

## Оценка для кредитования: сущность, проблемы и пути их решения\*

**А.А. Слуцкий**

член экспертного совета методического журнала «Банковское кредитование»,  
кандидат технических наук (г. Москва)

Александр Анатольевич Слуцкий, a.sloutsky@gmail.com

### Возможный реалистичный путь «лечения болезни»

#### **Перевод терминов гражданского законодательства в термины оценочной деятельности**

Практика российской оценки заключена в базы стоимости, которые определены в ФСО № 1. Если отбросить базы, явно не относящиеся к делу, то применительно к решению стоящей задачи мы можем оперировать тремя базами стоимости: рыночной (в первую очередь, поскольку именно на нее завязан алгоритм, показанный в таблице 3), ликвидационной и инвестиционной.

У автора настоящей статьи не вызывает сомнений утверждение о том, что цена оставления предмета залога у залогодержателя может (и должна) рассматриваться как инвестиционная стоимость конкретного предмета залога для конкретного залогодержателя – это полностью соответствует определению инвестиционной стоимости как в российском, так и в международном ее понимании. Однако, обращаясь к таблице 3 (строка 4), мы обнаруживаем нормативно заданное соотношение инвестиционной стоимости (ИС), понимаемой как цена оставления предмета залога у залогодержателя, и рыночной стоимости предмета залога:

$$PC = (1 / 0,61) ЦО_{ПЗ} = 1,63; \quad (1)$$

$$ЦО_{ПЗ} = 1,63 ИС,$$

где  $PC$  – рыночная стоимость;

$ЦО_{ПЗ}$  – цена оставления предмета залога у залогодержателя.

Исключительно в конкретных обстоятельствах сделки продажи предмета залога на публичных торгах в форме аукциона это позволяет определить рыночную стоимость нетрадиционным способом – через инвестиционную стоимость для конкретного вынужденного инвестора-залогодержателя, или по крайней мере использовать формулу (1) для проверки адекватности значения рыночной стоимости, определенной традиционными методами оценки, или для определения соответствующих параметров оценки использовать такие значения рыночной стоимости, как ставки капитализации и (или) дисконтирования, величины предпринимательской прибыли или внешнего износа, обусловленного обстоятельствами сделки.

Однако простота использования такой методологии при всей ее очевидности, по мнению автора настоящей статьи, кажущаяся. Здесь существенным является то, что определение инвестиционной стоимости предполагает оперирование параметрами оценки (в первую очередь требуемой доходности), обеспечиваемыми заказчиком, то есть в рассматриваемом случае – банком-залогодержателем. Однако не во всех случаях банк-залогодержатель будет способен сформулировать свое мнение об этих параметрах. Прежде всего это связано с тем, что банк является организацией, осуществляющей исключительные виды деятельности, указанные в его лицензии, и облагается особым видом налога на прибыль и добавленную стоимость. По этой причине постанова на баланс банка акти-

\* Окончание. Начало см. // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2012. № 1.

вов, являющихся для него явно непрофильными, будет существенно менее эффективной инвестицией, чем для любой другой (обычной) организации или любого другого физического лица. Тем не менее расчет по формуле (1) можно всегда рассматривать, как некий резервный вариант оценки, применимый в том числе и для оценки (предположительно) абсолютно неликвидных активов именно на этапе их реализации, поскольку, принимая такие активы в залог, залогодержатель в силу специфики своей деятельности был обязан исходить из определенных представлений о риске и доходности.

Существенно более применимым может быть определение величины рыночной стоимости исходя из начальной продажной цены повторных торгов ( $НПЦ_2$ ). Суть в том, что такая цена в условиях решения поставленной задачи (обязательной продажи предмета залога, по крайней мере на повторных торгах) представляет собой минимальную цену, по которой гарантированно должен иметься спрос на предмет залога не только в лице единичного покупателя, но и в лице второго покупателя, готового сделать по крайней мере одну минимально возможную по условиям аукциона надбавку. Соответственно, можно сказать, что  $НПЦ_2$  представляет собой максимальную цену, по которой спрос на предмет залога будет гарантирован. Обратим особое внимание на то, что при цене, равной  $НПЦ_2$ , сделка с предметом залога произойдет не неопределенно «наиболее вероятно» (что вовсе не является показателем хотя бы «достаточно высокой» высокой вероятности сделки, а тем более гарантией сделки), а именно «гарантированно», то есть при этой цене будут соблюдены условия, гарантирующие наличие спроса, хотя бы в лице единичного покупателя.

