный чистый операционный доход за 1 год, получаемый путем усреднения дохода за несколько лет.

Ставка капитализации  $D_d$  отражает риски, которым подвергаются средства, вкладываемые в актив. Методы расчета ставки капитализации выбираются в зависимости от конкретных условий, в которых функционирует объект оценки: информации о доходах и ценах сделок на основе выборки по сопоставимым объектам, источниках и условиях финансирования сделок, возможности корректного прогноза относительно стоимости объекта в конце прогнозного периода.

Возможна прямая капитализация с применением валового рентного множителя

$$V = I \cdot RM.$$

*Валовой рентный множитель (RM)* – среднестатистическое отношение рыночной цены к потенциальному или действительному валовому доходу определенного вида имущества.

Основные условия применения метода прямой капитализации:

- период поступления дохода стремится к бесконечности;
- величина дохода постоянна;
- условия использования объекта стабильны;
- не учитываются первоначальные инвестиции;
- одновременно учитываются возврат капитала и дохода на капитал.

При *прямой капитализации* используются модели, основанные на определении стоимости недвижимости делением типичного чистого операционного дохода на общую ставку капитализации, полученную на основе анализа отношений дохода и цен продаж аналогов объекта оценки. Приведем примеры некоторых моделей прямой капитализации.

$$\text{Стоимость собственного капитала} = \frac{\text{Приток наличных денег}}{\text{Ставка дохода на собственный капитал}}$$

$$\text{Первоначальная сумма закладной} = \frac{\text{Ежегодные платежи по обслуживанию долга}}{\text{Ставка процента по закладной}}$$

Преимущества метода прямой капитализации:

- простота расчетов;
- малое число предположений;
- отражение состояния рынка;

– получение хороших результатов для стабильно функционирующего объекта недвижимости с малыми рисками (здание с одним арендатором и долгосрочной арендой).

Наряду с достаточной простотой применения метода, следует учитывать сложность анализа рынка и необходимость внесения корректировок на различия между сравниваемыми объектами. Метод не следует применять, если отсутствует информация о рыночных сделках, объект находится на стадии строительства или реконструкции или если объект подвергся серьезным разрушениям.

Ставка капитализации применяется при преобразовании будущих доходов от недвижимости в ее текущую стоимость.

Для расчета ставки капитализации используются метод сравнения продаж, метод коэффициента покрытия долга, метод инвестиционной группы, метод коэффициента действительного валового дохода, метод остатка.

*Метод сравнения продаж* – основной метод определения общей ставки капитализации. При определении ставки капитализации для объекта оценки сначала рассчитывают ставку капитализации по каждому из проданных аналогов по формуле

$$R_i = \frac{NOI_i}{SP_i},$$

где  $SP_i$  – цена продажи  $i$ -аналога.

Затем с учетом методов математической статистики, весового коэффициента  $x_i$ , отражающего степень схожести каждой из продаж на объект оценки, выбирается общая ставка капитализации

$$R_o = \sum_{i=1}^n x_i R_i.$$

В качестве  $R_i$  может применяться ставка капитализации для альтернативных инвестиций с аналогичной степенью риска, тогда  $x$  – весовой коэффициент  $i$ -й инвестиции.

У анализируемых аналогов объекта оценки должны быть похожи следующие характеристики: оставшийся срок экономической жизни, уровень операционных расходов, величины реверсии и коэффициенты потерь, риски, соотношение стоимостей земли и зданий, дата продажи, способ наилучшего и наиболее эффективного использования, условия финансирования, уровень качества управления. К тому же не должны принципиально отличаться местоположение и отделка объектов.

*Метод коэффициента покрытия долга* применяется, если при финансировании инвестиций в недвижимость используется заемный капитал.

Коэффициент покрытия долга  $DCR$  рассчитывается следующим образом:

$$DCR = \frac{NOI}{DS},$$

где  $DS$  – ежегодное обслуживание долга.

Общая ставка капитализации определяется по формуле

$$R_o = m \cdot R_m \cdot DCR,$$

где  $R_m$  – общая ставка капитализации;  $m$  – доля заемных средств:

$$m = \frac{V_m}{V},$$

где  $V_m$  – стоимость заемных средств, или сумма кредита;

$V$  – стоимость объекта;

$R_m$  – ставка капитализации для заемных средств:

$$R_m = \frac{DS}{V_m}.$$

Данные для расчетов методом коэффициента покрытия долга легко доступны, однако этот метод дает ориентировочное значение ставки капитализации в случаях, когда рыночные данные недостаточно надежны. Поэтому метод коэффициента покрытия используется только как корректирующий.

*Метод инвестиционной группы* используется, если для приобретения недвижимости привлекается заемный капитал. При этом ставка капитализации может быть рассчитана как относительно финансовых, так и относительно физических составляющих.

*Метод инвестиционной группы для финансовых составляющих.* Ставка капитализации является средневзвешенной величиной, учитывающей интересы как собственного, так и заемного капитала:

$$R_o = m \cdot R_m + (1 - m) \cdot R_e,$$

где  $R_m$  – ставка капитализации для собственного капитала, которая определяется из данных по сопоставимым объектам делением значения дохода до налогообложения на величину собственного инвестированного капитала;  $R_e$  – ставка капитализации для заемных средств.

*Метод инвестиционной группы для физических составляющих.* Ставка капитализации определяется по формуле

$$R_o = L \cdot R_L + (1 - L) \cdot R_b,$$

где  $L$  – доля стоимости земли в общей стоимости недвижимости;  $R_L$  – ставка капитализации для земли;

$R_b$  – ставка капитализации для улучшений.

Ставка капитализации для земли рассчитывается как отношение дохода, приходящегося на землю, к стоимости земли. Ставка капитализации для улуч-

шений определяется из отношения дохода, приходящегося на улучшения, к стоимости улучшений.

*Метод коэффициента действительного валового дохода* применяется, если есть данные об операционных расходах и величине действительного валового дохода:

$$R_o = \frac{1 - OER}{EGIM},$$

где OER – коэффициент операционных расходов; EGIM – коэффициент действительного валового дохода.

При прямой капитализации для расчета стоимости объекта могут применяться коэффициенты валового дохода и техника остатка.

*Применение коэффициентов валового дохода.* Если нет данных по операционным расходам, используются показатели валового дохода, которые умножаются на следующие соответствующие коэффициенты:

- GRM – коэффициент валовой ренты, если период равен месяцу;
- GIM – коэффициент валового дохода, если период равен году.

Эти коэффициенты определяются соотношением дохода и цены продаж объектов и являются обратными величинами ставок капитализации.

Стоимость собственности в этом случае определяется следующим образом:

$$V = PGI \cdot PGIM$$

или

$$V = EGI \cdot EGIM,$$

где PGI – потенциальный валовой доход;

PGIM – коэффициент потенциального валового дохода, рассчитанный по данным об аналогах объекта оценки:

$$PGIM = \frac{SP_a}{EGI_a},$$

EGI – действительный валовой доход; EGIM – коэффициент действительного валового дохода:

$$EGIM = \frac{SP_a}{EGI_a},$$

SP – цена продажи аналога объекта оценки.

*Метод остатка* применяется в случаях, когда известна стоимость одной составляющей объекта оценки. Различают методы остатка для земли и зданий, собственного и заемного капитала.

Последовательность применения метода остатка:

- расчет части годового дохода, которая приходится на составляющую с известной стоимостью;
- расчет части годового дохода, которая приходится на составляющую с неизвестной стоимостью;

– расчет стоимости неизвестной компоненты;  
– определение стоимости собственности сложением стоимостей ее составляющих.

