

Николай ТРИФОНОВ,
Председатель Белорусского общества оценщиков,
действительный член Международной инженерной академии,
кандидат физико-математических наук

РЕКОМЕНДАЦИИ БЕЛОРУССКОГО ОБЩЕСТВА ОЦЕНЩИКОВ ПО УЧЕТУ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ РЫНКОВ ИЗ-ЗА ТЕКУЩЕГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО СПАДА

АННОТАЦИЯ

Рассчитываемые оценщиком итоговые величины принципиально неточны, то есть получены с некоторой погрешностью. Проблема неопределённости в исходных данных, процессах и результатах оценки стоимости обостряется в наблюдаемый период экономического спада из-за объявленной пандемии. В работе обобщены правила учёта этих обстоятельств, выработанные на основании опыта предыдущих экономических кризисов нынешнего столетия. Рекомендации предназначены для оценщиков, работников банковских залоговых служб, потребителей оценки и относятся как к предварительной стадии оценки стоимости, так и к расчётным процедурам. Статья подготовлена в рамках договора о сотрудничестве между Ассоциацией белорусских банков и Белорусским обществом оценщиков.

ВВЕДЕНИЕ

В наших странах экономическое влияние начавшихся мировых потрясений появилось в марте. По данным национальных банков Республики Беларусь¹, Казахстана² и Украины³ 10 марта национальные валюты этих стран впервые в году резко просели по отношению к доллару США и евро. В Беларуси одновременно был отмечен скачок по отношению к российскому рублю. На следующий день, 11 марта, Центробанк Российской Федерации⁴ заявил о значительном (по сравнению с предыдущими колебаниями) росте курсов американского доллара и евро к российскому рублю.

На финансовые рынки решающее влияние, по-видимому, оказало объявление Всемирной организацией здравоохранения 11 марта «глобальной пандемии». Анализируя данные агентства Блумберг⁵, можно заметить, что доходность еврооблигаций стран СНГ со средним рейтингом на вторичном рынке резко возросла в конце первой декады марта. Например, в течение января-февраля долгосрочные (погашение в 2030 году) обязательства Беларуси (рейтинг В) котировались на уровне доходности в 5% годовых, а на 11 марта их доходность возросла до 6,5%. Аналогично по украинским обязательствам (В, погашение в 2023 году) произошел рост с 5% до 9,7%, по обязательствам Таджикистана (В-, погашение в 2027 году) – рост с 10% до 12,2%. Долгосрочные обязательства Российской Федерации аналогичным образом провалились 18 марта⁶.

Национальный банк Республики Беларусь в мартовском обзоре конъюнктуры⁷ указал на текущий спад экономических показателей, таких как объем производства (уменьшение на 6,3% за месяц) и индекс экономических настроений, особенно в строительстве (уменьшение объема заказов на внешнем рынке на 22,2% за месяц, на внутреннем рынке – на 15,0%) и на транспорте (уменьшение спроса на услуги на 25,5% за месяц). Это повлияло и на рынки недвижимости. По данным аналитической службы Realt.by⁸, во вторую половину марта сильно (более чем в 2 раза) увеличилось число объявлений о продаже жилой недвижимости, в которых цены предложения были уменьшены по сравнению с первоначальными на 5-15%. Квартирный индекс БОО (Белорусского общества оценщиков), представляющий собой цену квадратного метра общей площади квартир в Минске в долларах США по всему объему предложения, после 13 марта пошел вниз и к апрелю значил менее 1400⁹.

