

ОЦЕНКА НЕРАЗДЕЛЁННЫХ ДОЛЕЙ В НЕДВИЖИМОСТИ: ОБЩЕПРИНЯТЫЕ МЕТОДЫ ОЦЕНКИ

СЛУЦКИЙ А.А., к.т.н.,
Заместитель Председателя Комитета
по научным и методическим вопросам в оценочной деятельности
Союза Саморегулируемых Организаций Оценщиков

Введение

Вплоть до настоящего времени методология оценки долей в объектах недвижимости в России представляет собой одну из наиболее спорных областей в профессии оценки, что порождает чрезвычайно широкий спектр «мнений» относительно порядка оценки и соответствующих им «креативных» методик оценки, не имеющих никакого объективно рыночного подтверждения.

Между тем, в международной (прежде всего – в американской) практике оценки долевых интересов в недвижимости уже в начале XXI века при самом непосредственном участии судов и налоговых органов был достигнут некоторый методологический консенсус (что вовсе не исключает споров по частным вопросам).

Рыночный дисконт к пропорциональной стоимости доли существует

Пропорциональная стоимость доли – произведение рыночной стоимости объекта целиком на размер доли.

При этом как указывает Роберт Симен ¹,

Иногда кто-то утверждает, что неразделенные интересы в сфере недвижимости являются рыночными и не требуют дисконтов. Мы не знаем никаких опубликованных и задокументированных фактов, подтверждающих этот аргумент ...

Нам известны некоторые попытки вербально – логического объяснения отсутствия дисконта (и даже возможности наличия премии к пропорциональной стоимости доли). Более того, ранее такую позицию зачастую занимали суды ².

Однако, как замечает один из крупных функционеров Американского общества оценщиков Чарли Диксон ³

Логические аргументы должны подкрепляться обширными исследованиями и практическими доказательствами и приводить к фактическим выводам.

¹ Seaman R.M. (1997), Valuation of Undivided Interests in Real Property, Business Valuation Review 16, no. 1 (March. 1997). <http://sbgbusinessvaluation.com/R.Seamanarticle.htm>

² Автор также ранее придерживался такой позиции, обосновывая её требованием аддитивности долей – сумма рыночных стоимостей долей должна быть равна рыночной стоимости объекта целиком, как максимально достижимой цены.

³ Dixon C. (2023), Deductive vs. Inductive Reasoning in Appraisal Review, Appraisal Review & Management E-Journal 2023, Vol. 7, Is. 1, https://www.appraisers.org/docs/default-source/6.-publications/arm-e-journal/arm_e-journal-2023-v7-i1.pdf?sfvrsn=1e1bd7ff_3

Соответственно, в оценке рыночной стоимости вербально – логические аргументы и решения судов не имеют существенного веса без эмпирических подтверждений и тем более не могут противоречить им. А эмпирические исследования убедительно свидетельствуют о наличии указанного дисконта. Более того, имеются и формально – математические обоснования указанного дисконта. И первое, и второе будет показано ниже.

Общепринятые подходы и методы оценки

В двух статьях, посвящённых оценке неразделённых долей, в параграфах «Общепринятые подходы и методы оценки» указывает международно - признанный авторитет в методологии оценки Роберт Рейли ⁴ утверждает (см. также работу коллег Рейли по Willamette Management Associates Катрин Джилберт и Райана Стюарта ⁵):

Существует два подхода и метода оценки, которые обычно используют оценочные аналитики для оценки доли долевого владения недвижимостью:

- 1. рыночный ⁶ подход - метод анализа сделок купли-продажи,*
- 2. доходный подход - метод парционного анализа.*

Сравнительный подход. Метод анализа сделок купли - продажи

Этот метод легко понятен и заключается в умножении пропорциональной стоимости доли на эмпирически определённый коэффициент дисконта:

$$PC_{нрд} = PC_{д} \times (1 - ЭД) = PC_{соц} \times РД \times (1 - ЭД), \quad (1)$$

PC_{нрд} – рыночная стоимость неразделённой доли;

PC_{соц} – рыночная стоимость объекта целиком на дату оценки;

PC_д = PC_{соц} x РД – пропорциональная стоимость доли;

РД – размер доли в отн. ед.;

ЭД – эмпирический дисконт.