Рассмотрим метод остатка для зданий, когда известна стоимость земельного участка. Расчеты будут выполняться в соответствии с указанной выше последовательностью по следующим формулам:

$$I_L = V_L \cdot R_L,$$

где  $I_L$  – годовой доход, относимый к земле;  $V_L$  – стоимость земли;  $R_L$  – ставка капитализации для земли.

$$I_b = I_0 - I_L,$$

где  $J_b$  – годовой доход, приходящийся на здание;  $J_0$  – общий годовой доход, приносимый собственностью.

$$V_b = \frac{I_b}{R_b},$$

где  $V_b$  – стоимость здания;  $R_b$  – ставка капитализации для зданий.

$$V = V_L + V_b,$$

где  $V$  – стоимость собственности.

Аналогично применяются:

– метод остатка для земли – когда стоимость здания можно определить достаточно точно;

– метод остатка для собственного капитала – если возможно определить срок ипотечного кредита и размер годового платежа по обслуживанию долга;

– метод остатка для заемного капитала – когда известна стоимость собственного капитала.

В целом, расчеты методом прямой капитализации требуют наличия данных о продажах сопоставимых аналогов. Капитализация доходов по норме отдачи менее зависима от рыночных данных, однако этот метод должен отражать фактические ожидания и предпочтения потенциальных покупателей подобных объектов.

## **3.2. Капитализация дохода по норме отдачи**

### ***3.2.1. Дисконтирование денежных потоков***

При капитализации дохода по норме отдачи поток дохода рассматривается более подробно, чем при прямой капитализации, учитывается характер изменения денежных потоков, последовательно анализируются решения инвесторов, применяются более сложные расчетные модели.

Основные методы капитализации дохода по норме отдачи:

– метод дисконтирования денежных потоков, включающий подробный

анализ потоков дохода для каждого года планирования;

– метод капитализации по расчетным моделям, заключающийся в капитализации дохода первого года с учетом тенденций его изменения.

*Метод дисконтирования денежных потоков* – оценка имущества при произвольно изменяющихся и неравномерно поступающих денежных потоках с учетом степени риска, связанного с использованием объекта. В этом случае стоимость недвижимости определяется как сумма текущих стоимостей будущих доходов путем отдельного дисконтирования каждого из периодических потоков дохода и спрогнозированной будущей стоимости недвижимости, за которую она может быть продана в конце периода владения. При этих расчетах используется ставка дисконтирования – соответствующая ставка дохода на капитал, называемая нормой прибыли или нормой отдачи.

*Денежный поток* – движение денежных средств, которое возникает в результате использования имущества.

Метод позволяет учитывать текущую стоимость денежных потоков, которые могут произвольно изменяться и иметь различный уровень риска. Общая модель метода дисконтирования денежных потоков

$$PV = \frac{I_1}{1 + Y} + \frac{I_2}{(1 + Y)^2} + \frac{I_3}{(1 + Y)^3} + \dots + \frac{I_n}{(1 + Y)^n},$$

где PV – текущая стоимость, n – число периодов;  $I_n$  – доход n периода; Y – ставка дисконтирования.

Сокращенно эту модель можно представить в следующем виде

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{NOI_i}{(1 + Y)^i} + \frac{FV_n}{(1 + Y)^n}$$

или

$$PV = \sum_{i=1}^n I_i \cdot F4(n, Y),$$

где PV – цена перепродажи объекта в конце периода владения (реверсия); n – период владения; i – год прогнозного периода; FV (n, Y) – текущая стоимость единицы (четвертая функция сложного процента) для n периода при ставке дисконтирования Y.

То есть текущая стоимость недвижимости в соответствии с методом дисконтирования денежных потоков определяется как сумма текущих стоимостей доходов за каждый период владения и реверсии.

*Реверсия* – доход от продажи объекта в конце периода владения.

Ставка дисконтирования иначе называется нормой отдачи на инвестиции. Она характеризует эффективность капиталовложений, учитывает весь совокупный доход (доход на инвестиции и доход от изменения стоимости актива), приводит в соответствие по факторам времени и риска первоначальные инвестиции и реализуемый экономический эффект. Если анализируется чистый операционный доход от эксплуатации, то применяется ставка дисконтирования, учиты-

вающая ставку дохода и ставку процента или ставки для земли и сооружений. Если анализируется доход, получаемый инвестором на собственный капитал, применяется ставка дохода на собственный капитал.

Потоки дохода прогнозируются на основании тщательного анализа текущего состояния рынка недвижимости и тенденций его изменения. При этом предполагаемые расходы на реконструкцию или модернизацию должны вычитаться из потоков дохода соответствующего периода.

Выбор ставки дисконтирования основан на анализе доступных альтернативных вариантов инвестиций с сопоставимым уровнем риска, т.е. анализируется альтернативная стоимость капитала. Этот метод требует учета и анализа показателей дохода и капитала за весь инвестиционный период.

Среди российских оценщиков сложилась практика оценивать период владения объектом в диапазоне 3–5 лет.

Преимущества метода дисконтирования денежных потоков:

- учитывает динамику рынка;
- применим в условиях нестабильного рынка;
- учитывает неравномерную структуру доходов и расходов;
- применим для объектов, находящихся на стадии строительства или реконструкции.

Однако метод довольно сложен в применении, к тому же высока вероятность ошибки в прогнозировании, неточность увеличивается в процессе преобразования прогнозируемых доходов в текущую стоимость.

### ***3.2.2. Прогнозирование денежных потоков от реверсии***

Доходы, которые предполагается получить за пределами горизонта планирования, учитываются как поступления от перепродажи объекта (реверсии) в последнем году периода планирования.

Основные способы прогнозирования денежного потока от реверсии:

- назначение будущей цены продажи на основе предположений об изменении стоимости объекта за период владения, изменение за этот период состояния рынка недвижимости вообще и рынка подобных объектов в частности, перепродажа – капитализация дохода за год, следующий за годом окончания инвестиционного проекта:

$$V_n = \frac{DATSF^n}{R_0},$$

где  $V_n$  – поступления от перепродажи объекта в  $n$  году;  $DATSF^n$  – дисконтированный денежный поток после налогообложения в  $n$  году;  $R_0$  – общая ставка капитализации.

В случае снижения стоимости имущества необходимо учитывать возврат капитала. Если потоки дохода от объекта регулярно изменяются, необходимо применять корректирующий коэффициент для ставки капитализации.



### 3.2.3. Определение ставки дисконтирования

Метод дисконтирования денежных потоков основан на превращении в текущую стоимость будущих произвольно изменяющихся доходов от владения недвижимостью с использованием ставок дисконтирования, отражающих состояние и ожидания рынка.

*Ставка дисконтирования* – норма сложного процента, применяемая при пересчете стоимости денежных потоков на определенный момент времени. Выбор ставки дисконтирования основан на анализе доступных альтернативных вариантов инвестирования с сопоставимым уровнем риска (альтернативная стоимость капитала).

Рассмотрим некоторые методы определения ставки дисконтирования.

*Метод суммирования.* Метод основан на сопоставлении доходности и рисков доступных альтернативных инвестиций. Ставка дисконтирования рассчитывается в результате прибавления процентных составляющих (премий), отражающих дополнительные риски, присущие инвестиционному проекту, к ставке дохода на инвестиции, которые в сравнении с другими инвестиционными инструментами считаются безрисковыми.