Как и в случае определения цены оставления предмета залога у залогодержателя и инвестиционной стоимости, возможны два варианта:

1) определить рыночную стоимость нетрадиционным способом – через определение  $НПЦ_2$ . При этом  $НПЦ_2$  может быть определена, как ликвидационная стоимость ( $ЛС$ ) – допустимая база оценки в соответствии с ФСО № 1. Аргументом в пользу выбора такого варианта является его понятность с точки зрения практики оценочной деятельности в России. При этом обоснованием использования базы «ликвидационной стоимости», очевидно, может являться вынужденный характер продажи, а также (в большинстве случаев) сокращенный срок продажи в сравнении с продажей в типичных условиях. Тем не менее сложившаяся в нашей стране практика определения ликвидационной стоимости, которая, по мнению автора настоящей статьи, не выдерживает серьезной критики<sup>19</sup>, предусматривает определение ликвидационной стоимости через рыночную стоимость, но никак не наоборот. Соответственно, применимость такого подхода требует подтверждения практикой оценки. Кроме того, недостатком такого определения является явное противоречие с Международными стандартами оценки, в которых такая база отсутствует уже начиная с редакции 2008 года (подробнее см. далее);

2) использовать  $НПЦ_2$  для проверки адекватности значения рыночной стоимости, определенной традиционными методами оценки, или для определения соответствующих параметров оценки использовать такие значения рыночной стоимости, как ставки капитализации и (или) дисконтирования, величины предпринимательской прибыли или внешнего износа, обусловленного обстоятельствами сделки. При этом  $НПЦ_2$  может быть определена, как нижний предел рыночной стоимости – ликвидная рыночная стоимость ( $ЛРС$ ), которую можно определить, как рыночную стоимость в конкретных условиях обмена, что полностью соответствует текущим тенденциям лучшей мировой практики оценки, о чем речь пойдет далее.

<sup>19</sup> По причине полностью экспертного характера определения эластичности спроса по цене и (или) доходностей, требуемых потенциальному «типичному покупателю» при полном отсутствии каких бы то ни было эмпирических данных, а также неопределенности термина «типичный срок экспозиции».

Существенно, что численных различий между ликвидационной стоимостью и ликвидной рыночной стоимостью нет. Вопрос только в формальном соответствии требованиям российского законодательства об оценке и, что представляется еще более важным, в изменении практики делового оборота в области оценки – в изменении сложившихся «штампов», связанных с восприятием рыночной (ликвидационной) стоимости, которые уже явно противостоят текущим тенденциям лучшей мировой практики оценки.

Снова обращаясь к таблице 3 (строка 3), получаем следующее:

$$PC = (1 / 0,68) НПЦ_2 = 1,47 НПЦ_2 = 1,47 ЛС \text{ (или ЛРС)}. \quad (2)$$

Формула (2) описывает нормативные ограничения на определение рыночной стоимости конкретно в определенных условиях обмена.

#### **Определение ликвидационной стоимости (ликвидной рыночной стоимости)**

Пока абстрагируемся от необходимости четко определиться с базой стоимости, которую необходимо установить при оценке предмета залога в ходе его реализации на публичных торгах (ликвидационная или ликвидная рыночная), и обратимся к смыслу, который вкладывается в нее и ее численное значение. Для этого кратко опишем соображения, более подробно приведенные в работе [22].

Согласимся с ранее сформулированным предположением (или условием) о том, что «...при рассмотрении цены ... объекта покупателя ориентируются прежде всего на доходность объекта в текущий период. Стоимость, определенная данным методом, может рассматриваться в качестве нижней границы наиболее вероятного диапазона рыночной стоимости и позиционироваться как стоимость объекта при сокращенном сроке экспозиции» [23].

Таким образом, можно сказать, что определение ликвидационной (ликвидной рыночной) стоимости объекта коммерческой

недвижимости следует проводить методом прямой капитализации, принимая в качестве величины чистого денежного потока такой поток, который имеет место в момент оценки, не учитывая его возможный потенциальный рост в период после даты оценки. Однако в случае если прогнозируется снижение чистых денежных потоков от объекта, то вместо величины чистого денежного потока, который имеет место в момент оценки, следует принимать величину денежного потока, равную минимальному из прогнозируемых в будущем, то есть «на дне» цикла. Относительно срока прогнозирования пояснение введем позже.

