

## **ОЦЕНКА ОПЕРАЦИОННОЙ НЕДВИЖИМОСТИ. ПРЕДПОСЫЛКА ПРОДОЛЖЕНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ. ОБЩАЯ СХЕМА ОЦЕНКИ**

*СЛУЦКИЙ А.А., к.т.н.,  
Заместитель Председателя Комитета  
по научным и методологическим вопросам  
оценочной деятельности  
Союза Саморегулируемых Организаций Оценщиков  
(Национальное объединение)*

### **Введение**

Вопросы оценки операционной недвижимости слабо (если вообще как-то) освещены в методологии российской оценки, начиная с отсутствия общего определения и описания предпосылки, при которой осуществляется оценка.

На практике также наблюдается отсутствие единообразия в распределении стоимости совокупных активов бизнеса, функционирующего в/на такой недвижимости по материальной (движимой и недвижимой) и нематериальным составляющим.

Настоящая статья систематизирует и упорядочивает методологические представления и требования к оценке такого рода объектов, а также соержит некоторые конкретные рекомендации по определению отдельных параметров оценки.

### **Понятие операционной недвижимости**

Операционная недвижимость – очень широкий класс объектов недвижимости, которые являются основой для функционирования некоторого бизнеса или бизнес – операций.

Примерами объектов операционной недвижимости является (или может рассматриваться) недвижимость отелей, автозаправок, коммерческих спортивных сооружений (гольф клубов), больниц, санаториев, домов для престарелых, марин для судов, дата – центров, промышленных и энергетических предприятий, сельскохозяйственные угодий, земельных участков, под которыми располагаются месторождения полезных ископаемых, и т.д.

Отличием объектов операционной недвижимости от объектов «обычной» - офисной, торговой, производственно – складской - коммерческой недвижимости является то, что в процессе функционирования бизнеса или бизнес операций в/на объектах операционной недвижимости используются не только объекты недвижимости как таковые, но и объекты движимого имущества, нематериальные активы и финансовые активы (оборотный капитал).

Отличием объектов операционной недвижимости от объектов недвижимости специального назначения, которые принципиально создаются для единственного использования и не могут использоваться иным образом, является то, что объекты операционной недвижимости, в принципе, могут быть перепрофилированы для иного использования как на уровне вакантного земельного участка, так и на уровне застроенного земельного участка (единого объекта недвижимости).

## **Предпосылка ликвидации (продажи) и предпосылка продолжения деятельности при оценке недвижимости**

Существенным признаком объектов операционной недвижимости в оценке является то, что они, как правило, не могут быть достоверно оценены непосредственно – так, как оцениваются объекты «обычной», неспециализированной и неоперационной недвижимости, т.е. с помощью методов традиционных подходов к оценке. Как правило:

- сравнительный и доходный подходы неприменимы по причине отсутствия предложений и сделок с объектами операционной недвижимости отдельно от сопутствующих им иных активов (даже в случае наличия таких предложений и продаж их невынужденность, т.е. рыночность, всегда должна ставиться под вопрос);
- затратный подход неприменим по причине невозможности достоверного определения функциональной и внешней форм устаревания, о чём речь пойдёт ниже.

Тем не менее, возможности применения традиционных методов оценки ни в коем случае не следует игнорировать. Например,

- при оценке относительно низкокачественных отелей и хостелов могут быть доступны данные по запрашиваемым и фактически выплачиваемым арендным платам за используемые помещения;
- при оценке сельхозугодий и земельных участков, под которыми располагаются полезные ископаемые, могут быть доступны данные по запрашиваемым ценам и ставкам аренды;
- и т.д.

Хотя, это, скорее, исключение из правила, оценка объектов операционной недвижимости традиционными методами оценки априори даёт более достоверный результат.

В связи с этими обстоятельствами объекты операционной недвижимости оцениваются на основании финансово – экономических показателей бизнеса или бизнес – операций, которая осуществляется в/на таких объектах.

В этом процессе объект операционной недвижимости рассматривается как составляющая конкретного бизнеса или бизнес – операции, управляемых конкретным владельцем или внешним управляющим.

При этом, в случае если оценивается рыночная стоимость объекта операционной недвижимости, а не какая - то иная стоимость

1. в обычном порядке должно быть показано, что текущее использование объекта операционной недвижимости соответствует наиболее эффективному использованию земельного участка, как вакантного, и как застроенного (единый объект недвижимости)
2. предполагается, что
  - объект операционной недвижимости будет продан только в совокупности с иными активами бизнеса или бизнес – операции;
  - бизнес или бизнес – операции не будут прекращены и будут продолжаться неопределённо продолжительный срок в будущем.

В совокупности это означает применение в оценке рыночной стоимости объекта операционной недвижимости предпосылки продолжения деятельности. При этом последние два обстоятельства отличают предпосылку продолжения деятельности

от предпосылки ликвидации (продажи), используемой при оценке рыночной стоимости «обычной» коммерческой недвижимости.

Очень существенно, что использование предпосылки продолжения деятельности вместо предпосылки ликвидации (продажи) при оценке рыночной стоимости недвижимости категорически отличается от использования предпосылки продолжения деятельности вместо предпосылки ликвидации (продажи) при оценке рыночной стоимости бизнеса и движимого имущества:

- при оценке бизнеса и движимого имущества исследование двух указанных предпосылок осуществляется для определения наиболее эффективного использования – продолжение деятельности или ликвидация (продажа), дающего максимальную стоимость, каковая и является рыночной;
- при оценке недвижимости тот факт, что использование объекта недвижимости для текущего бизнеса или бизнес – операций является именно наиболее эффективным использованием как вакантного земельного участка, так и застроенного земельного участка (единого объекта недвижимости) должен быть показан в оценке, а использование предпосылки продолжения деятельности вместо предпосылки ликвидации (продажи) является не более чем вынужденным методологическим подходом, что обусловлено невозможностью использования предпосылки ликвидации (продажи).