Метод предполагает учет основных рисков, наиболее актуальных для инвестиций в недвижимость:

- риск ликвидности объекта инвестиционных вложений;
- риск инвестиционного менеджмента – вероятность того, что уровень инвестиционного управления может снизиться, а это приведет к уменьшению стоимости собственности;
- риск рынка недвижимости – вероятность того, что изменение соотношения спроса и предложения может повлиять на уровень доходов от объекта;
- риск рынка капитала – вероятность того, что изменение нормы прибыли и нормы процента приведет к изменению стоимости недвижимости;
- риск инфляции – риск неожиданного изменения реальных доходов, степень этого риска для инвестиций в недвижимость невелика, так как при инфляции стоимость недвижимости и уровень арендных ставок имеют тенденцию к увеличению;
- финансовый риск – учитывается в случае использования заемного финансирования, отражает возможность негативного изменения финансового левереджа;
- законодательный риск – вероятность снижения стоимости недвижимости из-за возможного изменения законодательства;
- экологический риск – отражает вероятность снижения доходов от недвижимости из-за появления неблагоприятных экологических факторов.

*Метод рыночного анализа.* Метод основан на анализе рыночных данных, при наличии достаточной информации считается наиболее точным методом определения ставки дисконтирования, так как позволяет более точно учитывать мнение типичных продавцов и покупателей, риски, особенности местоположения, характеристики дохода.

Мнение и предпочтение инвесторов учитываются посредством опроса

или анализа реальных сделок. Ставка дисконтирования определяется как ставка конечной отдачи для сопоставимых объектов. Для выявления ставки конечной отдачи используется понятие внутренней нормы прибыли *IRR* – ставка дисконтирования, при которой текущая стоимость всех денежных поступлений за время развития инвестиционного проекта равна текущей стоимости инвестиций.

*Метод сравнения альтернативных инвестиций.* В этом случае предполагается, что инвестиционные проекты с аналогичным уровнем риска должны иметь аналогичные ставки дисконтирования. Ставка дисконтирования проекта с аналогичной степенью риска называется альтернативной стоимостью капитала. Такую прибыль теряет инвестор, не вкладывая средства в проект с аналогичным риском.

В качестве объекта сравнения для инвестиций в недвижимость выбирают норму процента по коммерческим кредитам с залоговым обеспечением, нормы прибыли по некоторым ценным бумагам. Степень риска для кредитора ниже, чем для инвестора собственного капитала, поэтому отдача инвестиций в недвижимость должна быть выше нормы процента по кредиту.

*Метод инвестиционной группы (объединения инвестиций).* Метод основан на определении доли заемного и доли собственного капитала в общем объеме инвестиций и требуемых ставок дохода на каждый из этих компонентов.

Ставка процента и ставка дохода соотносятся с долей заемных и собственных средств, вкладываемых в процессе финансирования инвестиционного проекта, общая ставка дисконтирования определяется с учетом финансовых составляющих как средневзвешенная величина:

$$Y_0 = mY_m + (1 - m) \cdot Y_e ,$$

где  $Y_0$  – общая ставка дисконтирования;  $Y_m$  – ставка дисконтирования для заемных средств;  $Y_e$  – для собственных средств.

Метод применим, когда привлечение заемного капитала для инвестиций в недвижимость типично, известны среднерыночные условия кредитных соотношений и среднерыночные значения ставок отдачи на собственные средства инвесторов.

### ***3.2.4. Капитализация по расчетным моделям***

Метод капитализации по расчетным моделям основан на анализе изменяющихся потоков дохода с применением общей ставки капитализации.

Общая ставка капитализации рассчитывается с учетом рыночного значения нормы прибыли, выбираемой модели рекапитализации, условий финансирования, норм изменения дохода и стоимости объекта. Основные составляющие ставки капитализации – это ставка дисконта и ставка дохода. В соответствии с западными методиками, в случае оценки недвижимости для целей налогообложения следует учитывать эффективную налоговую ставку.

*Ставка дисконта* – это требуемая норма прибыли на вложенный капитал, которая представляет собой отношение текущей стоимости получаемого за ка-

ждый период дохода к затратам на капитал. Стоимость недвижимости высока и для ее приобретения, реализации инвестиционных проектов требуется привлечение заемного капитала. В соответствии с этим обстоятельством ставка дисконта включает следующие составляющие:

- а) *ставка процента* – требуемая норма прибыли на заемный капитал;
- б) *ставка дохода* – требуемая норма прибыли на собственный капитал.

*Ставка возмещения* отражает возврат вложенного капитала в течение срока эксплуатации недвижимости. Ставку возмещения нередко называют нормой окупаемости капиталовложений. Она применяется только к доле капиталовложений, которая будет израсходована в течение инвестиционного периода. Вследствие того, что земля не расходуется, ставка возмещения для земельной собственности не учитывается.

*Эффективная налоговая ставка* – это ставка поимущественного налога, выраженная в процентах от рыночной стоимости имущества. Должна включаться в ставку капитализации только в случаях оценки недвижимости для целей налогообложения. В этом случае поимущественный налог не входит в операционные расходы, поэтому его сумма еще неизвестна.

В большинстве случаев самой большей из всех составляющих ставки капитализации является ставка дисконта. Поэтому ставку капитализации начинают определять с выявления нормы прибыли на свободные от риска ликвидные вложения капитала, не требующие больших затрат на инвестиционный менеджмент (например, вклад на банковский счет). Это минимальная ставка, которая компенсирует обесценивание денег с течением времени. Затем добавляют поправки на риск, ликвидность, инвестиционный менеджмент. Эти компоненты составляют ставку дисконта (ставку дохода и ставку процента).

Любой инвестор, помимо дохода на капитал, учитывает возврат вложенного капитала. Поэтому к ставке дисконта добавляется ставка возмещения.

*Возврат капитала* – возврат начальных инвестиций за счет дохода или перепродажи. Для учета возврата капитала применяется ставка возмещения.

*Возмещение* – сумма периодических доходов, которые необходимы для возврата капиталовложений в течение инвестиционного периода. Ежегодная ставка возмещения зависит от темпа изменения дохода от объекта, продолжительности его получения и дохода от будущей перепродажи объекта, если владение не является бессрочным.

Если ожидается равномерное поступление дохода при бессрочном владении и неизменность стоимости основного капитала приносящего доход имущества, то не требуется учет фактора возмещения капиталовложения, и ставка капитализации будет равна ставке дисконта.

Помимо обесценивания денег, снижение стоимости имущества может происходить по двум основным причинам:

- 1) из-за изменения соотношения спроса и предложения на рынке, что, с одной стороны, увеличивает ставку риска, с другой стороны, ставку риска необходимо снизить, если предполагается рост стоимости недвижимости;
- 2) из-за накапливаемого имуществом износа, вследствие чего необходимо учитывать возмещение в ставке капитализации.

Если за рассматриваемый период происходит изменение стоимости объекта, то ставка капитализации определяется как сумма двух коэффициентов: ставки доходности и нормы возмещения основной суммы. Если возможно снижение стоимости капитала, инвестированного в недвижимость, часть капитала или вся сумма должна быть возмещена за счет текущего потока доходов.

*Ставка возмещения*, или норма окупаемости капиталовложений, применяется только к доле капиталовложений, которая будет израсходована в течение инвестиционного периода (для земельных участков не учитывается, так как земля не расходуется). Ставка возмещения необходима для определения суммы, которую требуется ежегодно получать для окупаемости капиталовложений в течение периода владения. Влияние инфляции отражается на ставке риска (составляющей ставки дисконта), на ставке возмещения отражается влияние износа недвижимости на цену продажи.

