



**Требования международных стандартов к
оценке инвестиционной недвижимости в
стадии строительства:
текущие вопросы практического
применения.**

Владислав Мягков, MRICS, CCIM

27 Октября 2010 г

Содержание

- ▶ **Инвестиционные и операционные объекты. Финансовая отчетность на основе справедливой стоимости в сравнении с отчетностью на основе затрат.**
- ▶ **Внешняя (независимая) или внутренняя оценка? Связь с ISA 620.**
- ▶ **Оценка инвестиционной недвижимости в стадии строительства - вид стоимости, принципы оценки, методология и предположения.**
- ▶ **Неопределенность в оценке. Причины и методы учета, анализ чувствительности.**
- ▶ **Использование результатов оценки: соответствие кредитным обязательствам, обесценение (impairment), связь с целями инвестора.**
- ▶ **Анализ практики, тенденции.**

Оценка инвестиционного объекта в стадии строительства.

МСФО различает недвижимость ИНВЕСТИЦИОННУЮ и ОПЕРАЦИОННУЮ

С 1.1.2009 действует новая редакция Международного стандарта финансовой отчетности IAS 40, который требует учитывать инвестиционную недвижимость в стадии строительства по справедливой стоимости. Раньше все объекты в период строительства учитывали по затратам.

В новой редакции стандарт IAS 40 “инвестиционная недвижимость” гласит:
компания, которая желает учесть свой завершенный инвестиционный объект по справедливой стоимости, должна оценивать его на стадии строительства также по справедливой стоимости.

- ▶ Учитывая, что на стадии строительства не всегда можно надежно оценить справедливую (рыночную) стоимость, **стандарт позволяет учитывать ее по затратам, но только до тех пор, пока не станет доступной надежная оценка, или по завершении строительства (смотря что произойдет ранее).**
- ▶ Год назад, в конце 2009 г, появились официальные методики оценки справедливой стоимости недостроенных объектов инвестиционной недвижимости.

Оценка инвестиционного объекта в стадии строительства.

Приступая к оценке незавершенного строительства оценщику в самом начале работы важно ознакомиться с исходно-разрешительной и проектной документацией и установить соответствие будущего объекта адекватному спросу на рынке.

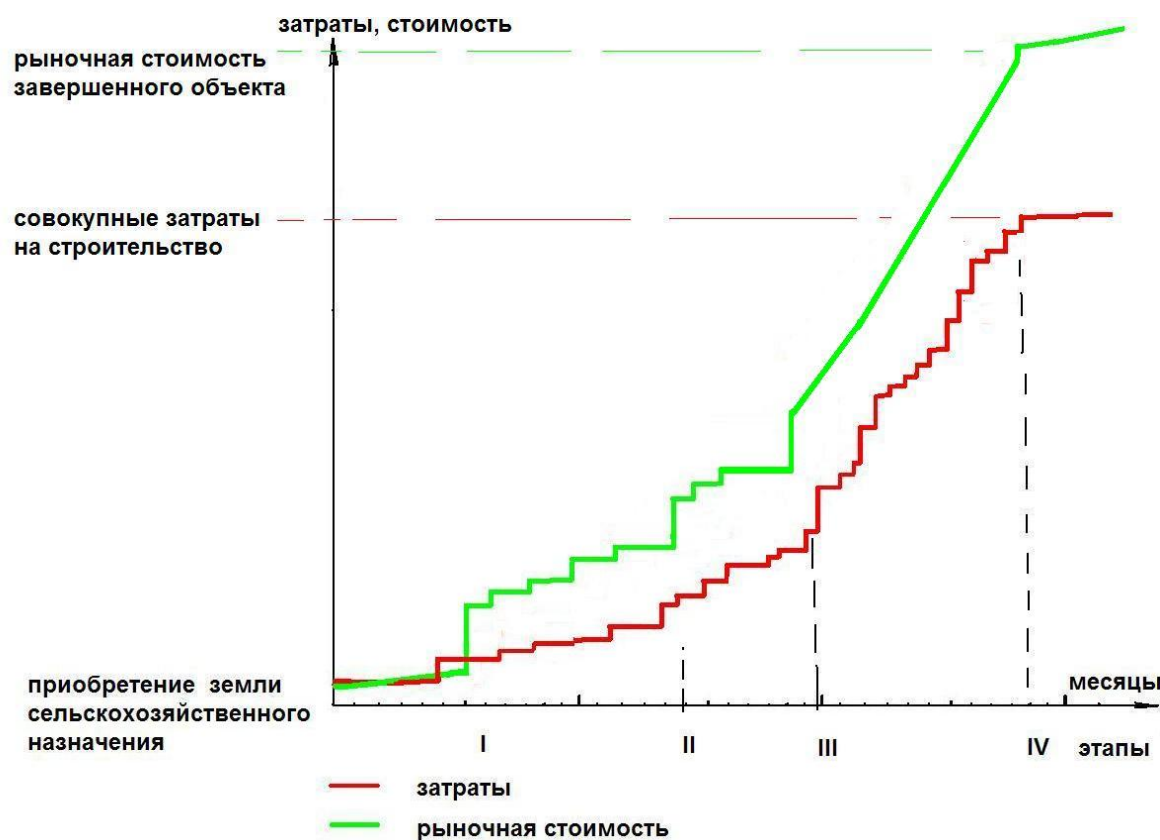
Если объект строится на участке частной собственности, то оценивать справедливую стоимость незавершенного объекта можно на любой стадии реализации проекта. Действующее законодательство позволяет регистрировать права собственности на незавершенный объект недвижимости, соответственно, такой объект может быть представлен на рынке и имеет рыночную стоимость.