Нарушение требования о наиболее эффективном использовании как вакантного земельного участка, так и застроенного земельного участка (единого объекта недвижимости) при оценке объектов операционной недвижимости с использованием предпосылки продолжения деятельности, как и в случае использования предпосылки ликвидации (продажи) даст ни что иное как нерыночную стоимость пользования.

Кроме того, если рыночная стоимость объектов операционной недвижимости, определённая в предпосылке продолжения деятельности, не может быть больше рыночной стоимости, определённой – если такое возможно – в предпосылке ликвидации (продажи). Если таковой факт имеет место, то стоимость, определённая в предпосылке продолжения деятельности, является не рыночной стоимостью, а стоимостью – в – использовании, отражающей нерыночные факторы использования недвижимости в конкретном бизнесе или бизнес – операции <sup>1</sup>, т.е. присущие не недвижимости, а бизнесу. Это ещё раз указывает на недопустимость игнорирования возможности оценки рыночной стоимости объектов операционной недвижимости традиционными методами в предпосылке ликвидации (продажи) при наличии таковой (см. выше).

### **Отделение стоимости недвижимости от стоимости иных активов действующего предприятия (бизнеса)**

Тема оценки рыночной стоимости недвижимости в предпосылке продолжения деятельности, которая слабо (если вообще как-то) освещена в российской методологической оценочной литературе, в зарубежной практике оценки освещена достаточно широко. В частности, в американской оценочной литературе первым источником, в котором была затронута эта тема, считается доклад одного из

---

<sup>1</sup> Скорее всего, в этом случае в величину стоимости необоснованно включена стоимость каких-то иных активов бизнеса, например, нематериальных, о чём речь пойдёт ниже.

признанных авторитетов американской оценки Уильяма Киннарда, мл. в 1991 году на форуме налоговых ассессоров <sup>2</sup>.

В дальнейшем тема активно развивалась, стимулируемая желанием заказчиков оценки снизить налоговое бремя на недвижимость (прежде всего – крупные торговые центры) за счёт переноса стоимости операционной недвижимости на его движимые и нематериальные активы. Поскольку это вступало в очевидное противоречие со стремлением тех же самых заказчиков максимизировать стоимость недвижимости для целей ипотеки, со временем (по всей видимости) при самом непосредственном участии судов был найден некоторый разумный компромиссный подход.

Учебный курс Appraisal Institute "Отделение недвижимого и движимого имущества от нематериальных бизнес-активов" (курс 800) (Separating Real and Personal Property from Intangible Business Assets, Course 800) <sup>3</sup>, разработанный целым рядом ведущих методологов и запущенный в 2002 году, охватывал теорию фирмы, предпринимательство, введение в оценку бизнеса, определение коэффициентов капитализации нематериальных активов и содержал процедурные примеры.

В нем была представлена методология оценки стоимости совокупных активов бизнеса (total assets of the business, TAB)), и на примере отеля с полным спектром услуг показывалось, как можно распределить стоимость на материальные и нематериальные компоненты.

Затем по неизвестным нам причинам Курс 800 был отменён, но сама тема распределения стоимости совокупных активов бизнеса по отдельным компонентам оставалась в сфере внимания методологов. В частности, в рамках ежегодного собрания Appraisal Institute в 2011 году был проведён «Going Concern Forum», на котором вопрос был рассмотрен в процессе доклада <sup>4</sup> и дискуссий.

В настоящее время в Appraisal Institute читается сокращённый двухдневный курс Основы разделения недвижимости, движимого имущества и нематериальных бизнес-активов (Fundamentals of Separating Real Property, Personal Property, and Intangible Business Assets) <sup>5</sup>.

Курс 800 включал выделение стоимости недвижимости из стоимости совокупных активов действующего предприятия или бизнеса на основании модели остатка для недвижимости (real property residual model).

## Типы активов бизнеса

---

<sup>2</sup> Kinnard W.N., Jr. (1991), Standards for Measuring Business Enterprise Value in Regional and Super-regional Shopping Centers: Operating Entrepreneurship, Economic Rent and Profit Residuals, 57th Annual International Association of Assessing Officers (IAAO) Conference (Phoenix, Arizona, October 1991)

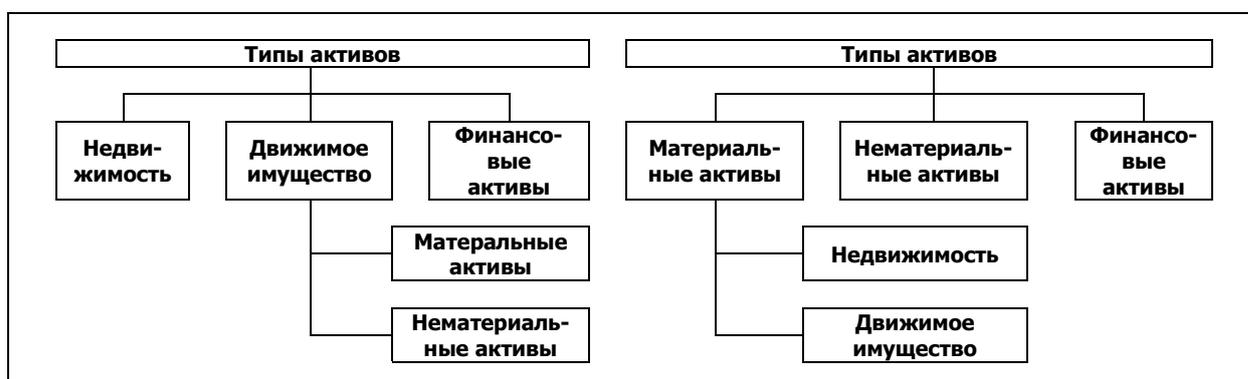
<sup>3</sup> Wolverton M.L., Lennhoff D.C., Vernor J.D., Marchitelli R. (2002), Allocation of business assets into tangible and intangible components: A new lexicon, Appraisal Journal, Jan 1, <https://www.thefreelibrary.com/Allocation+of+business+assets+into+tangible+and+intangible...-a082886199>