Выбор метода возмещения зависит от характера поступления дохода. Основные формы поступления потоков дохода:

- 1) равномерные периодические поступления доходов без ограничения сроков владения объектом;
- 2) равномерные периодические поступления доходов в течение ограниченного периода времени, после которого планируется перепродажа объекта;
- 3) уменьшающиеся периодические поступления доходов в течение периода времени, который ограничен окончанием срока аренды или полным обесцениванием объекта в связи с истечением срока службы;
- 4) увеличивающиеся потоки дохода в течение прогнозируемого периода;
- 5) единовременное получение потока дохода от будущей перепродажи объекта.

Наряду с вышперечисленными формами поступления потоков доходов могут существовать их комбинации. Например, сочетание увеличивающихся или уменьшающихся потоков доходов с будущей перепродажей объекта.

Основные варианты возмещения стоимости капитала: возврат капитала равными долями, модель бесконечного потока дохода, метод Инвуда, метод Хоскольда.

*Метод возмещения равными долями* основан на том, что возмещение капиталовложений происходит ежегодно равными долями в течение срока службы недвижимости. Ставка возмещения рассчитывается как величина, обратная остаточному сроку службы. Применение этого метода оправдано для многофункциональной недвижимости со значительным износом, жилой недвижимости, офисов.

**Пример.** Остаточный срок службы здания 25 лет. Тогда ставка возмещения составит 4%:

$$\frac{1}{25} = 0,004.$$

То есть в течение оставшихся 25 лет срока службы недвижимости ежегодная сумма возмещения капитала должна составлять 4% от стоимости имущества.

Метод применим, в частности, если ожидается устойчивое сокращение чистого операционного дохода из-за увеличивающегося износа недвижимости, при краткосрочной аренде, ненадежном финансовом положении арендатора.

*Модель бесконечного потока дохода* применяется в двух случаях:

- 1) имеется бесконечный поток дохода;
- 2) поток дохода конечен, но цена продажи объекта равна первоначальной инвестиции. То есть стоимость актива не изменяется, и доход можно капитализировать по ставке капитализации, равной ставке дисконтирования:

$$R_0 = Y_0.$$

Если в конце инвестиционного проекта стоимость недвижимости полностью или частично обесценивается, возврат начального капитала может быть осуществлен за счет потока доходов.

*Метод Инвуда* предполагает возврат капитала из фонда возмещения по норме прибыли для инвестиций, т. е. норма возврата основной суммы равна ставке доходности инвестиций. Фактор фонда возмещения позволяет сформировать денежный поток, который соответствует полному возврату первоначальных инвестиций.

Общий коэффициент капитализации должен включать норму прибыли на капитал ( $Y_0$ ) и фактор фонда возмещения ( $SFF$ ), который позволяет сформировать фонд возмещения, соответствующий полному возврату первоначальных инвестиций. Базовая формула расчета общей ставки капитализации, если актив полностью обесценивается:

$$R_0 = Y_0 + SFR.$$

Особенность метода Инвуда – формирование фонда возмещения осуществляется по норме прибыли на инвестиции.

*Метод Хоскольда* применяется при равномерно поступающих потоках дохода, в этом случае сумма возмещения поступает каждый год и помещается на расчетный счет под процент, равный безрисковой ставке. Метод предполагает, что инвестор не располагает доступными вариантами для реинвестирования по ставке, равной ставке на первоначальные инвестиции. В этом случае, чтобы обезопасить возврат своих средств, инвестор формирует фонд возмещения, реинвестируя по минимальной из возможных ставок, т.е. по безрисковой ставке.

В отличие от метода Инвуда, при котором используется ставка прибыли на инвестиции, метод Хоскольда, основанный на использовании безрисковой ставки как основы для возмещения капитала, применяется значительно реже.

### ***3.2.5. Капитализация равномерно изменяющихся доходов***

Если доходы от объекта регулярно изменяются, ставку капитализации необходимо корректировать:

$$R^* = \frac{R}{K_k},$$

где  $R$  – ставка капитализации без учета изменения потоков дохода;  $R^*$  – ставка капитализации, скорректированная с учетом изменения потоков дохода;  $K_k$  – корректирующий коэффициент.

Если доход увеличивается, ставка капитализации уменьшается, если доход уменьшается – ставка капитализации возрастает.

### 3.3. Ипотечно-инвестиционный анализ

Ипотечно-инвестиционный анализ заключается в определении стоимости собственности как суммы стоимостей собственного и заемного капитала. При этом принимается во внимание мнение инвестора о том, что он оплачивает не стоимость недвижимости, а стоимость капитала. Кредит рассматривается как средство увеличения инвестируемых средств, необходимое для завершения сделки. Стоимость собственного капитала рассчитывается путем дисконтирования денежных потоков, поступающих к инвестору собственного капитала от регулярного дохода и от реверсии, стоимость заемного – дисконтированием платежей по обслуживанию долга.

Текущая стоимость собственности определяется в зависимости от норм дисконтирования и характеристик денежных потоков. То есть текущая стоимость зависит от срока проекта, соотношения собственного и заемного капитала, экономических характеристик собственности и соответствующих норм дисконтирования.

Рассмотрим общий алгоритм ипотечно-инвестиционного анализа для расчета стоимости собственности, покупка которой финансируется с привлечением заемного капитала, и соответственно денежные потоки периодического дохода и от реверсии будут распределяться между интересами собственного и заемного капитала.

**Этап 1.** Определение текущей стоимости регулярных потоков дохода:

- составляется отчет о доходах и расходах для прогнозного периода, при этом суммы по обслуживанию долга рассчитываются исходя из характеристик кредита – нормы процента, срока полной амортизации и условий погашения, величины кредита и периодичности платежей по погашению кредита;

- определяются денежные потоки собственных средств;

- рассчитывается норма прибыли на вложенный капитал;

- по рассчитанной норме прибыли на собственный капитал определяется текущая стоимость регулярных денежных потоков до налогообложения.

**Этап 2.** Определение текущей стоимости дохода от реверсии за вычетом невыплаченного остатка кредита:

- определяется доход от реверсии;

- из дохода от реверсии вычитается остаток долга на конец периода владения объектом;

– по рассчитанной на этапе 1 норме прибыли на собственный капитал определяется текущая стоимость этого денежного потока.

**Этап 3.** Определение стоимости собственности суммированием текущих стоимостей проанализированных денежных потоков.

Математически определение стоимости актива можно представить в виде формулы

$$V = PV[(NOI - DS), (i, n)] + PV[(TG - UM), (i, n)] + M,$$

где NOI – чистый операционный доход  $n$  года проекта; DS – сумма обслуживания долга в  $n$  году проекта;

TG – сумма реверсии без учета расходов на продажу;

UM – невыплаченный остаток кредита в конце срока проекта  $n$ ;  $i$  – отдача на собственный капитал;  $M$  – первоначальная сумма кредита или текущий остаток основной суммы долга.

Эту формулу можно применять в виде уравнения в следующих случаях:

– если сумму реверсии собственности трудно спрогнозировать, но можно определить тенденции ее изменения по отношению к начальной стоимости, то при расчетах можно использовать величину реверсии, выраженную в долях от начальной стоимости;

– если в условии задачи определена не величина кредита, а только доля кредита.

Рассмотрим основные критерии эффективности инвестиционных проектов.