Распространенный в России вариант строительства на арендованной муниципальной земле на инвестиционных условиях рассматривается ниже (см. Приложение 1).

На следующем рисунке показан типичный график роста стоимости прав застройщика на объект незавершенного строительства с начала реализации проекта. Чтобы подробнее проиллюстрировать процесс мы выбрали для примера случай приобретения участка земли сельскохозяйственного назначения для строительства на нем многофункционального комплекса коммерческой недвижимости с хорошими перспективами создания рыночной стоимости.

В данном примере рыночная стоимость построенного объекта в достаточной степени превышает совокупные затраты на строительство, следовательно, инвестиционный проект успешен.

Оценка инвестиционного объекта в стадии строительства.



► **Комментарий к рисунку:** на графике видно как резко возрастает рыночная стоимость незавершенного объекта после прохождения основных этапов строительства (обозначены на рисунке римскими цифрами):

- I – изменение категории земельного участка в «земли населенных пунктов»
- II – получение разрешения на проектирование (Архитектурно-планировочного задания (АПЗ), Акта разрешенного использования (АРИ) или Градостроительного плана земельного участка (Градплан)).
- III – получение разрешения на строительство,
- IV- оформление акта ввода объекта в эксплуатацию.

Оценка инвестиционного объекта в стадии строительства

Пересмотренная модель финансовой отчетности для инвестиционной недвижимости.		
Применимые модели финансовой отчетности для инвестиционной недвижимости	Завершенные объекты и реконструируемые объекты;	Инвестиционная недвижимость в стадии строительства
По затратам	Затраты в соответствии с моделью отражения исторических затрат по IAS16;	Затраты в соответствии с моделью отражения исторических затрат по IAS16
По справедливой стоимости	Справедливая стоимость с изменениями справедливой стоимости, соответствующими изменению доходности;	Справедливая стоимость с изменениями справедливой стоимости, соответствующими изменению доходности, если справедливая стоимость надежно оценивается; в противном случае отчетность ведется по затратам в соответствии IAS 16 до тех пор, пока не появится возможность надежной оценки справедливой стоимости, или по завершении строительства (смотря что произойдет раньше); начиная с этого момента применяется модель справедливой стоимости с изменениями справедливой стоимости, соответствующими изменению доходности.