<sup>4</sup> Dicks K., Bissell C. (2011), Valuation Issues in Appraising Realty and Non-Realty Components, Presented at «Going Concern Forum», Appraisal Institute 2011 Annual Meeting, [http://www.appraisalinstitute.org/assets/1/7/GoingConcern\\_Presentation\\_8\\_17\\_2011.pdf](http://www.appraisalinstitute.org/assets/1/7/GoingConcern_Presentation_8_17_2011.pdf)

<sup>5</sup> Appraisal Institute, Fundamentals of Separating Real Property, Personal Property, and Intangible Business Assets, <https://ai.appraisalinstitute.org/eweb/DynamicPage.aspx?webcode=AI CourseDetail&ceckKey=82BE6F99-71FD-49DA-81FA-619A56381E07&courseType=classroom>

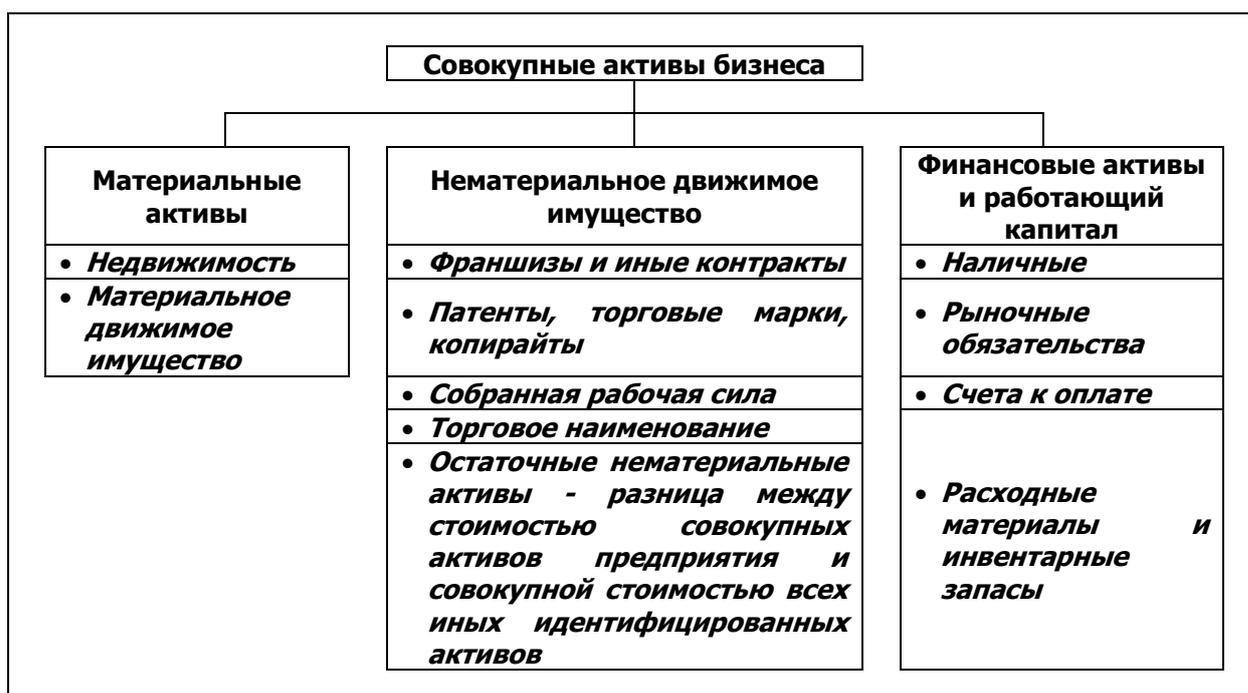
В канонической The Appraisal of Real Estate <sup>6</sup> (Рис. 37.1) приводятся два способа визуализации различных типов активов (см. Рис. 1).

**Рисунок 1 Различные точки зрения на типы активов**



Графическое представление компонентов совокупных активов бизнеса в том же источнике показано на Рис. 2. (Рис. 37.2. в оригинале)

**Рисунок 2. Компоненты совокупных активов бизнеса в сделке, основанной на активах**



### **Модель остатка для недвижимости (Real Property Residual Model)**

Модель остатка для недвижимости, проиллюстрированная в Курсе 800 на примере отеля, кратко представлена в Табл. 1:

<sup>6</sup> Appraisal Institute (2020), The Appraisal of Real Estate. Fifteenth Edition, Appraisal Institute, Chicago, IL, Chapter 37. Valuation of Real Property with Related Non-realty Items

**Таблица 1. Модель остатка для недвижимости отеля из Курсе 800**  
***Appraisal Institute***

|              | <b>Value of total assets of the business</b> | <b>Стоимость совокупных активов бизнеса</b>                |
|--------------|--|--|
| <b>минус</b> | Cash and equivalents value                   | Стоимость денежных средств и их эквивалентов               |
| <b>минус</b> | Furnishings, fixtures, and equipment value   | Стоимость мебели, приспособлений и оборудования            |
| <b>минус</b> | Skilled workforce value                      | Стоимость квалифицированной рабочей силы                   |
| <b>минус</b> | Name / reputation / affiliation value        | Стоимость имени / репутации / аффилированности             |
| <b>минус</b> | Residual intangible assets value             | Стоимость остаточных нематериальных активов                |
| <b>равно</b> | <b>Real property value as a residual</b>     | <b>Стоимость единого объекта недвижимости, как остаток</b> |

Необходимо отметить, что такой известный методолог и практик оценки отелей, как Стефен Рашмор – автор «метода Рашмора» оценки отелей <sup>7</sup> – категорически возражает против учёта в оценке такой составляющей, как «Стоимость квалифицированной рабочей силы», утверждая, что затраты на комплектование рабочей силой – не более, чем первоначальная инвестиция в отель при его создании. В дальнейшем же доукомплектование выбывающей рабочей силой является просто одной из составляющих операционных расходов, т.е. не представляют собой отдельный нематериальный актив.