Результаты ряда американских исследований ЭД для различных типов недвижимости обобщены в цитированных статьях Рейли, Джилберт и Стюарта, а

⁴ Reilly R.F. (2010), Valuing a Real Estate Undivided Interest in the Marital Estate, American Journal of Family Law, 24, no. 3 (Fall), https://willamette.com/pubs/presentations/undivided_interest_marital_estate.pdf, Reilly R.F. (2010), The impact of an undivided interest on real estate value, JPTAA, Vol. 7 (2010) Iss. 2, <https://researchexchange.iaao.org/jptaa/vol7/iss2/3/>

⁵ Israel T. (2003), Undivided Interests in Real Estate, Valuation Strategies, May/June, <http://nebula.wsimg.com/ca78dc305bff0485cbcc2185ec193909?AccessKeyId=C7BB436811E0317D1AD0&disposition=0&alloworigin=1>

⁶ Авторы являются оценщиками бизнеса и нематериальных активов. Поэтому применительно к сравнению продаж ими используется термин «рыночный подход», а не «сравнительный подход».

также в статьях Тэда Израэля ⁷, Дэвида Зоннемана ⁸ и др. В целом, если и можно говорить о некоей воспроизводимости результатов, то в очень широком интервале - средние и медианные значения, полученные в разных исследованиях, лежали в интервале от 0,15 до 0,45 отн. ед. Соответственно, абсолютный интервал, в котором находились величины ЭД, был минимум в два раза больше.

Из российской практики оценки нам известны два исследования (автор не утверждает, что иных исследований не существует).

1. Исследование А.В. Блинова ⁹ для долей в квартирах в Москве, в котором было получено, что доверительный интервал для ЭД с вероятностью 95% составлял 0,29 - 0,36 отн. ед., а математическое ожидание ЭД - 0,32 отн. ед. Однако интервал изменения ЭД при фиксированном размере доли был очень широк, например, при размере доли 0,50 отн. ед. величины ЭД находились в интервале от 0,10 до 0,55 отн. ед.

2. Исследование С.Н. Волосникова ¹⁰ также для долей в квартирах в Москве, в котором получено, что средние значения дисконтов для наиболее распространённых размеров долей очень близки, находятся в диапазоне 26,0 – 29,2%. При этом, как и в случае исследования А.В. Блинова интервал изменения ЭД при фиксированном размере доли был очень широк, например, при размере доли 0,50 отн. ед. величины ЭД находились в интервале от 0,01 до 0,60 отн. ед.

Как видно, эти результаты хорошо согласуются с данными американского рынка, что представляется вполне нормальным, если принять как исходное единство человеческих материальных мотивационных предпосылок.

Напротив, альтернативные рыночным исследованиям попытки использовать в оценке результаты псевдостатистических обработок угадываний (пожеланий) оценщиков, приведённые в ¹¹, которые очень характерны для российской практики оценки, ничего кроме «обиды за профессию» не вызывают.

Доходный подход. Метод парционного анализа ¹²

Далее в авторской адаптации описания метода, приведённого в цитированных статьях Рейли, Джилберт и Стюарта, Израэля и др., описывается алгоритм оценки неразделённой доли методом парционного анализа для более распространённого случая, когда выдел доли в натуре невозможен или нецелесообразен с позиций

⁷ Gilbert K.A., Stewart C.R. (2010), Valuing Real Estate Fractional Ownership Interests, Willamette Management Associates Insights Journal, Summer, https://willamette.com/insights_journal/10/summer_2010_12.pdf

⁸ Sonneman D. (2001), Valuation of Undivided Interests—The Elephant in the Room: How Much Emphasis on Partition Analysis? The Appraisal Journal, Summer, <http://www.appraisal institute.org/file.aspx?DocumentId=2839>

⁹ Блинов А.В. (2019), Оценка доли в праве на квартиру, Теория, методология и практика оценки, 03.02.2019, <http://tmpo.su/blinov-a-v-ocenka-doli-v-prave-na-kvartiru/>

¹⁰ Волосников С.Н. (2019), Сколько стоит доля в квартире, Право.Ру, 11.11.2019, <https://pravo.ru/opinion/215936/>

¹¹ Тертыченко Э.И. (2019), Результаты экспертных оценок поправок (корректировок) на обесценивание объектов и долей жилой недвижимости и земельных участков, находящихся в общей собственности, Вопросы оценки, № 2, <http://sraroo.ru/upload/iblock/72a/VO-02-2019.pdf>. В частности, сильная зависимость дисконта от размера доли, которая имеет место в данной статье, абсолютно не подтверждается данными как американских, так и российских эмпирических исследований.