*Чистая настоящая стоимость* – критерий, измеряющий превышение выгод от проекта над затратами с учетом текущей стоимости денег

$$NPV = -C_0 + \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1 + i_t)^t},$$

где NPV – чистая настоящая стоимость инвестиционного проекта;  $C_0$  – начальные инвестиции;  $C_t$  – денежный поток периода  $t$ ;  $i_t$  – ставка дисконтирования для периода  $t$ .

Положительное значение NPV означает, что денежные поступления от проекта превышают затраты на его реализацию.

Этапы применения правила чистой текущей стоимости:

– прогнозирование денежных потоков от проекта в течение всего ожидаемого срока владения, включая доход от перепродажи в конце этого срока;

– определение альтернативной стоимости капитала на финансовом рынке;

– определение текущей стоимости денежных потоков от проекта путем дисконтирования по норме, соответствующей альтернативной стоимости капитала, и вычитания суммы начальных инвестиций;

– выбор проекта с максимальным значением NPV из нескольких вариантов.

Чем больше NPV, тем больший доход получает инвестор от вложения ка-

питала.

Рассмотрим основные правила принятия инвестиционных решений.

1) Проект следует инвестировать, если значение NPV положительное. Рассмотренный критерий эффективности (NPV) позволяет учесть изменение стоимости денег во времени, зависит только от прогнозируемого денежного потока и альтернативной стоимости капитала. Чистые настоящие стоимости нескольких инвестиционных проектов выражены в сегодняшних деньгах, что позволяет их корректно сопоставлять и складывать.

2) Ставка дисконтирования, используемая при расчете NPV, определяется альтернативной стоимостью капитала, т.е. учитывается доходность проекта при вложении денег с равным риском. На практике доходность проекта может быть выше, чем проекта с альтернативным риском. Поэтому проект следует инвестировать, если норма отдачи выше альтернативной стоимости капитала.

Рассмотренные правила принятия инвестиционных решений могут вступать в противоречие при наличии денежных потоков более чем в двух периодах.

*Период окупаемости* – время, необходимое для того, чтобы сумма денежных потоков от проекта стала равна сумме начальных инвестиций. Этот измеритель работы инвестиций используется инвесторами, которые хотят узнать, когда произойдет полный возврат вложенного капитала.

Недостаток: не учитываются платежи, следующие за периодом окупаемости.

## **4. УПРАВЛЕНИЕ ПРОЦЕССОМ ИНВЕСТИРОВАНИЯ И ФИНАНСИРОВАНИЯ НЕДВИЖИМОСТИ**

Уникальность недвижимости требует тщательной проработки финансовой, правовой, технической стороны каждого объекта инвестирования. К тому же немаловажно, что прибыльность инвестирования зависит от качества управления недвижимостью.

### **4.1. Критерии эффективности инвестиционных проектов**

При анализе инвестиционных проектов анализируется инвестиционная стоимость собственности с учетом ее рыночной стоимости.

Оценка эффективности инвестиций проводится с учетом следующей информации:

- стоимость строительства, определяемая по аналогам, по удельным показателям с корректировками, по прогнозным и экспертным оценкам;
- уточнение источников и условий финансирования;



- анализ доходов от объекта, изменения рентабельности;
- выбор периода инвестирования для проведения экономического обоснования (включает строительство, освоение, эксплуатацию);
- прогнозирование изменения цен на составляющие дохода и затрат;
- расчеты по выявлению резервов повышения экономической эффективности и надежности инвестиционного проекта.

Продолжительность прогнозного периода, в пределах которого осуществляются расчеты по определению эффективности инвестиционного проекта, определяется с учетом продолжительности создания, эксплуатации и, если необходимо, ликвидации объекта, периода достижения заданных характеристик доходности, требований и предпочтений инвестора.

Сопоставление инвестиционных проектов осуществляется путем применения определенных критериев эффективности, основными из которых являются чистая настоящая стоимость проекта, период окупаемости проекта, индекс прибыльности проекта, внутренняя норма прибыли проекта и ее модификации, средний доход на чистый капитал.

Рассмотренная общая модель ипотечно-инвестиционного анализа позволяет сделать вывод о влиянии периода владения активом на величину стоимости собственности, так как изменяется количество и величина денежных потоков на собственный капитал. Существует тенденция уменьшения текущей стоимости при увеличении периода инвестиционного проекта. Поэтому период владения инвестицией следует прогнозировать исходя из общей экономической ситуации, финансового состояния инвестора, доходности альтернативных инвестиций.

*Индекс прибыльности* – это отношение настоящей стоимости будущих выгод к начальным инвестициям:

$$PI = \frac{PV}{C_0}.$$

Другое определение индекса прибыльности состоит в отношении текущей стоимости всех положительных денежных потоков от проекта к текущей стоимости всех отрицательных денежных потоков.

Инвестиционный проект следует принимать, если эта величина больше 1. По своей сути индекс прибыльности соответствует NPV. Индекс прибыльности не следует применять при выборе взаимно исключающих проектов.

Внутренняя норма отдачи (IRR) – это норма дисконтирования, при которой настоящая стоимость возврата капитала равна начальным инвестициям, т.е. NPV=0.

Недостатки этого критерия менее очевидны, чем при сроке окупаемости. Определение IRR заключается в подборе подходящей нормы дисконтирования для денежных потоков. Для этого все положительные и отрицательные денежные потоки проекта анализируются для определения нормы дисконтирования, при которой их алгебраическая сумма равна нулю.

Сравнивая IRR с альтернативной стоимостью капитала, можно определить, будет ли проект иметь положительное значение NPV: если альтернатив-

ная стоимость капитала меньше IRR, то NPV больше нуля.

Проект можно инвестировать, если альтернативная стоимость капитала меньше IRR. При сопоставлении инвестиционных проектов более предпочтительными являются проекты с большим значением IRR.

На практике внутреннюю норму отдачи довольно часто применяют как основной критерий инвестиций, однако этот критерий эффективности некорректен, если необходимо рассматривать разные нормы дисконтирования или если начальный денежный поток больше нуля.

Существуют методики, которые корректируют IRR для применения в той или иной ситуации.

Например, модифицированная внутренняя норма отдачи (MIRR) позволяет применять IRR при наличии более чем одной смены знака денежных потоков проекта. Такой подход удобен в применении при поэтапном финансировании строительства. Расчет MIRR выполняется следующим образом:

- дисконтированием определяется стоимость всех отрицательных денежных потоков на начало проекта, ставка дисконтирования рассчитывается в соответствии с доходностью инвестиций в ликвидные краткосрочные ценные бумаги;

- рассчитывается внутренняя норма отдачи проекта, которая является модифицированной нормой отдачи.

*Средний доход на чистый капитал.* Используется некоторыми инвесторами для принятия инвестиционных решений на основании бухгалтерской нормы прибыли. Бухгалтерская норма прибыли – отношение средней прогнозируемой прибыли проекта после вычета амортизации и налогов к средней бухгалтерской стоимости инвестиций. Полученное отношение сравнивается со средними показателями для фирмы или отрасли.

Этот критерий эффективности инвестиционных проектов имеет серьезные недостатки:

- не учитывается изменение стоимости денег во времени;
- зависимость от системы бухгалтерского учета, применяемой конкретным инвестором.

Для принятия решения инвестору рекомендуется анализировать несколько критериев эффективности, так как ни один из них не позволяет учесть все особенности каждой конкретной ситуации.