Мы полностью согласны с такой трактовкой, поскольку, как правильно утверждает Рашмор, в комплектовании квалифицированной рабочей силой нуждается абсолютно любой бизнес, в том числе, связанный со сдачей в аренду самой обычной коммерческой недвижимости. Однако при оценке, например, офисной недвижимости никакого специального учёта в оценке такой статьи расходов не осуществляется.

Кроме того, поскольку на основании практического опыта можно утверждать, что перечень активов, включённых в оценку, представленный в Табл. 1, в общем случае является не полным даже для отеля, в Табл. 2 приведён уточнённый перечень активов и схему оценки методом остатка для недвижимости, составленный на основании практического опыта автора, применимые для оценки всего спектра операционной недвижимости (стоимость квалифицированной рабочей силы исключена).

**Таблица 2. Модель остатка для широкого спектра объектов операционной недвижимости**

|              | <b>Стоимость совокупных активов бизнеса</b>  |
|--------------|--|
| <b>минус</b> | Стоимость денежных средств и их эквивалентов   |
| <b>минус</b> | Стоимость мебели, приспособлений и оборудования  |
| <b>минус</b> | Стоимость идентифицированных нематериальных активов - имени / репутации / аффилированности |
| <b>минус</b> | Стоимость остаточных (неидентифицированных) нематериальных активов                         |

<sup>7</sup> Rushmore S. (2006), Why the "Rushmore Approach" is a Better Method for Valuing the Real Property Component of a Hotel, Journal of Property Tax Assessment and Administration, Vol. 1, Is. 4, <https://www.hospitalitynet.org/file/152001820.pdf>

|              |   |
|--------------|---|
| <b>минус</b> | <b>Стоимость авто- и иного транспорта</b>                             |
| <b>минус</b> | <b>Стоимость сооружений, являющихся и не являющихся недвижимостью</b> |
| <b>равно</b> | <b>Стоимость единого объекта недвижимости, как остаток</b>            |

Особо необходимо уточнить, что в Табл. 1 и далее под «активами» понимаются строго только те активы, которые находятся в собственности (на балансе) бизнеса, а не взяты в аренду и/или лизинг.

Обратим внимание на то, что в Табл. 1. и 2, в итоге определяется рыночная стоимость именно единого объекта недвижимости, состоящая из рыночной стоимости здания(ий) и рыночной стоимости прав на земельный участок, которую ещё нужно распределить на составляющие на следующем этапе процесса оценки. В Курсе 800 были введены и стандартизированы некоторые новые определения <sup>8</sup>

*Рыночная стоимость совокупных активов бизнеса (Market Value of the Total Assets of the Business, MVTAB) - это рыночная стоимость всех материальных и нематериальных активов бизнеса, как если бы они продавались в совокупности как функционирующее предприятие.*

*Это означает, что применяется предпосылка "непрерывности деятельности" ("going concern premise"), т.е. ожидается, что бизнес будет продолжать функционировать и в будущем. Оценка стоимости, произведенная в соответствии с предпосылкой о непрерывности деятельности, предполагает, что весь бизнес перешел бы из рук в руки, если бы он был продан по цене, равной оценке его стоимости*

Принципиально, что в модели остатка для недвижимости все нематериальные активы делятся на две категории – идентифицированные и неидентифицированные.

*Идентифицированные нематериальные активы (Identified Intangible Assets, IIA). Идентифицированные нематериальные активы - это те нематериальные активы бизнеса (действующего предприятия), которые были отдельно идентифицированы и оценены в ходе оценки.*

Как следует из Табл. 1 – это имя / репутация / аффилированность (в частности – франшиза).

*Остаточные нематериальные активы (Residual Intangible Assets, RIA). Остаточные нематериальные активы - это те нематериальные активы бизнеса (действующего предприятия), которые не были отдельно идентифицированы и оценены в ходе оценки. Стоимость остаточных нематериальных активов равна стоимости всех нематериальных активов за вычетом стоимости идентифицированных нематериальных активов.*

К ним относятся такие деловые качества, связи и договора рассматриваемого бизнеса, которых не имеют ближайшие конкуренты, обладающие теми же (или близкими) иными активами, включая идентифицированные нематериальные

<sup>8</sup> Wolverton M.L., Lennhoff D.C., Vernor J.D., Marchitelli R. (2002), Allocation of business assets into tangible and intangible components – цит. соч.

активы. Это приводит к росту стоимости бизнеса за счёт его повышенной финансово – экономической эффективности (прежде всего - прибыли и/или прибыльности).

Большой проблемой применения метода остатка для недвижимости нам представляется оценка стоимости совокупных активов бизнеса.

Детали решения этой проблемы нам не известны, однако, как представляется, её можно решить с опорой на подход оценки рыночной стоимости собственного капитала предприятия подходом, основанным на активах (в России - затратный, имущественный подход). В частности, в этом подходе рыночная стоимость собственного капитала предприятия (РСск) оценивается по формуле

$$РСск = РСакт - БСобяз, \quad (1)$$

где

РСакт – рыночная стоимость совокупных активов предприятия

БСобяз – балансовая стоимость совокупных обязательств предприятия.

Откуда

$$РСакт = РСск + БСобяз, \quad (2)$$

БСобяз легко определяется по данным бухгалтерского баланса предприятия. А вот РСск надо оценивать специально с применением доходного и/или сравнительного подхода при том, что «точность» такой оценки, которая может являться приемлемой в случаях, когда речь идёт об оценке именно бизнеса, вполне может не быть таковой, когда из этой стоимости надо выделить стоимость недвижимости, доля которой в стоимости совокупных активов бизнеса изначально не ясна.