Финансовая отчетность на основе справедливой стоимости

Справедливая стоимость или рыночная стоимость?

- ▶ МСФО оперируют в основном понятием *справедливой стоимости*, которая определяется почти так же, как и рыночная, как «денежная сумма, на которую актив может быть обменен в результате коммерческой сделки между осведомленными, желающими провести такую сделку независимыми сторонами».
- ▶ Хотя из определения видно, что справедливая стоимость не является синонимом *рыночной стоимости*, поскольку не включает требования быть «наиболее вероятной ценой, по которой объект оценки может быть продан на открытом рынке в условиях конкуренции», МСФО рекомендует оценщикам всегда трактовать справедливую стоимость как рыночную (IAS 16, п.32), особенно в отношении земли и зданий. Исключение делается для узкоспециализированных активов, которые сами по себе не представлены на рынке. В этом случае для определения справедливой стоимости МСФО допускает применение доходного и затратного методов оценки (IAS, 16, п. 33).

Финансовая отчетность на основе справедливой стоимости

В большинстве случаев, когда требуется оценивать справедливую стоимость, МСФО рекомендуют оценщикам оценивать рыночную.

Выводы оценщика о величине рыночной стоимости аудиторы трактуют как *справедливую стоимость* одной из нескольких уровней. Стандарт МСФО (IAS) 39 «Финансовые инструменты: признание и оценка» с 2007 г установил три уровня иерархии справедливой стоимости в зависимости от использованного оценщиком способа оценки: первый, высший уровень, когда оценка выполнена на основе текущих фактических рыночных цен аналогов, второй - на основе косвенных рыночных данных, третий - на основе расчетов и предположений оценщика. Таким образом, оценщики определяют рыночную стоимость, а аудиторы, проверяя отчет в ходе аудита, в зависимости от метода оценки и характера использованных данных, трактуют ее как справедливую стоимость первого, второго или третьего уровня. Такая иерархия может применяться к любым активам, а не только к финансовым.

Внешняя (независимая) или внутренняя оценка? Связь с ISA 620.

Аудиторский стандарт ISA 620 «Работа с заключениями эксперта» - допускает выполнение оценки, внешним оценщиком, аудиторским клиентом и самим аудитором.

Данные обследований Ernst & Young показывают, что в практике инвестиционных компаний и инвестиционных фондов используются в основном три варианта:

- внешняя оценка (независимый профессиональный оценщик),
- внутренняя оценка (заключение о стоимости, представленное самим аудиторским клиентом),
- смешанная оценка (оценка, выполненная аудиторским клиентом на основе методики предыдущих отчетов профессиональных оценщиков).

Принципы оценки. Предположения и методы.

Недостаток данных о ценах совершаемых (или недавно совершившихся) сделок с аналогичными объектами недвижимости в стадии строительства является типичной проблемой при применении моделей оценки справедливой стоимости.

При отсутствии рыночных данных о сделках с объектами-аналогами невозможно применить метод рыночных сравнений, наиболее предпочтительный для аудиторов.

Ни МСФО, ни Международные Стандарты Оценки (IVS) до сих пор не дают определенных указаний по оценке строящихся объектов. Таким образом, имеется потребность в более детальных руководствах по этому предмету. На данный момент официально рекомендованы:

- ▶ Так называемый «метод предполагаемого девелопера», известный также как метод «оставшихся затрат» - комбинация затратного подхода и метода рыночных сравнений;
- ▶ Метод дисконтированных финансовых потоков (DCF) - вариант доходного подхода.

Принципы оценки. Предположения и методы.