¹² В ряде работ этот метод также именуется «метод анализа разделений (разделов)».

наиболее эффективного использования (юридически недопустимо и/или физически невозможно и/или финансово нецелесообразно) ¹³.

Оценка проводится по сценарию, когда владелец доли

1. инициирует судебный процесс раздела, с целью получения разрешения продать долю на рынке по установленной судом оценке ¹⁴, по завершении которого
2. выставляет долю на рынок и после проведения соответствующего маркетинга продаёт долю на рынке.

Такой путь является единственным в случае, когда иные совладельцы не выражают согласия выкупить его долю в объекте недвижимости (т.н. «раздел по оценке» исключается).

Рыночная стоимость неразделённой доли определяется методом парционного анализа (partition analysis method) определяется по следующей формуле

$$P_{\text{Снрд}} = P_{\text{Д}} \times (P_{\text{ВП}} - P_{\text{ЗР}}), \quad (2)$$

где

$P_{\text{Снрд}}$ – рыночная стоимость неразделённой доли;

$P_{\text{Д}}$ – размер доли в отн. ед.;

$P_{\text{ВП}}$ – приведённая выручка от продажи;

$P_{\text{ЗР}}$ – приведённые затраты на раздел.

В свою очередь, компоненты формулы (2) - $P_{\text{ВП}}$ и $P_{\text{ЗР}}$ - определяются по формулам (3) и (4) следующим образом:

$$P_{\text{ВП}} = \frac{P_{\text{Соц}} \times (1 + g)^{(T_{\text{проц}} + T_{\text{эксп}})}}{(1 + R + g)^{(T_{\text{проц}} + T_{\text{эксп}})}} = \left(\frac{P_{\text{Соц}} \times (1 + g)}{(1 + R + g)} \right)^{(T_{\text{проц}} + T_{\text{эксп}})}, \quad (3)$$

где

$P_{\text{Соц}}$ – рыночная стоимость объекта целиком (100% прав) на дату оценки;

g – ожидаемый годовой темп роста стоимости объекта целиком за срок $T_{\text{проц}} + T_{\text{эксп}}$;

$T_{\text{проц}}$ – продолжительность судебного процесса по разделению в годах;

$T_{\text{эксп}}$ – продолжительность срока экспозиции доли на рынке для продажи после завершения судебного процесса по разделению в годах;

R – ставка капитализации объекта целиком;

$R + g$ – ставка дисконтирования объекта целиком.

$$P_{\text{ЗР}} = \sum_{k=1}^n \frac{Z_{\text{атр } k}}{(1 + R + g)^{T_{k-0,5}}} + \sum_{k=n+1}^m \frac{Z_{\text{атр } k}}{(1 + R + g)^{T_{k-0,5}}}, \quad (4)$$

где

$Z_{\text{атр } k}$ – затраты по разделению и продаже доли в k – тый год;

¹³ В ином случае – когда выдел доли в натуре соответствует наиболее эффективному использованию – в приведённый алгоритм необходимо вносить изменения, связанные с использованием более высокой, чем пропорциональная рыночная стоимость доли, рыночной стоимости выделенного в натуре нового объекта недвижимости.

¹⁴ Такой процесс может быть инициирован и со-собственниками объекта недвижимости в связи с несогласием с предложенной им ценой выкупа доли

- 0,5 – коэффициент, показывающий, что затраты осуществляются равномерно в течение k – того года (может использоваться иное распределение затрат по времени);

$T_{\text{проц}}$ продолжается, начиная с года 1 до года n включительно – первое слагаемое формулы (4), $T_{\text{эксп}}$ продолжается, начиная с $n + 1$ года до года m включительно – второе слагаемое в формуле (4).

Очевидно, что первое слагаемое в формуле (4) относится к затратам, связанным с судебным процессом и иными действиями, необходимыми для раздела, а второе слагаемое – к затратам, связанным с продажей доли.