В частности, для решения данного вопроса оценка РСск доходным подходом представляется априори избыточно чувствительной к используемым ставкам доходности.

Тем не менее, метод остатка для недвижимости является признанным методом оценки недвижимости в предпосылке продолжения деятельности.

Однако, имеется метод, альтернативный ему, который свободен от опасений за результат оценки РСск – метод парсинга дохода.

## **Метод парсинга дохода (Parsing Income Method)**

### ***Общая схема оценки***

Метод парсинга дохода описан в Главе 37 «Оценка стоимости недвижимости вместе со связанными с ней объектами, не являющимися недвижимостью», The Appraisal of Real Estate <sup>9</sup>

*В случаях, когда задание заключается в оценке только недвижимости, некоторые оценщики используют метод парсинга дохода, который является вариантом метода оценки бизнеса на основе избыточных доходов.*

*Отличие метода парсинга дохода от метода избыточного дохода заключается в том, что как остаточный рассчитывается доход от недвижимости, а не доход от нематериальных активов.*

---

<sup>9</sup> Appraisal Institute (2020), The Appraisal of Real Estate. Fifteenth Edition – цит. соч.

При этом метод избыточных доходов, как метод оценки неидентифицированных нематериальных активов, известен в США с 30-х годов XX века, где он служил методом оценки размера компенсации владельцам закрываемых алкогольпроизводящих предприятий в период Сухого закона. В дальнейшем он широко использовался оценщиками бизнеса, где был в значительной степени скомпрометирован (см., например, <sup>10</sup>), но одновременно стал общепринятым методом оценки объектов операционной недвижимости.

В методе парсинга доходов имеется возможность априори исключить необходимость оценки финансовых активов бизнеса, изначально оперируя только операционными доходами (т.е. доходами только от основной деятельности бизнеса без доходов от инвестиционных и финансовых операций).

Схема оценки недвижимости методом парсинга дохода для широкого спектра объектов операционной недвижимости, аналогичная представленной в Табл. 2 для метода остатка для недвижимости, показана в Табл. 3.

При составлении Табл. 3 учтены особенности российского бухгалтерского учёта выручки и расходов.

***Таблица 3. Модель парсинга дохода для широкого спектра объектов операционной недвижимости***

|                  |  |
|------------------|--|
|                  | <b>Валовый операционный доход - выручка от основной деятельности бизнеса</b>   |
| <b>минус</b>     | Себестоимость  |
| <b>плюс</b>      | Амортизация, включённая в себестоимость  |
| <b>минус</b>     | Коммерческие расходы   |
| <b>минус</b>     | Расходы на управление  |
| <b>плюс</b>      | <i>Иные, ранее неучтённые доходы (при наличии)</i>   |
| <b>минус</b>     | <i>Иные, ранее неучтённые расходы (при наличии)</i>  |
| <b>минус</b>     | <i>Плата за управление (при необходимости)</i>   |
| <b>равно</b>     | <b>Чистый операционный доход от всех активов бизнеса</b>   |
| <b>минус</b>     | Чистый операционный доход от мебели, приспособлений и оборудования   |
| <b>минус</b>     | <i>Чистый операционный доход от идентифицированных нематериальных активов - имени / репутации / аффилированности (при наличии)</i> |
| <b>минус</b>     | <i>Чистый операционный доход от остаточных (неидентифицированных) нематериальных активов</i>                                       |
| <b>минус</b>     | Чистый операционный доход от авто- и иного транспорта  |
| <b>минус</b>     | Чистый операционный доход от сооружений, являющихся и не являющихся недвижимостью  |
| <b>равно</b>     | <b>Чистый операционный доход от единого объекта недвижимости, как остаток</b>  |
| <b>разделить</b> | <b>Ставка капитализации для единого объекта недвижимости</b>   |
| <b>равно</b>     | <b>Рыночная стоимость единого объекта недвижимости</b>   |

Как и в Табл. 1 и 2 в расчёт принимаются только те активы бизнеса, которые находятся в его собственности, и не принимаются в расчёт те активы бизнеса, которые взяты в аренду и/или лизинг. Это связано с тем, что операционные доходы от арендованных активов исключаются из процесса оценки

<sup>10</sup> Jones B. (2017), Dichotomy of the Excess Earnings Method, RMS Blog, 03.10.2017, <https://rmscommercialgroup.com/blog.php?id=4> . В частности, там приводится следующая цитата Шеннона Пратта: «Это наиболее широко злоупотребляемый и используемый не по назначению метод из всех методов оценки малого бизнеса и профессиональной практики».

недвижимости в составе себестоимости (как расходы). Особенно важно, что в соответствии с методом освобождения от роялти оценки нематериальных активов к таким активам относятся франшизы (например, гостиничных сетей) и лицензии (например, на добычу полезных ископаемых).

Необходимо проверить, чтобы в составе выручки и расходов были учтены строго те выручка и расходы, которые относятся к основному виду деятельности, для которого предназначена недвижимость. И, напротив, такие выручка и расходы, которые не относятся к основному виду деятельности, из расчёта были исключены с заменой их доходами от аренды при наличии такой возможности.

Например, при оценке отелей к основному виду деятельности относятся выручка и расходы должны, связанные с размещением гостей. Напротив, доходы и расходы от кафе, ресторанов, фитнес – клубов, саун, продажи сувениров и т.п. к основному виду деятельности не относятся. Однако существует возможность определить площади, занимаемые такого рода бизнесами и учесть их вклад в стоимость недвижимости через чистый операционный доход от сдачи этих площадей в аренду по рыночной ставке.