## 4.2. Методы анализа инвестиционных проектов

При инвестиционном анализе оцениваются наиболее вероятные, а не единственно возможные параметры. Используются термины:

*Риск* – возможность отклонения фактических итоговых данных от ожидаемых запланированных результатов. Риск равен нулю, если есть абсолютная уверенность относительно будущих событий.

*Вероятность* – относительная возможность того, что какие-то события состоятся. При оценке инвестиций в недвижимость вероятность наступления

какого-либо события прямо связана с риском инвестиционного проекта.

Определение степени вероятности осуществляется несколькими способами:

- на основе анализа и исследования прошлых событий;
- в результате проведения научных исследований и экспериментов;
- в результате анализа взаимосвязи факторов:

можно ожидать, что при падении нормы прибыли на рынке капитала будет падать норма прибыли определенного типа недвижимости;

– выработка субъективных суждений экспертом на основе проверки всех предпосылок.

Рассмотрим кратко сущность некоторых методов, позволяющих измерить риск инвестиционного проекта и определить соответствующую стратегию поведения, если степень вероятности уже определена.

Методы, позволяющие измерить риск инвестиционного проекта и определить стратегию поведения: метод коэффициента покрытия долга; анализ периода окупаемости; дисконтирование нормами отдачи, скорректированными на риск; анализ чувствительности; метод Монте-Карло; анализ безубыточности.

*Метод коэффициента покрытия долга* используется для анализа осуществимости проекта, имеющего заемное финансирование. Коэффициент покрытия долга – отношение чистого операционного дохода к годовой сумме обслуживания долга:

$$DCR = \frac{NOI}{DS}.$$

Как измеритель риска, коэффициент покрытия долга обычно применяется при использовании ипотечного кредитования для определения степени относительной безопасности, зависящей от условий ипотечного кредита. На основе DCR анализируется осуществимость инвестиционного проекта, имеющего заемное финансирование. Конкретное значение DCR различно для разных кредиторов и позволяет измерить риск, однако не учитывает риск, относящийся к конкретному заемщику.

*Анализ периода окупаемости* отражает интервал времени, в течение которого деньги находятся в рискованной инвестиции. Допустимый для инвестора период окупаемости зависит от сложившейся экономической ситуации.

При управлении инвестиционным портфелем период окупаемости может помочь в определении времени входа в проект и времени выхода из проекта.

*Дисконтирование нормами отдачи, скорректированными на риск.* Нормы дисконтирования, которые учитывают все степени риска, могут корректироваться для компенсации инвестору взятия на себя дополнительного риска.

*Анализ чувствительности* основан на анализе чувствительности аналитической модели инвестиций к изменению одного параметра. Считается, что больший риск вносят факторы, изменение которых наиболее существенно влияет на результат.

Анализ чувствительности применим к любому элементу, имеющему тенденцию к изменению.

*Метод Монте-Карло.* Анализ чувствительности позволяет учитывать изменение только одной переменной, этот метод Монте-Карло – это комбинации всех возможных изменений переменных. Для применения этого метода требуются сложные компьютерные модели.

*Анализ безубыточности* заключается в определении величины, до которой может опуститься действительный валовой доход перед тем, как проект начнет приносить убытки. То есть с учетом альтернативной стоимости капитала определяется уровень функционирования недвижимости, при котором  $NPV = 0$ .

### **4.3. Риски при финансировании недвижимости**

Риск отражает возможность отклонения фактических итоговых данных от ожидаемых запланированных результатов. Риски зависят от специфики инвестиционного проекта, доходности, стабильности на данном рынке.

Рассмотрим основные риски, связанные с финансированием недвижимости:

- кредитный риск – потери, если заемщик не производит платежей;
- риск процентных ставок – вероятность того, что ставка по кредиту корректируется реже, чем по привлеченным средствам в условиях роста процентных ставок;
- риск досрочного погашения – потери при досрочном погашении кредита с фиксированной ставкой процента;
- риск предварительных обязательств – риск финансирования кредитов, по которым фиксированная ставка процента определена до начала финансирования;
- риск ликвидности – вероятность того, что кредитору для платежей по своим обязательствам будет недостаточно средств, получаемых в качестве погашения задолженности по выданным кредитам;
- риск изменения условий мобилизации фондов – потери в случае уменьшения стоимости фондов (базовой ставки) при кредитовании с фиксированной надбавкой (относительно базовой ставки).

Кредитный риск связан с потерями в случаях, если заемщик не в состоянии производить платежи по кредиту или если стоимость заложенного имущества недостаточна для погашения обязательств заемщика перед кредитором. Платежеспособность заемщика определяется соотношением дохода заемщика и величины ставки процента по кредиту. В случае неплатежей потери для кредитора бывают нескольких видов. Кредитор несет потери, если сумма, вырученная от продажи переданной ему во владение недвижимости, меньше, чем выплаченная часть кредита. Наряду с затратами по эксплуатации, ремонту и продаже имущества возникают и административные издержки по управлению не-

выплаченными кредитами и изъятым имуществом.

Управление кредитным риском осуществляется путем тщательного анализа объекта залога, платежеспособности заемщика и выработкой рекомендаций по приемлемой величине кредита. При определении вероятности возврата кредита основное внимание уделяется установлению величины дохода заемщика и оценке стоимости передаваемого в залог имущества. При кредитовании развития объектов недвижимости (строительстве, реконструкции, модернизации) кредитный риск существенно снижается, если известно, что заемщик ранее завершил несколько проектов, аналогичных тому, на осуществление которого запрашивает кредит.

Риск процентных ставок – это снижение прибыли кредитного учреждения вследствие негативного непредвиденного изменения уровня процентных ставок. То есть это потенциальные потери, вызванные финансированием при несбалансированности периодического пересмотра процентных ставок по кредитам и заемным средствам.

Пути управления таким риском: финансирование с помощью ценных бумаг с одинаковым сроком погашения и использование кредиторами при расчете платежей по кредиту различных методов их индексации с учетом инфляции и доходов заемщика.

Риск досрочного погашения – это потенциальные потери при реинвестировании, которые вызваны ранним погашением ипотечного кредита с фиксированной ставкой процента. Риск возникает также в связи с потерями при финансировании кредитов, ставки процента по которым определяются перед началом финансирования. Такой риск называют риском предварительных обязательств.

При кредитовании предусматриваются альтернативные условия для кредитора и заемщика. Заемщик получает право погашения кредита до окончания кредитного договора, а кредитор в свою очередь имеет возможность периодически изменять ставку процента по кредиту с изменяющейся процентной ставкой. Кредиторы также предоставляют заемщикам возможность определения ставки процента по кредиту до начала процесса финансирования кредита.

Риск ликвидности связан с недостаточностью поступления платежей по займам для исполнения текущих обязательств кредитора, возникает в связи с трудностями мобилизации наличных средств путем продажи активов по рыночным ценам или близким к ним. Управление риском ликвидности требует проведения ряда финансовых операций. В частности, рассчитывается поток наличности для определения потребности банка в наличных средствах и разрабатывается стратегия мобилизации наличных средств с определением источников и затрат. Снижение риска ликвидности непосредственно связано с развитием вторичного рынка ипотечных кредитов, созданием условий для привлечения долгосрочных ресурсов в данную сферу, обеспечением рефинансирования выданных ипотечных кредитов,

Риск изменения условий мобилизации фондов возникает при долгосрочном кредитовании при переменной процентной ставке. В данном случае процентная надбавка по кредиту фиксирована, а процентная надбавка по заемным

средствам – переменна.

Риском изменения условий мобилизации фондов можно управлять посредством финансирования кредитов долгосрочными долговыми обязательствами с плавающей процентной ставкой.