Метод оставшихся затрат

- ▶ Этот метод – комбинация затратного и рыночного подходов к оценке. Метод оставшихся затрат определяется в соответствии с “Утвержденными Европейскими Стандартами Оценки Недвижимости” (TEGoVA) как:
- ▶ “... метод определения стоимости объекта, имеющего потенциал развития, реконструкции или ремонта для создания доходного объекта недвижимости.
- ▶ При применении метода из рыночной стоимости завершеного объекта вычитают прогнозируемый объем затрат на завершение работ, включая прямые затраты на строительство/реконструкцию, гонорары проектировщикам, консультантам и прочие сопутствующие затраты, платежи по процентам кредита, страхованию рисков девелопера и его прибыль. Полученную величину приводят к дате оценки, чтобы получить текущее значение остаточной стоимости. Для оценки строительных затрат (для завершеного объекта) применяют методы затратного подхода”.

Принципы оценки. Предположения и методы.

Анализ дисконтированного финансового потока.

- ▶ Анализ дисконтированного финансового потока, как один из общепринятых методов в рамках доходного подхода к оценке, включает прогноз последовательности периодических финансовых потоков, относящихся как к эксплуатируемой недвижимости, так и к создаваемой. К прогнозируемым последовательностям финансовых значений, применяется подходящая, рыночно обоснованная ставка дисконта, чтобы получить значения текущей стоимости будущих доходов от эксплуатации объекта. Для создаваемых объектов доходной недвижимости расчетные периодические денежные поступления обычно оцениваются как валовый доход минут потери от недозагрузки, неплатежей арендаторов, и минус эксплуатационные расходы и обязательные платежи. Значения чистого операционного дохода по периодам вместе с величиной реверсии/терминальной стоимости объекта, оцененной на конец прогнозного периода, затем дисконтируются. Суммирование текущих значений дисконтированных величин дает NPV - оценку рыночной стоимости объекта.

Принципы оценки. Предположения и методы.

Пример оценки на основе метода «оставшихся затрат» приводится в Приложении. 2.

Метод дисконтированных финансовых потоков (DCF) хорошо известен российским оценщикам и широко применяется для оценки объектов доходной недвижимости.

В 2009 году две организации

- Европейская Ассоциация Общественной Недвижимости (European Public Real Estate Association, EPRA) и
- Комитет по Международным Стандартам Оценки (IVSB)
- издали пособия в помощь финансовым директорам, аудиторам, оценщикам, консультантам, инвесторам с описанием рекомендуемых принципов и особенностей применения этого метода для оценки рыночной стоимости строящихся объектов.

Принципы оценки. Предположения и методы.

Принципы оценки, согласованные членами EPRA, состоят в следующем:

- ▶ Исходным пунктом для любой оценки ИОСС должен быть завершённый объект. Оценка должна исходить из результатов текущих оценок, применимых к подобным уже существующим завершённым объектам со сравнимыми обременениями прав владения. На практике, объекты обычно не полностью заполнены арендаторами в момент окончания строительства, но оценщик должен быть в состоянии оценить ИОСС и обычно должен быть в состоянии продемонстрировать возможные сценарии развития событий.
- ▶ Прибыль, которая может быть отнесена на реализацию целей проекта, – это разница между стоимостью завершённого строения и полными затратами на его сооружение, включая затраты на получение земли, затраты на финансирование, начисленные за период строительства, а также другие прямые затраты по проекту.
- ▶ Риски проекта – это риски, связанные с реализацией целей проекта. Существование непокрытых рисков проекта может повлиять на определённую долю прибыли проекта, и её необходимо определить, если таковые риски существуют. Необходимо определить все наиболее существенные риски, связанные с проектом.
- ▶ Когда риски проекта минимизируют или исключают, это обеспечивает достижение определённой доли прибыли, и стоимость проекта возрастает. Однако прибыль по проекту может быть признанной в ходе оценки ИОСС только когда существенная часть рисков по проекту снижена или исключена. Оценщик должен раскрыть существенную информацию и суждения, использованные им в определении стадий строительства, при достижении которых исключается значительная часть рисков.
- ▶ Несмотря на вышеизложенное, если стоимость земли в ходе работ возрастает, например, благодаря получению административных разрешений, и этот факт подтверждается сравнением цен на активном рынке земельных участков с аналогичными разрешениями, то определённое увеличение ожидаемой прибыли по проекту должно быть отражено в оценке.
- ▶ Оценки должны быть основаны на прогнозируемых финансовых притоках и оттоках, с учетом стоимости денег во времени и остающихся рисков реализации проекта. Оттоки средств должны включать все строительные и все прочие ожидаемые затраты по проекту, определенные условиями контрактов и надежными экспертами.
- ▶ Важна прозрачность отчета по оценке. Оценщики должны включить в отчет описание примененной методики оценки, а также все исходные данные, ключевые условия и предположения. В особенности оценщик должен описать, как он учитывал при оценке оставшиеся риски реализации проекта. Все неопределенные элементы, удержания или риски, уточняющие ставки дисконта, должны быть измерены и объяснены со ссылкой на оставшиеся по проекту риски.