Кроме того, **в расчёт принципиально не включаются доходы и расходы по инвестиционным и финансовым операциям бизнеса.** Это отличает схему оценки, показанную в Табл. 3 от схемы оценки, показанной в Табл. 1, где на первом этапе из стоимости совокупных активов бизнеса вычитается стоимость финансовых активов.

Ещё одним принципиальным моментом является то, что **в оценке используется не свободный операционный денежный поток, включающий в себя, как чистый операционный доход, так и динамические элементы изменения отдельных типов активов и обязательств, а строго только чистый операционный доход от всех активов бизнеса или бизнес - операции.**

Поскольку все балансовые данные (выручка, себестоимость и пр.) не содержат в себе НДС, необходимо следить за тем, чтобы все остальные расчётные параметры, используемые в оценке, также не включали в себя НДС.

Как видно из Табл. 3., в итоге, рыночная стоимость единого объекта недвижимости определяется методом прямой капитализации.

Однако это справедливо для объектов операционной недвижимости, бизнес в/на которых имеет бессрочный (неопределённо долгий) характер.

Для объектов операционной недвижимости, имеющих конечный и относительно недолгий период эксплуатации, требуется применение метода дисконтирования денежных потоков с прогнозированием соответствующих расчётных показателей на срок функционирования бизнеса (примером является бизнес по добыче полезных ископаемых на земельном участке, являющемся объектом оценки).

Кроме того, в Табл. 3:

- к «Иным ранее неучтённым доходам» относится, например, оценка стоимости произведённой, но не отгруженной и/или не оплаченной покупателями ликвидной продукции, находящаяся, например, на складе (актуально, в частности, для производителей зерна при оценке земель сельхозугодий);
- к «Иным ранее неучтённым расходам» относятся, например, затраты капитального характера (капвложения), требуемые для функционирования бизнеса (актуально, в частности, для бизнеса по добыче полезных ископаемых).

Особо отметим, что в соответствии со всеми вышеприведёнными схемами оценки определяется рыночная стоимость именно единого объекта недвижимости, состоящая из рыночной стоимости здания(ий) и рыночной стоимости прав на

земельный участок, которую, как правило, ещё нужно распределить на составляющие земли и здания(ий) на следующем – завершающем - этапе процесса оценки <sup>11</sup>.

### ***Плата за управление***

Необходимость специального учёта платы за управление определяется спецификой бизнеса или бизнес – операции, которые осуществляются в/на объекте операционной недвижимости.

Этот бизнес или бизнес – операция могут как управляться внешней управляющей компанией или управляющим, как это принято в отельном бизнесе, так и самостоятельно владельцем.

В первом случае плата за управление уже присутствует в составе себестоимости или иных учтённых расходов.

Во втором случае владелец, управляющий бизнесом или бизнес – операцией, вправе рассчитывать на специальное вознаграждение, которое не относится к чистому операционному доходу ни от недвижимости, ни от иных активов бизнеса, а связано с их объединением воедино и совместным функционированием.

В частности, при оценке «обычной» коммерческой (офисной, торговой и т.д.) недвижимости расчёт чистого операционного дохода в обязательном порядке требует вычета расходов на управление (отдельно или в составе операционных или эксплуатационных расходов).

Однако, надо учитывать, что часть такого дохода или весь доход владельца может быть учтена в составе себестоимости и/или иных видов расходов (дискреционный доход владельца).

Кроме того, в соответствии с одним из подходов к учёту в оценке неидентифицированных нематериальных активов в случае, если бизнес или бизнес – операция осуществляемые в/на объекте операционной недвижимости управляется внешней управляющей компанией или управляющим, то плата за управление включает в себя в том числе чистый операционный доход от всех нематериальных активов, которые приносит в бизнес внешний управляющий, и никакого дополнительного учёта неидентифицированных нематериальных активов более не требуется <sup>12, 13</sup>.

Тем не менее, существуют бизнесы и бизнес – операции, которые управляются исключительно владельцами операционной недвижимости (или прав аренды на неё). В частности, это сельскохозяйственный бизнес на земле, добыча полезных ископаемых из недр и т.д. Насколько известно автору, в отношении такого рода объектов операционной недвижимости никаких однозначных рекомендаций в настоящее время не существует. Тем не менее, тон и характер специальной литературы по оценке такого рода объектов свидетельствует о том, что никакого специального учёта платы за управление в таких случаях не требуется, что не исключает наличия в такого рода бизнесах и бизнес – операциях составляющей неидентифицированных нематериальных активов.

Таким образом, вопрос учёта платы за управление подлежит специальному рассмотрению в процессе оценки рыночной стоимости операционной недвижимости

---

<sup>11</sup> Этот этап требуется не всегда, например, он не имеет места при оценке сельхозугодий

<sup>12</sup> Rushmore S. (2006), Why the "Rushmore Approach" is a Better Method for Valuing the Real Property Component of a Hotel – цит. соч.

<sup>13</sup> Appraisal Institute (2020), The Appraisal of Real Estate. Fifteenth Edition – цит. соч.

с учётом того, что не учёт этого компонента неизбежно приведёт к некоторому завышению рыночной стоимости операционной недвижимости (скорее всего – к завышению рыночной стоимости земли).

### **Чистые операционные доходы**

Чистые операционные доходы от соответствующих типов активов определяются:

- при наличии рыночных данных - через рыночные ставки аренды (арендные платы) соответствующих типов активов (в частности – активов движимого имущества);
- при недоступности таких рыночных данных – через определение рыночной стоимости соответствующих активов доступным для применения методом и её последующее умножение на соответствующую ставку капитализации.

Отдельное внимание необходимо уделить оценке чистого операционного дохода от неидентифицированных нематериальных активов.