Будем исходить из того, что чем больше потенциальных покупателей способны купить объект коммерческой недвижимости, тем более он ликвиден. Это предположение кардинально отличается от предположений, которые обычно делаются в многочисленных известных (традиционных) методиках определения ликвидационной стоимости.

Рассмотрим наиболее привлекательный класс залогопригодных активов – недвижимость. Можно принять за факт, что ликвидность объекта недвижимости (жилой – в меньшей степени, коммерческой – практически исключительно) на уровне всего рынка в первую очередь определяется пригодностью использования для его приобретения заемного банковского капитала, стоимость которого характеризуется определенной процентной ставкой.

Не всякий потенциальный заемщик имеет возможность получить доступ к заемному капиталу, при этом главным фактором доступности банковского заемного финансирования является финансовое положение заемщика. Финансовое положение заемщика прежде всего определяется его способностью обслуживать и погашать долг. Финансовое положение заемщика, получающего кредит на приобретение объекта коммерческой недвижимости, зависит от величины чистого денежного потока от объекта недвижимости, на покупку которого выдается кредит.

Теперь зададимся целью определить, каким может быть размер кредита для толь-

ко что образованной компании с нулевым балансом, созданной исключительно для приобретения объекта коммерческой недвижимости на кредитные средства. Это создаст для потенциального покупателя максимально комфортные условия.

Предположим, что компания не имеет собственные средства, то есть ее финансовое положение определяется исключительно размером чистого денежного потока, получаемого от объекта недвижимости. Таким образом, мы намеренно «расслабляем» условия кредитования, однако это допущение переводит нас из плоскости наиболее типичного покупателя – заемщика с типичными соотношениями ссуда/стоимость и доход/ссуда к нетипичному покупателю, выступить в качестве которого (специально создать которое) может практически любое юридическое (физическое) лицо, обладающее специальными знаниями в области функционирования соответствующих объектов недвижимости.

Задача решается в одно действие. Используя хорошо известную формулу для определения размера ежемесячного аннуитетного платежа при заданном сроке кредита и процентной ставке, формулу для ликвидационной стоимости можно записать в следующем виде:

$$1 - [1 + r/12]^{-(12n-1)};$$

$$ЛС \text{ (или ЛРС)} = S_{кр} =$$

$$= k \times NOI_M \frac{1 - [1 + r/12]^{-(12n-1)}}{r/12}, \quad (3)$$

где  $S_{кр}$  – объем кредита, который можно выдать заемщику на покупку объекта;

$NOI_M$  – минимальный *ежемесячный* (а не годовой) чистый денежный поток от объекта недвижимости, прогнозируемый за  $n$  лет<sup>20</sup>;

$k \times NOI_M$  – размер ежемесячного аннуитетного платежа;

$k$  – коэффициент, определяющий долю ежемесячного чистого денежного потока от объекта недвижимости, остающуюся в распоряжении заемщика, не направляемого на погашение кредита ( $0 < k \leq 1$ )<sup>21</sup>;

$r$  – ставка кредитования – десятичная дробь (например  $r = 0,1$  при ставке кредитования 10 процентов годовых);

$n$  – срок кредита, годы.

Приведение формулы к годовым терминам не представляет сложности.

Приводя формулу (3) к стандартному виду для определения стоимости через величину чистого денежного потока и ставку капитализации:

$$ЛС = NOI_M / Rол_M, \quad (4)$$

где  $Rол_M$  – полная «ликвидационная» ставка капитализации в месячном исчислении, то есть 1/12 от годовой ставки,

получаем формулу для полной ликвидационной (или ликвидной) ставки капитализации в месячном исчислении:

$$Rол_M = \frac{r/12}{k [1 - (1 + r/12)^{-(12n-1)}]}. \quad (5)$$

В годовом исчислении она будет иметь вид:

$$Rол = \frac{r}{k [1 - (1 + r/12)^{-(12n-1)}]}. \quad (6)$$

Отметим, что, увеличив числитель в 12 раз при переходе от формулы (5) к формуле (6), мы сохранили цифру 12 в соответствующих множителях в знаменателе. Этот факт отражает то, что погашение долга по-прежнему осуществляется ежемесячно.