Все эти и многие другие обстоятельства изменяют ситуацию на различных рынках, особенно инвестиционной недвижимости и предприятий. Деятельность оценщика усложняется. Под влиянием

¹ <https://www.nbrb.by/Statistics/rates/Graphic>

² <https://nationalbank.kz/?furl=cursFull&switch=rus>

³ <https://bank.gov.ua/markets/exchangerates?date=10.03.2020&period=daily>

⁴ https://www.cbr.ru/currency_base/daily/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.To=11.03.2020

⁵ <https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds>

⁶ <http://www.finmarket.ru/bonds/analytics/5194348>

⁷ https://www.nbrb.by/publications/economicconjunction/express_03_2020.pdf

⁸ <https://realt.by/news/monitoring/article/27137/>

⁹ <https://realt.by/news/article/27182/>

прошедших в нынешнем столетии экономических кризисов правила учета этих обстоятельств были достаточно разработаны и стандартизированы [1-2]. Тем не менее наметившийся в результате объявленной пандемии экономический спад на глобальных и местных рынках, который, вообще говоря, касается рынка каждого объекта оценки, заставляет вспомнить правила оценки стоимости таких условий [3-6].

РЕКОМЕНДАЦИИ

Настоящие рекомендации относятся как к предварительной стадии оценки, так и к расчётным процедурам.

1. Анализ рынка объекта оценки

Анализ рынка требует повышенной тщательности. Хотя оценка стоимости использует преимущественно микроэкономические данные, макроэкономические показатели также начали существенно изменяться. При этом наряду с анализом рыночной ситуации в стране и отрасли следует особое внимание уделить исследованию изменений, которым подвергся **рынок объекта оценки**. Часто рынок сужается, уменьшая количество объектов сравнения и приобретая большую неопределенность о будущем развитии. При этом характер таких изменений индивидуален для каждого отдельного рынка объекта оценки. Важно определить, носили ли они кризисный характер, и если это так, то **определить дату кризиса**. В случае если дата оценки близка к дате кризиса, возможно, понадобится включение в анализ докризисного состояния рынка.

2. Осмотр объекта оценки

Хотя общепринятые стандарты оценки требуют личного осмотра объекта оценки, в условиях пандемии возможны различные препятствия, в том числе и правового характера. В этих случаях осмотр может быть выполнен удалённо (с помощью сетевых технологий или даже по фотографиям). Во всех случаях условия осмотра должны быть отражены в отчёте.

3. Конкретизация денежной единицы оценки

В МСО 101 описано содержание задания на оценку, которое, среди прочих составляющих, предварительно необходимых для проведения оценки, выделяет **валюту (денежную единицу) оценки**: «Необходимо определить валюту, которая будет использована при проведении оценки и в окончательном отчете или в заключении об оценке». Например, оценка может быть выполнена в евро, или в долларах США, или в одной из местных валют, но только **в одной** определенной **денежной единице**. С этим перекликаются требования Положения об оценке стоимости объектов гражданских прав в Республике Беларусь, утвержденного Указом Президента Республики Беларусь от 13.10.2006 № 615, где в главе 4 (п.п. 9, 11, 12) в качестве обязательной составляющей договора на оценку, заключения об оценке и отчета об оценке фигурирует «наименование валюты, в которой проводится оценка». Это предписание Положения об оценке стоимости объектов гражданских прав в Республике Беларусь Белорусское общество оценщиков (БОО) считает одним из своих достижений. Будучи членом Совета по международным стандартам оценки, БОО добивалось включения этого положения в МСО, где в пожелательном виде оно появилось в 2013 году, а в императивном – в 2020.

Предварительная конкретизация денежной единицы становится особенно важной в условиях нестабильных экономик, когда обменные курсы между мировыми валютами и местной денежной единицей на рынках различных объектов оценки могут различаться, как известно из опыта предыдущих кризисных лет, в разы. Конкретизация денежной единицы влечет за собой и использование соответствующих исходных данных и методологии расчетов, которые, в общем случае, дают различающиеся результаты. В нынешних условиях разумный оценщик должен категорически исключить, как и требует белорусское законодательство, принятие оценки одновременно в нескольких валютах, например, «в белорусских рублях или в долларах США». Обменный курс на рынке объекта оценки неизвестен, но практически наверняка не соответствует курсу Национального банка или какого-либо другого финансового органа, устанавливающего обменный курс.