Хотя обоснование ставки капитализации таких активов представляет собой сложную задачу, требующую итерационных процедур (см., например, <sup>14</sup>), в этом, как правило, не должно быть необходимости, поскольку:

- у «обычного», типичного и т.п. бизнеса такого рода активов, как правило, нет, поскольку в конкурентной среде их получение очень проблематично <sup>15</sup>;
- при наличии таковых активов чистый операционный доход от них может быть выделен «в натуре», например, путём сопоставления чистого операционного дохода от всех активов рассматриваемого бизнеса с чистыми операционными доходами от всех активов аналогичных бизнесов, непосредственно конкурирующих с рассматриваемым – превышение чистого операционного дохода от всех активов рассматриваемого бизнеса (или иного приемлемого показателя, например, прибыли) максимального показателя у конкурентов будет являться чистым операционным доходом от неидентифицированных нематериальных активов.

Соответственно, выявление такого типа активов и оценка чистого операционного дохода от них должно производиться в первую очередь, сразу после определения чистого операционного дохода от всех активов бизнеса и до определения чистых операционных доходов от всех иных типов активов,

1. при наличии оснований утверждать о наличии такого рода активов
2. на основании сопоставления операционных показателей рассматриваемого бизнеса и идентифицированных конкурентов.

---

<sup>14</sup> Quilitz W. (2019), The Excess Earnings Capitalization Rate, QuickRead Top Story, Valuation/Appraisal, 11.09.2019, <https://quickreadbuzz.com/2019/09/11/business-valuation-wayne-quilitz-method-for-calculating/>

<sup>15</sup> Между тем, имеются целые отрасли, в частности – рекламные билборды, в которых колоссальная разница в ценах продаж и полными затратами на создание нового объекта с учётом разумной предпринимательской прибыли никак не может быть объяснена никакими идентифицированными нематериальными активами: «... тот факт, что рекламный щит с затратами изготовления от 50 000 до 60 000 долларов может стоить от 500 000 до 900 000 долларов, является верным признаком того, что в бизнесе наружной рекламы, основанном на предоставлении услуг, задействовано значительно больше бизнес-ресурсов, чем в бизнесе, основанном на недвижимости. Невозможно представить, чтобы стоимость отеля, офисного здания или жилого комплекса в 10 - 15 раз превышала его первоначальные затраты» (Stoops D.R. (2003), Billboard valuation: fundamental asset allocation issues, Appraisal Journal, Apr 1, [https://www.thefreelibrary.com/Billboard+valuation%3a+fundamental+asset+allocation+issues.+\(Features\).-a0101679241](https://www.thefreelibrary.com/Billboard+valuation%3a+fundamental+asset+allocation+issues.+(Features).-a0101679241) ).

## **Рыночные стоимости**

При необходимости рыночные стоимости соответствующих активов оцениваются традиционными методами сравнительного и/или затратного подходов. В последнем случае надо учитывать, что помимо физического износа, для определения рыночной стоимости требуется учесть функциональное и внешнее обесценение.

## **Ставки капитализации**

Как и в иных случаях, предпочтительным методом определения ставок капитализации является рыночная экстракция<sup>16</sup>.

Тем не менее, осуществить рыночную экстракцию ставок капитализации, как единых объектов операционной недвижимости, так и отдельных типов активов на практике возможно не всегда.

В связи с этим на практике были выработаны некоторые практические рекомендации, которые обобщены автором в Табл. 4.

**Таблица 4. Практические рекомендации по определению ставок капитализации**

| <b>Типы активов</b>                                  | <b>Используемые ставки капитализации</b>   |
|--|--|
| Мебель, приспособления и оборудование                | Ставки капитализации должны включать в себя компоненты возврата капитала и доходности капитала <sup>17, 18</sup> , что реализуется при использовании в качестве ставки капитализации ипотечной постоянной по ссуде, выданной по рыночной для такого типа активов ставке, на срок, равный оставшемуся сроку эксплуатации актива <sup>19</sup> .<br>Как правило больше ставки капитализации единого объекта недвижимости |
| Авто- и иной транспорт                               |  |
| <b>Единый объект недвижимости</b>                    | <b>Ставки капитализации могут быть приняты равными ставкам капитализации наиболее близкой по смыслу обычной (неоперационной) недвижимости<sup>20</sup> – офисной, торговой, производственно – складской</b>  |
| Сооружения, являющиеся и не являющиеся недвижимостью | Поскольку такие сооружения имеют смысл только в совокупности с основным объектом недвижимости, их ставки капитализации принимаются равными ставке капитализации единого объекта недвижимости   |
| Идентифицированные нематериальные активы             | Для бизнесов, основанных на недвижимости, равна ставке капитализации собственного капитала компании (бизнеса), хотя теоретически может быть больше неё.  |

<sup>16</sup> Appraisal Institute (2020), The Appraisal of Real Estate – цит. соч.

<sup>17</sup> Там же

<sup>18</sup> Rushmore S. (2006), Why the "Rushmore Approach" is a Better Method ... - цит. соч.

<sup>19</sup> Detlefsen H. (2016), Valuing a Hotel's Real and Personal Property Separately. How to Separate Tangible Personal Property Value from Real Property Value in Hotels, hospitalitynet.org, 08.12.2016, <https://www.hospitalitynet.org/opinion/4079831.html>

<sup>20</sup> Appraisal Institute (2020), The Appraisal of Real Estate – цит. соч.

Наибольшую неопределённость имеет процесс определения ставок капитализации идентифицированных нематериальных активов.