<sup>20</sup> Использование минимального значения призвано гарантировать исполнение обязательств по кредитному договору. Кроме того, в случаях фактически арендуемых объектов недвижимости необходимо учитывать ставки реальных арендных договоров, игнорируя рыночные ставки аренды. Если известно, что на объектах предполагаются вакансии с высокими ставками, то необходимо учесть условия концессии для арендаторов, согласно которым объекты будут заполняться.

<sup>21</sup> Представляется, что в модельных целях можно принять  $k = 1$ , что вполне может соответствовать финансовому положению гипотетического заемщика «не хуже среднего», что, в свою очередь, соответствует типичной практике кредитования. При этом предполагается, что заемщик имеет иные виды дохода, не связанные с приобретаемым объектом недвижимости.

Ликвидационную (ликвидную) ставку капитализации (5) или (6) можно использовать для определения стоимости, по которой объект коммерческой недвижимости будет куплен (практически) гарантированно<sup>22</sup>, поскольку без участия потенциального покупателя (и независимо от его принадлежности к той или иной целевой группе) обеспечивается доступность финансовых ресурсов для приобретения объекта недвижимости. В этом случае безопасность кредитора обеспечивается использованием минимального значения чистого денежного потока, которое прогнозируется в течение срока кредита (если чистый денежный поток будет меньше размера аннуитетного платежа, то будет иметь место неисполнение условий погашения ссуды), а срок кредита (типичный в конкретное время и в конкретном месте для таких объектов недвижимости) естественным образом задает срок прогнозирования.

Характерно, что в формуле (3) полностью отсутствует упоминание о пожеланиях и требованиях продавца, то есть он «вычеркнут из рассмотрения». Такая сделка полностью отвечает условию вынужденности со стороны продавца. Напротив, в формуле (3) ключевое место в виде ставки и срока кредитования занимает кредитор, который является «бенефициаром» расчета ликвидационной стоимости и лицом, несущим риск непроджи предмета залога. При этом если в качестве ставки и срока кредитования, а также  $k$  использовать типичные (наиболее вероятные) значения, которые сложились в банках в конкретное время и в конкретном месте, то, в частности, налицо будет выполнение условия «наиболее вероятной цены» при определении ликвидационной стоимости согласно ФСО № 2.

В цитированной работе [22] было проведено сопоставление значений  $ЛС$  ( $ЛРС$ ) и значений  $РС$ , определенных по формуле (2), со средними ценами предложения и стоимостью замещения нового (себестоимость строительства с учетом стоимости земельных участков) для складских помещений в

Московском регионе на 1 января 2010 года. Расчеты показали, что если принять за «типичные» условия кредитования срок в 10 лет и ставки 8–12 процентов годовых, то величина рыночной стоимости, определенная по формулам (2)–(5), меньше средних цен предложения в 1,8–2,0 раза и равна или менее стоимости замещения нового.

Естественно, что такие «низкие» значения рыночной стоимости могут вызвать возмущение у сторонников определения рыночной стоимости исключительно на основе цен предложения и упреки в стремлении ущемить интересы залогодателя (продать предмет залога «по дешевке»). Однако именно при продаже предмета залога на аукционе на повышение интересы залогодателя охраняются самим механизмом обмена: любое заинтересованное лицо, включая залогодателя, имеет возможность предложить более высокую цену. Это будет означать то, что это лицо имеет условия финансирования лучшие, нежели определенные в формуле (3), например, это лицо способно частично финансировать покупку за счет собственных средств и (или) получить более привлекательные условия внешнего финансирования (срок и (или) ставку). Однако наиболее существенно то, что в этом случае оценка рыночной стоимости, не привязанная к абстракциям, заложенным в ее определении, практически гарантированно выполнит свою функцию – публичные торги в форме аукциона состоятся, и предмет залога будет продан, а, стало быть, заказчик оценки – залогодержатель решит свою задачу – получит удовлетворение «из стоимости залога» и избежит постановки на свой баланс непрофильного актива.

Нужно отметить, что предложенный алгоритм определения  $ЛС$  ( $ЛРС$ ) при его применении на предкредитном этапе (и последующем) совместно с соответствующим определением рыночной и справедливой стоимостей предмета залога может служить очень наглядным («звуковым») индикатором уровня залогового риска. Очевидно, что чем меньше отношение  $ЛС$  ( $ЛРС$ ) /  $РС$

<sup>22</sup> При этом, естественно, что в вычислениях следует использовать годовую величину чистого денежного потока ( $12 \times NO_{\text{лм}}$ ).