Поскольку

1. в формуле (2) $(1 + g)$ очевидно меньше $(1 + R + g)$, то ПВП меньше РС_{оц}, а кроме того,

2. из ПВП надо ещё вычесть ПЗП, которые положительны, то РС_{нрд} однозначно меньше пропорциональной стоимости неразделённой доли, равной РС_{оц} \times РД. Таким образом, существование дисконта относительно пропорциональной стоимости неразделённой доли является формально и объективно доказанным.

Рекомендации по определению расчётных параметров приведены в таблице ниже.

Обозначение	Наименование	Порядок определения
РС_{оц}	рыночная стоимость объекта целиком	<ul style="list-style-type: none"> определяется обычным образом методами сравнительного и/или доходного и/или затратного подходов
R	ставка капитализации объекта целиком	<ul style="list-style-type: none"> определяется по данным анализа рынка; в силу более высокого риска вложений в долю по сравнению с вложением в полное право собственности не может быть меньше ставки капитализации в сегменте рынка соответствующих объектов недвижимости; может быть принята равной ставке капитализации в наиболее рискованных сегментах рынка недвижимости; кроме того, может быть определена с использованием техники группы инвестиций, исходя из того, что недоступность заёмного капитала для покупки долей в недвижимости является рыночной нормой.
g	ожидаемый годовой темп роста стоимости объекта целиком	<ul style="list-style-type: none"> определяется по данным анализа рынка; в случае, если обосновать годовой темп роста стоимости не удаётся, его можно принять равным нулю.
T_{проц}	продолжительность судебного процесса по разделению	<ul style="list-style-type: none"> определяется по данным юридических и адвокатских компаний; может достигать нескольких лет.
T_{эксп}	продолжительность срока экспозиции доли на рынке для продажи после завершения судебного процесса по разделению	<ul style="list-style-type: none"> определяется по результатам анализа рынка; не может быть меньше срока экспозиции аналогичных объектов целиком;

		<ul style="list-style-type: none"> • обычно выше срока экспозиции аналогичных объектов целиком и может достигать нескольких лет.
Затр к	<p>элементы всех уместных затрат ¹⁵, связанных с судебным процессом и продажей доли:</p> <ul style="list-style-type: none"> • затраты на предварительную оценку и консультации; • гонорары юристов и адвокатов; • судебные расходы (пошлина, оплата экспертиз и т.п.); • специфические затраты, связанные с продажей именно доли, а не всего объекта; • иные уместные оправданные затраты. 	<ul style="list-style-type: none"> • определяются на основании анализа рынка; • могут быть приняты равными фактическим значениям в случае, если они не противоречат данным рынка

Необходимо отметить, что из приведённого методологического подхода никак не следует, что размер дисконта к пропорциональной стоимости доли должен зависеть от:

1. размера доли – супермалый, малый, крупный и т.п.;
2. рыночной стоимости объекта целиком – высокая, низкая и т.п.;
3. фазы цикла рынка недвижимости – бум, спад, рецессия и т.п.

В целом, как можно заметить, указанный дисконт в основном определяется сроком процесса разделения и продажи, который значительно превышает срок продажи объекта целиком.

Заключение

Как и во многих иных случаях использование сравнительного подхода для оценки долей является предпочтительным. Однако в условиях отсутствия фактических данных (в достаточных количествах) по эмпирическим дисконтам в сегменте объекта оценки, в месте расположения объекта оценки и на дату оценки делают его применение более чем проблематичным. Даже если в крупном городе такие данные можно найти в отношении квартир, сложно доказать, что эти данные имеют какое – либо отношение к продаже доли в коммерческом объекте или в крупном земельном участке.

На этом фоне применение метода парционного анализа доходного подхода возможно всегда, но практическое применение метода неминуемо покажет высокую неопределённость временных параметров. Однако, даже в этом случае можно достичь сначала интервальной оценки рыночной стоимости доли, а затем, в том числе и с привлечением данных по эмпирическим дисконтам из сравнительного подхода сузить этот интервал и достичь точечной, наиболее вероятной оценки в виде конкретного числа.

Таким образом, совместное применение двух методов, как и во всех иных случаях, способно существенно повысить достоверность результата оценки.

¹⁵ Нельзя считать уместными затраты, обычно не учитываемые при оценке рыночной стоимости, например, комиссионные брокеров.