Как утверждают Пратт, Рейли и Швайс применительно к избыточному доходу компании, не относящемуся к доходу от материальных активов компании, т.е. доходу от нематериальных активов компании

*Средневзвешенные ставки капитализации материальных активов и избыточного дохода (взвешенные по стоимости, приписываемой каждому из двух компонентов) должны быть такими же, как общая ставка капитализации компании <sup>21</sup>.*

Это представляется достаточно очевидным. А вот ещё одно их утверждение о том, что

*... ставка капитализации, применимая к избыточным доходам, обычно должна быть выше, чем общая требуемая ставка для собственного капитала (ставка капитализации) компании.*

таковым не является. В частности, как показывает Уэйн Квилитц в своём анализе <sup>22</sup>,

- это справедливо только для случая, когда стоимость нематериальных активов компании существенно – в 1,3 раза и более – больше стоимости всех материальных активов компании, что, очевидно, характерно для IT – компаний, но не имеет места для компаний (бизнесов), связанных с операционной недвижимостью;
- в случаях, когда основную, большую долю стоимости всех активов компании составляют материальные активы, а относительная доля нематериальных активов невелика – 0,50 и менее – их ставка капитализации примерно равна ставке капитализации компании – ставке доходности собственного капитала компании;
- в остальных случаях ставка капитализации нематериальных активов компании выше ставки капитализации компании на 10 - 20%

## **Распределение стоимости недвижимости на здание(я) и землю**

Последний этап оценки объектов операционной недвижимости, не показанный в таблицах выше, заключается на распределение стоимости единого объекта недвижимости на компоненты земли и здания(ий).

Для этого необходимо сначала определить рыночную стоимость земли, как вакантной (не застроенной), а потом вычесть её из стоимости единого объекта, что даст рыночную стоимость здания(ий).

Альтернативный возможный вариант, предусматривающий определение рыночной стоимости здания(ий) затратным подходом, не является правильным, поскольку даже для новых и относительно новых зданий, не имеющих физического износа и функционального устаревания, компонент внешнего устаревания является

---

<sup>21</sup> Pratt S.P, Reilly R.F, Schweih R.P (1998), Valuing Small Businesses and Professional Practices, 3-rd Edition, McGraw-Hill

<sup>22</sup> Quilitz W. (2019), The Excess Earnings Capitalization Rate, QuickRead Top Story, Valuation/Appraisal, 11.09.2019, <https://quickreadbuzz.com/2019/09/11/business-valuation-wayne-quilitz-method-for-calculating/>

трудноопределимым, что не позволяет рассчитывать на получение достоверного результата.

Неприемлемым является распределение рыночной стоимости единого объекта недвижимости на основании неких «типичных», «рыночных» и пр. долей земли в стоимости единого объекта, публикуемые в т.н. «справочниках экспертных данных и корректировок», поскольку эти значения только случайным образом могут отражать действительность.

Определение рыночной стоимости земельной компоненты может быть осуществлено с помощью

1. методов сравнительного подхода, что предпочтительно, но отнюдь не всегда реализуемо на практике по причине отсутствия рыночной ценовой информации;
2. метода остатка для земли.

В последнем случае надо исходить из того, что рыночная стоимость земельного участка как вакантного определяется, исходя из строительства на нём нового идеального здания, не имеющего износа, устаревания и обесценения.

Для определения рыночной стоимости такого здания необходимо определить затраты замещения (воспроизводства) такого здания и увеличить их на величину предпринимательского стимула (в соответствии с <sup>23</sup>).

Затем надо определить рыночную стоимость идеально функционирующего в таком здании единого объекта недвижимости, что реализуется по схеме, представленной выше, но с учётом того, что выручка и затраты от операционной деятельности, а также все активы бизнеса с их чистыми операционными доходами, соответствуют функционированию бизнеса со 100%-ной (или номинальной) загрузкой в течение всего года.

Разница между полученной рыночной стоимостью такого идеально функционирующего единого объекта недвижимости и рыночной стоимостью идеального здания даст рыночную стоимость земельного участка, как вакантного.

А разница между рыночной стоимостью реального функционирующего единого объекта недвижимости и рыночной стоимостью земельного участка, как вакантного, даст рыночную стоимость реального здания с учётом всех форм обесценения (физического, функционального и внешнего).

Пример оценки недвижимости парк – отеля с использованием описанной методологии приведён в <sup>24</sup>.

## **Заключение**

Исходя из того, что на практике оценки объектов операционной недвижимости наблюдается отсутствие единообразия в распределении стоимости совокупных активов бизнеса, функционирующего в/на такой недвижимости по материальной (движимой и недвижимой) и нематериальным составляющим, настоящая статья систематизирует и упорядочивает методологические представления и требования к оценке такого рода объектов.

---

<sup>23</sup> Слуцкий А.А. (2023), Прибыль предпринимателя и предпринимательский стимул, Теория, методология и практика оценки, 05.07.2023, <http://tmpo.su/sluckij-a-a-pribyl-predprinimatelja-i-predprinimatelskij-stimul/>

<sup>24</sup> Слуцкий А.А. (2023), Метод остатка при оценке объектов операционной недвижимости (на примере оценки парк – отеля), Теория, методология и практика оценки, 18.09.2023, <http://tmpo.su/sluckij-a-a-metod-ostatka-pri-ocenke-obektov-operacionnoj-vedvizhimosti-na-primere-ocenki-park-otelya/>

Кроме того, статья содержит некоторые конкретные рекомендации по определению отдельных параметров оценки.

Тем не менее, необходимо исходить из того, что изложенная концепция оценки рыночной стоимости объектов операционной недвижимости в предпосылке продолжения деятельности (а не в предпосылке ликвидации) является вынужденным методологическим подходом. Это означает, что, если имеется реальная возможность оценки рыночной стоимости объектов операционной недвижимости в традиционной предпосылке ликвидации (продажи), такая оценка должна быть в безусловном приоритете. В этом случае оценка рыночной стоимости объектов операционной недвижимости в предпосылке продолжения деятельности не является необходимой и может выполнять только вспомогательную, подтверждающую функцию.

Однако, в тех случаях, когда оценка рыночной стоимости объектов операционной недвижимости в предпосылке ликвидации невозможна, то оценке рыночной стоимости объектов операционной недвижимости в предпосылке продолжения деятельности не имеет альтернативы и является наилучшим выходом.