4. Вид определяемой стоимости

МСО 101 «Задание на оценку» также требует предварительно определить **вид стоимости**, который будет рассчитываться в оценке. Документ говорит о том, что используемый вид стоимости должен соответствовать цели оценки. Описанию возможных видов стоимости посвящены МСО 104 «Виды стоимости» [1, с. 21-39] и ЕСОС 2 «Виды стоимости» [2, с. 8-11].

До настоящего времени наиболее часто оценщики рассчитывали рыночную стоимость. Но понятие рыночной стоимости тесно связано со стабильностью рынка объекта оценки. Чем более нестабилен рынок, тем дальше определяемая стоимость объекта от рыночной. Понятие рыночной стоимости –

это идеализация, в основе которой лежит открытый, конкурентный и стабильный рынок однородного товара (стоимость которого пропорциональна его количеству), такого как зерно, нефть и т.п. Большинство из этих условий нарушаются в современной экономической ситуации. Поэтому при обсуждении задания на оценку **следует по возможности уходить от рыночной стоимости**, используя в зависимости от цели оценки другие меновые (справедливая, ликвидационная) или потребительские виды стоимости (инвестиционная, пользовательская) [3, 5].

4. Применение подходов к оценке

В силу возможного отсутствия или повышения ненадежности исходной информации **следует использовать максимум доступных подходов** к оценке. По тем же причинам возможно использование нескольких методов в рамках одного подхода.

5. Затратный подход

При применении затратного подхода к оценке следует во всех используемых методах **учитывать текущую стоимость составляющих** объекта оценки, возможно, с использованием соответствующей индексации.

6. Сравнительный подход

При применении сравнительного подхода к оценке следует **исследовать тенденцию поведения цен на рынке объекта оценки**, понимая, что она в общем случае неравномерна и отличается от тенденции других рынков. На рынке объекта оценки могут резко увеличиться объемы продаж или покупок. Следует тщательно определять **размер поправки на состояние рынка**, особенно при необходимости рассмотрения в качестве объекта сравнения докризисной сделки.

Особое внимание надо обращать на возможное сокращение рынка вплоть до единственного составляющего – объекта оценки, что может потребовать изменения используемых методов и уменьшит надежность применения сравнительного подхода.

При использовании в подходе статистических данных, относящихся к хвостам распределения, следует помнить об их меньшей вероятности, а значит, меньшей достоверности.

7. Доходный подход

Работа с доходным подходом в условиях увеличения будущей неопределенности дохода также требует особого внимания. При применении доходного подхода следует решить, в зависимости от задания на оценку, **будет или не будет учитываться в расчете инфляция**, и жестко контролировать данный выбор во всех исходных данных. Неопределенность в отношении будущего практически исключает использование метода прямой капитализации, даже при аккуратном учете обесценивания актива.

При использовании метода приведенного потока платежей (discounted cash flow, DCF) нестабильность рынка вызывает применение переменных ставок приведения (discount rate) [3]. При расчете прогнозирования дохода следует учитывать его будущее снижение, как и уменьшение конечной отдачи (terminal value). Требуется внимания также и **расчет прогнозного периода**, который может быть ограничен возможностями надежного прогнозирования. **Ставки приведения для текущего потока платежей и для конечной отдачи** в общем случае **должны различаться**. Если валюта оценки отличается от валюты в прогнозах денежного потока (в п. 50 МСО последняя названа «функциональной валютой»), то для приведения потока следует применять ставку приведения для функциональной валюты, а затем конвертировать в валюту оценки по обменному курсу на рынке объекта оценки на дату оценки.

Для расчёта ставки приведения предпочтителен способ накопления рисков, поскольку способ рыночной выжимки наверняка не будет обеспечен исходными данными. При выборе в качестве валюты оценки доллара США для ставки приведения R следует пользоваться четырехчленной формулой (напр., [3, с.110]), исчерпывающе учитывающей по экономическому местоположению все независимые (непересекающиеся вероятностно) риски:

$$R = R_0 + R_c + R_{отр} + R_{об}$$

R_0 – безрисковая ставка;

R_c – премия за страновой риск (CRP);

$R_{отр}$ – премия за отраслевой риск;

$R_{об}$ – премия за объектный риск, учитывающая положение объекта оценки в отрасли.