Наряду с вышеперечисленными существуют специфические риски, которые возникают при кредитовании жилищного строительства. Например, есть риск того, что готовые квартиры могут продаваться медленнее, чем планировалось. Способы снижения этого риска: требование предварительной продажи определенного числа единиц и разделение процесса кредитования на несколько независимых этапов при работе с большими проектами.

Существует также риск пожара или кражи установленных или хранящихся материалов или другого материального ущерба. Снижение этого риска достигается страхованием, охраной и другими не противоречащими законодательству способами обеспечения безопасности.

Есть риск предоставления кредита вследствие фальсификации предоставленных заемщиком документов и отвлечения кредитных средств на поставленные цели. Его можно снизить, во-первых, если инвестировать полученные от заемщика средства и, во-вторых, если осуществлять дополнительное вложение собственных средств заемщика в случае определения того, что сумм, оставшихся от предоставленного кредита, не достаточно для завершения строительства.

При финансировании инвестиций следует учесть риски, присущие инвестициям в недвижимость, требующим значительного объема капиталовложений, при этом они долгосрочны и подвержены большему влиянию факторов риска, чем инвестиции в другие сферы экономики.

Доходность инвестиционного проекта должна анализироваться на основе оценок текущей безрисковой ставки, общего рыночного риска и риска, обусловленного особенностями недвижимости, как инвестиционного актива.

*Безрисковые инвестиции* – инвестиции, по которым есть абсолютная уверенность относительно их возврата. Абсолютно безрисковых инвестиций не бывает, но к имеющим максимальную степень надежности возврата можно отнести инвестиции, возврат которых гарантирует государство.

Соответственно в качестве безрисковой ставки при анализе инвестиций в недвижимость принимают текущую ставку по долгосрочным государственным обязательствам (например, облигациям) или аналогичным ценным бумагам.

*Рыночный риск* – изменчивость годового значения *IRR* вследствие изменения регулярного дохода и стоимости капитала. На рынке недвижимости, в отличие от рынка ценных бумаг, доходность определяется не на основании простой статистической обработки цен продаж и арендных стоимостей, а на основании оценок, выполняемых профессиональными оценщиками. Такие оценки зависят от квалификации и опыта оценщика и могут быть ошибочными.

*Риск, связанный с инвестициями в недвижимость*, – специфический риск, обусловленный уникальными особенностями недвижимости: низкая ликвидность, большие затраты денег и времени на совершение сделок, необ-

ходимость качественного управления. При инвестировании в недвижимость нужно учитывать возможное снижение доходности инвестиционного проекта относительно проектной, превышение фактических расходов над ранее ожидаемыми, невозможность завершения инвестиционного проекта из-за непредвиденного чрезмерного роста цен на материалы, невозможность продать построенный объект по запланированной ранее более высокой цене, подверженность элементов недвижимости риску уничтожения.

***Выделяются следующие источники риска инвестиций в недвижимость:***

- тип недвижимости;
- спрос и предложение на рынке;
- местоположение;
- соблюдение условий аренды;
- износ объектов;
- законодательное регулирование и изменение налогообложения;
- инфляция;
- реинвестирование.

Риск типа недвижимости зависит от спроса и предложения.

Риск местоположения более широк, так как он включает и риск типа недвижимости.

Арендный риск связан с тем, что арендатор не может заплатить всю сумму арендной платы, предусмотренную договором. Этот риск более значим для недвижимости с единственным арендатором.

Риск износа объектов заключается в том, что доходность недвижимости может снизиться за счет физического износа и старения. Чтобы повысить доходность здания, владельцы обычно предпочитают нести значительные материальные затраты.

Риск законодательного регулирования и изменения налогообложения связан с тем, что потребуются значительные расходы при повышении ставок налогообложения.

Риски инфляции и реинвестирования оказывают меньшее влияние на инвестиции в недвижимость, чем другие вышеперечисленные.

При вложении собственного капитала нет возможности диверсифицировать риск за счет изменений структуры капитала, диверсификация достигается за счет различных типов недвижимости и различных регионов.

Использование заемного капитала при финансировании инвестиций в недвижимость означает использование долговых обязательств по закладным.

Заемные капиталы, инвестированные в недвижимость, имеют те же виды рисков, что и собственные капиталы. Однако их суммарная величина больше за счет дополнительных рисков, связанных со своевременным обслуживанием долговых обязательств, и рисков невыплаты основной суммы займа. Сущест-

вуют два дополнительных риска заемного капитала, инвестированного в недвижимость:

- 1) риск дефицита обслуживания долга;
- 2) риск большого одноразового рефинансирования.

Первый риск связан с тем, что владельцу собственности, возможно, не удастся своевременно сделать требуемые выплаты по обслуживанию долга. В этом случае недвижимость, вероятнее всего, конфискуют в пользу кредитора. Поэтому изменение ситуации на рынке или в месторасположении может привести к потере недвижимости, финансируемой за счет заемного капитала.

Второй риск – риск невозможности рефинансировать крупную одноразовую выплату в счет погашения задолженности по закладной. Он также может привести к потере собственности.

Контроль инвесторов в заложенную недвижимость значительно меньше, чем при инвестициях собственного капитала, поскольку часть прав такого контроля передается кредитору. Кредиторы определяют структуру привлеченного капитала у владельца недвижимости и ограничивают права владельца на погашение долговых обязательств.

Положительный момент, связанный с инвестициями в недвижимость: если рост доходности облигаций происходит в результате роста инфляции, то этот же рост инфляции будет отражаться на ожиданиях инвесторов относительно роста арендной платы, и доходность инвестиций в недвижимость будет иметь тенденцию оставаться более стабильной, чем доходность долгосрочных облигаций.

В конечном итоге риски либо увеличивают, либо снижают запланированный доход. В процессе управления рисками некоторые из них можно снизить. Для этого необходимо выявить возможные риски, определить возможные пути их снижения и связанные с этим затраты, разработать и проконтролировать внедрение мероприятий по снижению рисков.

#### **4.5. Критерии принятия решений о финансировании недвижимости**

Вследствие высокой стоимости приобретение недвижимости, реализация инвестиционных проектов в сфере недвижимости осуществляются с привлечением заемного финансирования.

Основания для финансирования инвестиций в недвижимость:

- недостаточность собственного капитала инвестора для единовременной оплаты за недвижимость, так как в отличие, например, от акций, недвижимая собственность сложно поддается делению, и для совершения сделки единовременно требуются значительные денежные суммы;
- необходимость более высокой оплаты управления, что способно повы-



суть его качество, качественное управление недвижимостью, портфелем инвестиций в недвижимость непосредственно влияет на увеличение доходности инвестиций;

– иверсификация – стремление управлять несколькими объектами недвижимости для распределения риска за счет многообразия объектов вложений, снижения конкуренции, но много объектов вложений при ограниченности собственного капитала требуют большего кредита, что создает дополнительный риск;

– амортизация подлежит вычету из баз налогообложения;

– положительный финансовый левередж – когда имущество, приобретенное на заемные средства, приносит финансовый доход по ставке, превышающей ставку процента по кредиту.

На цену собственности и решения инвесторов влияют условия финансирования: ставка процента, уровень заемного финансирования, срок амортизации и пр.

*Ставка процента* – плата за пользование кредитом. Чем ниже ставка процента, тем она привлекательнее для инвестора.

*Уровень заемного финансирования* характеризуется величиной ссуды. Чем больше ссуда, тем эффективнее заемное финансирование.