Принципы оценки. Предположения и методы.

- ▶ В августе 2009 г IVSB издал Проект Методических Указаний: «Оценка инвестиционной недвижимости в стадии строительства».
- ▶ Принципы IVSB в существенных вопросах аналогичны принципам Руководства EPRA с одним исключением: IVSB не требует признания предпринимательской прибыли лишь после существенного исключения всех рисков проекта.
- ▶ Параграф 3.8 Проекта предлагаемых Указаний гласит: “Следует оценить величину отдачи, на которую будет рассчитывать покупатель частично построенного объекта инвестиционной недвижимости на данном рынке. Эта величина должна отражать риски, связанные с выполнением программы строительства, а также риски достижения ожидаемой доходности или прироста капитала на дату оценки.”
- ▶ Параграф 3.7 далее поясняет: «Все существенные риски должны быть выявлены и оценены. Типичные риски, связанные с любым незавершенным объектом, включают риски изменения строительных затрат, стоимости финансирования и даже возможные изменения в составе застройки. Дополнительные риски, связанные с ИОСС, включают колебания стоимости завершенного объекта в промежутках между началом проекта и его окончанием, и в период времени, необходимого для набора арендаторов и стабилизации доходов. Риски, связанные с получением доходов от недвижимости после завершения строительства должны быть оценены отдельно от рисков, связанных с завершением строительства. Если исходные данные, использованные при оценке, основаны на текущих рыночных ценах и затратах, то следует оценивать риски их изменения в период между датой оценки и ожидаемой датой завершения строительства. Если используются прогнозные значения цен и затрат, то следует оценить риск ошибочности использованных прогнозов».

Принципы оценки. Предположения и методы.

Наиболее достоверным подтверждением справедливой стоимости являются текущие цены аналогов со схожим местоположением, уровнем износа, заключенными договорами аренды и пр., представленные на активном рынке. Однако с началом кризиса в 2008 г и резким снижением числа сделок многие оценщики при выполнении оценки все больше опирались на общее знание рынка и свое профессиональное суждение, чем на факты реальных сделок с объектами-аналогами. В таких случаях степень неопределенности при оценке рыночной стоимости инвестиционных объектов выше, чем в условиях более активного рынка.

Параграф 75 (d) стандарта IAS 40 требует отразить

«методы и основные предположения, применяемые при определении справедливой стоимости инвестиционной недвижимости, в том числе информацию о том, подтверждена ли оцененная стоимость рыночными данными, или же заключение о стоимости опиралось в основном на другие факторы (которые компания должна описать) из-за особенностей объекта и недостатка информации о сделках с объектами-аналогами».

В этой связи в оценочные отчеты необходимо включать обоснования и **предположения**, касающиеся:

- ▶ доходности или ставки дисконтирования (возможно для каждого класса недвижимости отдельно);
- ▶ темпов изменения рынка аренды;
- ▶ уровня недозагрузки;
- ▶ текущих ставок аренды по действующим договорам;
- ▶ уровня инфляции.

Анализ чувствительности.

По данным обследования инвестиционных компаний, выполненного Ernst & Young в 2010 г, после введения нового стандарта IAS 40 наиболее ответственные компании и их оценщики более подробно, чем в предыдущие годы, освещали в текущей финансовой отчетности вопросы, связанные с неопределенностью и чувствительностью анализа стоимости.