и (или) ЛС (ЛРС) / справедливая стоимость, тем выше риск неполучения удовлетворения из цены продажи предмета залога на этапе обращения на него взыскания. Последнее представляется очень актуальным с учетом стремления банковского регулятора к содержательным методам надзора и контроля<sup>23</sup>. В результате, став инструментом банковского контроля, оценочная профессия может значительно повысить свою значимость.

Нужно отметить, что приведенный алгоритм определения ликвидационной (ликвидной рыночной) стоимости в первую очередь применим тогда, когда не известны цены, которые реально готовы предложить за предмет залога известные залогодержателю покупатели. Как правило, это практически всегда относится к крупным объектам коммерческой недвижимости. Хотя этот алгоритм применим и к жилой недвижимости, альтернативой ему могут быть цены «быстрого выкупа» квартир специализированными риелторскими агентствами. Для автотранспортных средств ориентир ЛС (ЛРС) могут дать оценки автоломбардов или значения утилизационной (или скраповой) стоимости. Утилизационная (или скраповая) стоимость подходит и для оценки оборудования.

Следует отметить, что и в этих случаях величины ЛС (ЛРС) будут значительно меньше, чем актуальные цены предложения соответствующих объектов, даже с учетом типичных скидок на торг.

### **Предпосылки со стороны лучшей мировой практики оценки (МСО 2011 и т. п.)**

Мы неоднократно упоминали о том, что для действительного решения задачи оценки (выполнения ее функции) необходим учет конкретных обстоятельств обмена. Между тем сложившаяся к настоящему времени в России практика оценки рыночной стоимости игнорирует это обстоятельство. Формально практика российской оценки требует указания и учета «ограничений и допущений»<sup>24</sup>, однако в реальных отчетах об оценке под этим имеется в виду что угодно, но не обстоятельства обмена. Такая практика реально противоречит современной лучшей мировой практике оценки. В частности, в соответствии с IVS 103 «Базы стоимости (Bases of Value)» «База стоимости описывает фундаментальные предположения, на основании которых будет базироваться стоимость, о которой сообщают, например, природа гипотетической сделки, отношений и побуждений сторон и степень, до которой актив представлен рынку. Соответствующая база изменяется в зависимости от цели оценки.

От базы оценки нужно ясно отличить: ...

(с) фактическое или иное принятое состояние актива на дату оценки;

(d) любые дополнительные предположения или специальные предположения, которые при определенных обстоятельствах изменяют фундаментальные предположения»<sup>25</sup>.

<sup>23</sup> В частности, по заявлению Алексея Симановского, директора департамента банковского надзора и регулирования Центрального банка Российской Федерации, «Здесь речь идет об установлении экономической истины, которую – в отличие от признания в соответствии с формальным следованием правилу – нельзя придумать, подкрасить, подделать. Пока содержательные подходы не в чести, можно прятать нежелание выяснять истинное положение дел за форму, за букву, за отчет. При признании приоритета содержательного подхода такая возможность исчезает: рано или поздно истина выходит на поверхность, и сотрудники, выдавшие форму за содержание или закрывшие глаза на содержание, должны будут нести ответственность. Разумеется, при реализации содержательных подходов должна быть выстроена система защиты от «торговли» мнимыми истинами. ... Выбирать приходится между реальным надзором в случае содержательных подходов и псевдонадзором во всех иных случаях» (см.: Симановский А. Три урока для надзора // Банковское обозрение. 2011. № 1).

Представляется, что сказанное полностью соответствует принципам оценки и могло бы быть эпиграфом к настоящей статье.

<sup>24</sup> «III. Требования к содержанию отчета об оценке. ... 8. Вне зависимости от вида объекта оценки в отчете об оценке должны содержаться следующие разделы: ... г) допущения и ограничительные условия, использованные оценщиком при проведении оценки» (Федеральный стандарт оценки «Требования к отчету об оценке» (ФСО № 3).

<sup>25</sup> International Valuation Standards Board. International Valuation Standard 103 «Bases of Value». Proposed New International Valuation Standards. Exposure Draft, Published June 2010.

Под фундаментальными предположениями понимаются общие условия определения рыночной стоимости, которые включены в определение рыночной стоимости и специально комментируются во всех стандартах оценки непосредственно после самого определения.