Наиболее сильно изменяется в условиях экономического спада премия за страновой риск. Для Беларуси она определяется БОО с учетом текущей доходности долгосрочных ценных бумаг Республики Беларусь и казначейства США. На 01.04.2020 для нашей страны $R_c = 6,7\%$. Отраслевые риски также возрастают в условиях неопределенности.

С особой тщательностью следует отнестись к расчетам с помощью метода опционов, вероятность реализации которых в кризисных условиях может резко уменьшиться.

8. Неопределенность и точность оценки

Результаты оценки принципиально содержат погрешность, внимание к которой должно быть повышено в условиях неопределенности. Погрешность оценки зависит от выбранной модели оценки (подходов и методов), а также от ненадежности или недостатка исходных данных.

ЕСОС 3 «Итоговый документ об оценке» [2, с. 11] по этому поводу гласит следующее: «Итоговая величина стоимости должна быть дана в виде цифры или диапазона. В первом случае желательно, чтобы цифра оценки сопровождалась указанием на степень ее точности». Последовать этому пожеланию особенно важно, когда значительная **величина возможной погрешности** оценки **может повлиять на целевое использование оценки**, то есть в тех случаях, когда разумный пользователь оценки, зная точность проведенной оценки, возможно, откажется от использования объекта оценки с заданной целью.

Любая проверка неопределенности оценки должна учитывать влияние на итоговую стоимость разумных и вероятных альтернативных допущений. При выборе альтернативных допущений для измерения неопределенности в рамках оценки предприятий или материальных активов необходимо сделать выбор среди возможностей, которые не находятся в хвосте распределений (где события очень маловероятны), а скорее в их центральных областях (где события могут произойти) [4].

При количественной оценке неопределенности следует учитывать с помощью корреляционного анализа возможную взаимозависимость между существенными входными данными, иначе может произойти неоправданное завышение значения погрешности оценки.

Заключение

В условиях наметившегося экономического спада профессиональная безопасность оценщика во многом зависит от оперативного учета и использования в работе текущих рыночных данных и позиции профессиональных объединений оценщиков – местных, региональных (Совет объединений оценщиков Евразии) и международных (Совет по международным стандартам оценки).

ИСТОЧНИКИ:

1. International Valuation Standards. Effective 31 January 2020. – S.l.: International Valuation Standards Council, 2019. – 132 p. (Рус. пер.: Международные стандарты оценки. Вступают в силу 31 января 2020 г. / пер. с англ.; ред. колл.: И. Л. Артеменков (гл. ред.), С. А. Табакова, М. А. Федотова, Х. М. Увайсова, А. Г. Саркисян, Н. Ю. Трифонов. – Москва: Российское общество оценщиков, 2020. – 182 с.)
2. Евразийские стандарты оценки стоимости. 2014. – Минск: Совет объединений оценщиков Евразии, 2014. – 12 с. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://rep.bntu.by/bitstream/handle/data/41539/Evrazijskie_standarty_ocenki_stoimosti.pdf?sequence=1&isAllowed=y свободный.
3. Трифонов Н. Ю. Оценка стоимости доходной недвижимости в современных условиях // Новая экономика. – 2019. – № 2 спецвыпуск. – С. 108-112.
4. Aronsohn A. Dealing with valuation uncertainty at times of market unrest: A letter from the IVSC's technical standards boards. March 2020. – London: IVSC, 2020. – 6 p. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.ivsc.org/files/file/view/id/1719> свободный.
5. Elder B. Valuation practice alert – COVID-19. – London: RICS, 2020. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.rics.org/uk/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/valuation-coronavirus> свободный.
6. Coronavirus and Appraisers: Your Questions Answered. – Washington, DC: The Appraisal Foundation, 2020. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://appraisalfoundation.org> свободный.