Стандарт IAS 1 *Предоставление финансовой отчетности* в частности, требует, чтобы *«раскрытия в отношении неопределенности включали предполагаемый экспертом диапазон неопределенности и возможное влияние этой неопределенности на диапазон балансовой стоимости активов и пассивов в следующем финансовом году при разумных предположениях».*

По этой причине в период кризиса наиболее ответственные оценщики в той или иной форме выполняли анализ чувствительности, который в большинстве случаев состоял из:

- ▶ Информации о влиянии изменения на 0.5-1% ставки дисконта (требуемой конечной доходности) на справедливую стоимость всех объектов недвижимости.
- ▶ Раскрытия неопределенности параметров, использованных независимым оценщиком, в диапазоне +/- 5% с выражением величин в действующей валюте в этом же диапазоне.
- ▶ Раскрытия анализа чувствительности эффекта изменения стоимости объекта в зависимости от изменения на +/- 1% доходов, доли собственного капитала, соотношения собственных и заемных средств.

Анализ чувствительности.

ПРИМЕРЫ: «Компания Immobiliara в отчете 2009 г представила следующий анализ чувствительности:

«Изменение требуемой доходности (ставки дисконта) на 0.5 пункта могло бы повлиять на величину оцениваемой стоимости активов Группы следующим образом:

- ▶ *При росте ставки дисконта на +0.5 пункта справедливая стоимость актива снижается на \$217500*
- ▶ *При снижении ставки дисконта на -0.5 пункта справедливая стоимость актива повышается на \$235 600*

ПРИМЕРЫ: Компания Corio в отчете за 2009 г сообщает:

«Оценка портфеля недвижимости делалась, исходя из предположения, что чистая первоначальная ставка доходности составляет 6,1%. Если бы ставки доходности, применяемые для оценки инвестиционной недвижимости по состоянию на 31 декабря 2009 года были бы на 1% выше, чем сейчас, стоимость инвестиций снизилась бы на 14%. В этой ситуации собственные средства акционеров компании стали бы на 715 миллионов евро меньше. Коэффициент задолженности в этом случае вырос бы с 40,1% до 45,1%.»

Использование результатов оценки:

анализ изменения рыночной стоимости важен при принятии решений, касающихся:

- признания обесценения активов (impairment),
- реструктуризации кредитов,
- корректировки целей инвесторов.

Анализ практики, тенденции

Анализ практики применения нового стандарта МСФО при оценке незавершенных инвестиционных объектов представлен в обзоре, выполненном компанией Ernst&Young:

IFRS for real estate: current issues and financial statements survey.

January, 2010 (см.

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Real_Estate_Survey_2010/\\$FILE/real_Estate_Survey_2010_GL_IFRS.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Real_Estate_Survey_2010/$FILE/real_Estate_Survey_2010_GL_IFRS.pdf))

См. Также методические материалы по данной теме:

Accounting for investment property under construction — a practical guide.

August 2009 (см:

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Investment_prop_under_construction_guidance_GL_IFRS/\\$File/Investment_prop_under_construction_guidance_GL_IFRS.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Investment_prop_under_construction_guidance_GL_IFRS/$File/Investment_prop_under_construction_guidance_GL_IFRS.pdf))

IVSC. EXPOSURE DRAFT. Proposed Guidance Note. The Valuation of Investment Property under Construction. August 2009 (См:

www.ivsc.org/pubs/comment/2009_ipuc/proposed_gn.pdf)

Заключение

Недвижимость – один из секторов экономики, который, вероятно, пострадал от финансового кризиса больше всего. Резкое снижение количества сделок усугубили проблемы оценки объектов доходной недвижимости, привели к существенным корректировкам оцениваемой стоимости. На рынке недвижимости существует и существовала высокая степень неопределенности. Так, например, в исследовании, проведенном компанией JP Morgan (ноябрь 2009 г.), сообщается, что повсюду, возможно за исключением Великобритании, доверие к результатам оценки было невысоким. Это исследование также показало, что 60% компаний - участников опроса считают качество раскрытий данных оценки, выполненных оценочными компаниями континентальной Западной Европы, недостаточным (среди опрошенных компаний Великобритании таких было только 18%).