Критерии выбора предельной суммы кредита:

– при низких процентных ставках критерием является доля заемных средств в общем объеме капитальных вложений в недвижимость, эта доля для осторожных инвесторов обычно составляет 70%;

– при высоких процентных ставках критерием является коэффициент покрытия долга.

*Срок амортизации* – срок погашения кредита. Чем дольше этот срок, тем меньше периодические платежи. Однако суммарные платежи при оплате в течение длительного срока будут больше.

Прочие условия финансирования:

– льготы по досрочному погашению ссуды:

– право досрочного погашения без санкций или с применением штрафа, уменьшающегося с сокращением срока кредитного договора;

– ограниченная ответственность: ответственность заемщика только заложенной недвижимостью, на движимое имущество права кредитора в случае невозврата кредита не распространяются (при неограниченной ответственности кредитор имеет право и на движимое имущество оказавшегося неплатежеспособным заемщика).

Рассмотрим критерии принятия решений о кредитовании.

Ситуация на рынке коммерческой недвижимости меняется очень часто, поэтому при решении вопроса о кредитовании в каждом частном случае необходимо заново изучать рыночную конъюнктуру. Следует обратить внимание на

текущее и ожидаемое соотношение спроса и предложения, на объекты, требующие заемного финансирования, риски, особенности местоположения недвижимости и прибыльность кредита и инвестиционного проекта.

*Спрос и предложение.* Если текущий и прогнозируемый уровень предложения объектов явно выше уровня спроса – это неблагоприятный фактор, следует подождать некоторого улучшения. Нужно принять решение по следующим вопросам:

- ◆ Сохранится ли постоянный спрос на объект обеспечения кредита?
- ◆ Не произойдет ли перенасыщение рынка такими объектами до окончания срока погашения кредита?
- ◆ Существует ли необходимость сокращения срока кредитования?

*Риски* анализируются с точки зрения того, что принятие кредитором более высоких рисков должно быть оплачено заемщиком.

*Местоположение.* Анализируется, будет ли местоположение объекта кредитования выгодным в течение всего кредитного периода.

*Прибыльность.* Кредиты и инвестиционные проекты, принимаемые к финансированию, должны быть и прибыльными. Условия предоставления кредитов должны быть несколько лучше, чем в других банках. Кредиты должны быть возвратными, отношения с заемщиком – хорошие. В целом основополагающим фактором принятия решений о финансировании недвижимости является анализ инвестиционного проекта. Приемлемая эффективность проекта – гарантия возврата кредита в соответствии с установленными условиями.

Вывод: финансирование инвестиционного проекта по приобретению офисного здания целесообразно, так как значение  $NPV$  не отрицательно, доходность инвестиционного проекта с учетом заемного финансирования приемлема для кредитора.

## **Контрольные вопросы по курсу «Экономика недвижимости»**

### **1. Понятие недвижимости.**

- 1.1. Определение недвижимости.
- 1.2. Отличительные особенности недвижимости как объекта инвестиций.
- 1.3. Типы недвижимости.
- 1.4. Типы классификации недвижимости.
- 1.5. Формы дохода от недвижимости.

### **2. Рынок недвижимости.**

- 2.1. Определение рынка недвижимости, сегменты рынка недвижимости.
- 2.2. Особенности рынка недвижимости.
- 2.3. Взаимосвязь между финансовым рынком и рынком недвижимости.
- 2.4. Участники и источники процесса финансирования недвижимости.
- 2.5. Возникновение и развитие ипотечного кредитования.

### **3. Оценка объектов недвижимости.**

- 3.1. Сущность оценки недвижимости.
- 3.2. Компоненты стоимости недвижимости и понятие рыночной стоимости объекта недвижимости.
- 3.3. Виды стоимости объекта недвижимости.

### **4. Процесс оценки недвижимости.**

- 4.1. Принципы оценки недвижимости.
- 4.2. Массовая и индивидуальная оценка недвижимости.
- 4.3. Основные этапы процесса оценки недвижимости.
- 4.4. Подходы к оценке недвижимости: сравнительный, затратный, доходный.
- 4.5. Оценка земли.

### **5. Определение стоимости инвестируемого капитала на основе капитализации дохода.**

- 5.1. Понятие капитализации дохода.
- 5.2. Прямая капитализация.
- 5.3. Капитализация дохода по норме отдачи.
- 5.4. Ипотечно-инвестиционный анализ.

### **6. Выбор вариантов инвестирования в недвижимость.**

- 6.1. Методы анализа инвестиционных проектов.
- 6.2. Правила принятия инвестиционных решений и критерии эффективности инвестиций.
- 6.3. Критерии принятия решений о финансировании недвижимости.

### **7. Виды рисков при финансировании недвижимости.**

- 7.1. Кредитный риск.
- 7.2. Риск процентных ставок.
- 7.3. Риск досрочного погашения.
- 7.4. Риск предварительных обязательств.
- 7.5. Риск ликвидности.
- 7.6. Риск изменения условий мобилизации фондов.

## БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Гражданский кодекс РФ. Ч I и II.
2. Балабанов И.Г. Операции с недвижимостью в России. М.: Финансы и статистика, 1996.
3. Беренс В., Хааранек П.М. Руководство по оценке эффективности вложений. М.: АОЗТ «Интерэксперт», «ИНФРА-М», 1995.
4. Грабовый П.Г., Петрова С.Н., Романова Г.К. и др. Риски в современном бизнесе. М.: АЛАНСБ, 1994.
5. Калачева С.А. Операции с недвижимостью. М.: ПРИОР, 1997.
6. Мелкумов Я.С. Экономическая оценка инвестиций. М.: ИКЦ ДИС, 1997.
7. Основы бизнеса на рынке недвижимости. СПб.: Просветительско-издательское объединение ДЕАН+АДИЛ-М, 1997.
8. Прорвич В.А. Основы экономической оценки городских земель. М.: Дело, 1998.
9. Смирнов А.Л. Организация финансирования инвестиционных проектов. М.: АО Консалтбанкир, 1993.
10. Тарасевич Е.И. Оценка недвижимости. СПб.: СПбГТУ, 1999.
11. Теория и методы оценки недвижимости. СПб.: Изд-во СПб ГУЭФ, 1998.
12. Щербакова Ю.В. Экономика недвижимости. Ростов-на-Дону: ФЕНИКС, 2002.
13. Экономика и управление недвижимостью. Учебник для вузов/ Под ред. проф. П.Г. Грабовского. Смоленск: Изд-во «Смолин плюс», М.: Изд-во «АСВ», 1999.

**Татарова Анна Владимировна**

**ОЦЕНКА НЕДВИЖИМОСТИ И УПРАВЛЕНИЕ  
СОБСТВЕННОСТЬЮ**

*Учебное пособие*

Ответственный за выпуск *Татарова А.В.*

Редактор *Лунёва Н.И.*

Корректор *Чиканенко Л.В.*

Компьютерная верстка *Матузкова Е.В.*

ЛР № 020565 от 23 июня 1997г. Подписано к печати

Формат 60x841/16. Бумага офсетная

Печать офсетная. Усл.-п.л.- 4,3 Уч.-изд.- 4,1

Заказ № Тираж 500 экз.

<< С >>

---

Издательство Таганрогского государственного  
радиотехнического университета

ГСП 17А, Таганрог, 28, Некрасовский, 44

Типография Таганрогского государственного радиотехнического университета

ГСП 17А, Таганрог, 28, Энгельса, 1