- ▶ В этих обстоятельствах есть только один способ преодолеть неопределенность – это полная прозрачность и отражение в отчетности предположений и методов оценки, а также всех данных расчетов и содержательного анализа чувствительности. С началом кризиса и введением нового стандарта МФСО качество оценки улучшилась, но прогресс не столь существенен, как можно было бы ожидать.

ПРИЛОЖЕНИЕ 1.

Строительство инвестиционного объекта на муниципальной земле.

В городах России строительство инвестиционных объектов доходной недвижимости часто организуется на основе инвестиционного договора застройщика с местной администрацией на муниципальной земле, предоставляемой в аренду на период проектирования и строительства. До окончания строительства инвестиционные условия считаются не выполненными, и по этой причине недостроенный объект не может быть зарегистрирован как частная собственность застройщика. В этих условиях недостроенный объект не является объектом недвижимости, не может быть продан на рынке или в частной сделке, следовательно не имеет рыночной или справедливой стоимости. Затраты застройщика в данном случае отражаются как затраты по незавершенному строительству, и, если строительство объекта идет успешно, то они увеличивают стоимость компании-застройщика.

Таким образом, приобрести недостроенный объект в данных условиях возможно только через приобретение компании, на которую оформлена вся исходно-разрешительная и текущая строительная документация.

Особенности оценки компаний, владеющих недвижимостью, в том числе и недостроенной, см. В.Мяков Что оценивать – стоимость объекта недвижимости или стоимость компании, имеющей права на него? Коммерческая недвижимость (“Commercial Real Estate”), 2009, N5, март, Москва. стр.70-71

ПРИЛОЖЕНИЕ 2. Пример оценки на основе метода «оставшихся затрат». Октябрь 1999 г, Лондон, строительство односемейного жилого дома. Выполнено 60% строительных работ.

4. Oakeshott Avenue, London	Новое строительство, затратный подход, оценка всего объекта		Незавершенное на 40% строительство: прогноз оставшихся затрат
Общестроительная площадь жилого дома (по внешним размерам):	190 кв.м.		
Полная восстановительная стоимость объекта в действующих ценах:	GBP	GBP	
Затраты на строительство нового дома составят в действующих ценах: 190 кв.м. x 1150 GBP (по данным справочника цен в строительстве BCIS за сентябрь 1999 г, выпуск 77, средние затраты для этого типа застройки составляют 950 GBP/ кв.м. x 1.21 региональный коэффициент для северных районов Лондона)	218 500		
Плюс затраты на подготовку участка и грунтовые работы 2,5%	5 463		
Плюс организация и охрана стройки 5%	10 925		
Итого затраты на строительство:	234 888		
Текущая стоимость подряда, исходя из оцениваемого срока строительства в 9 месяцев и действующих ставок по строительным кредитам:	234 888 * 0.9865	231 717	92 686
Плюс: разработка и согласование проекта		2 000	
Плюс: 10% профессиональные услуги (юрист, дизайнер, ландшафтный архитектор, страховщик, финансовый брокер, ипотечный брокер)		23 488	8 000
Плюс: стоимость финансирования в период строительства (8% годовых)		18 537	
Итого оценка затрат на строительство:		275 742	100 686
Округляя, получаем оценку строительных затрат	276 000	40%	101 000
Плюс рыночная цена земли GBP 950*492 кв.м	467 400	60%	
Плюс прибыль предпринимателя	30 000		15 000
Итого, оценка стоимости объекта	773 400		
Прогнозируемый объем оставшихся затрат, приведенный к дате оценки:			116 000
оценка незавершенного объекта			657 400