Близкие к дополнительным и специальным предположениям МСО по смыслу «экстраординарные предположения» и «гипотетические условия» присутствуют в американских Uniform Standards of Professional Appraisal Practice [27].

Как и в МСО, в международно признанной британской RICS Red Book [28] эту роль выполняют «специальные предположения».

Во всех случаях эти предположения и условия в обязательном порядке должны быть применены, когда имеются условия или ограничения, даже потенциально противоречащие фундаментальным предположениям определения рыночной стоимости. Таким образом, наличие таких предположений (условий) в соответствующих случаях является глобально принятой практикой оценки стоимости.

Как указано в IVS 103, предположения могут оказать значительное влияние на стоимость актива. Добавка предположения или нескольких предположений необходима для того, чтобы разъяснить:

- или состояние актива в гипотетическом обмене;
- или обстоятельства, при которых актив, как предполагается, будет обменян.

Примером оценки стоимости актива в условиях предположения, описывающего состояние актива в гипотетическом обмене, могут являться:

- оценка фактически арендованного здания (помещения) в предположении, что оно будет продано свободным от обременения арендными договорами (представляется, что именно так необходимо оценивать помещения, арендуемые предприятиями малого и среднего бизнеса, и приватизируемые ими в исключительном порядке);

- оценка фактически обремененного залогом здания (помещения) в предположении, что обременение снято (это представляет собой действующую практику оценки рыночной стоимости предметов залога по действующим (но не по потенциальным) кредитным договорам).

Примером оценки стоимости актива в условиях предположения, описывающего обстоятельства, при которых актив будет обменян, как представляется, как раз и является оценка предмета залога для его реализации на публичных торгах в форме аукциона на повышение. Представляется, что в этом случае надо особо учесть следующее:

- с одной стороны, продажи с аукциона в российской практике не являются широко признанным механизмом осуществления сделок (это касается любых активов, за исключением биржевых);
- с другой стороны, аукционный механизм не может быть признан «нерыночным» в силу своего международного признания и открытости.

В IVS 103 специально рассматриваются продажи, связанные с вынужденным продавцом, происходящие в условиях сокращенных относительно типичных периодов времени (forced sales). При этом абсолютно однозначно определено, что цена такой продажи «будет зависеть от природы давления на продавца и причины, почему надлежащий маркетинг не может быть предпринят. ... Цена, которую продавец примет в forced sale, отразит свои специфические обстоятельства, а не таковые (следующие. – А.С.) из (присутствия. – А.С.) гипотетического согласного продавца в определении рыночной стоимости. ... Если будет требоваться стоимость, доступная при forced sale, то необходимо ясно идентифицировать причины ограничений на продавца, включая последствия провала попытки продать в установленный период, излагая соответствующие предположения». Указанные признаки полностью применимы к рассматриваемому нами случаю. Особо обратим внимание на необходимость идентифи-

кации последствий провала попытки продать в установленный период (что можно трансформировать в провал попытки продать установленным способом). Эти последствия – оставление у залогодержателя (постановка на баланс) непрофильного актива – будут чрезвычайно негативными в силу указанных причин.

При этом forced sale является описанием ситуации, при которой обмен имеет место, а не отдельной базой оценки.

В связи с этим представляется, что определение рыночной стоимости согласно приведенному ранее «нетрадиционному» алгоритму является полностью методологически оправданным. Оправданным является и альтернативный вариант определения рыночной стоимости предмета залога для его продажи на публичных торгах: использовать НПЦ<sub>2</sub> для проверки адекватности значения рыночной стоимости, определенной традиционными методами оценки, или для определения соответствующих параметров оценки использовать такие значения рыночной стоимости, как ставки капитализации и (или) дисконтирования, величины предпринимательской прибыли или внешнего износа, обусловленного обстоятельствами сделки.

Необходимо особо учесть, что в соответствии с IVS 103 «У цены, доступной при forced sale, есть только случайное отношение к рыночной стоимости или любой из других баз, определенных в этом стандарте». Представляется, что это обстоятельство применительно к решаемой здесь задаче должно иметь следующее значение: при определении НПЦ<sub>2</sub> определяется не ликвидационная стоимость (ЛС), которая не представляет собой международно признанную базу оценки, а именно нижний (ликвидный) предел рыночной стоимости (ЛРС), обеспечивающий решение задачи оценки и выполнение ее функции.

На это особо обращается внимание в IVS 104 «Объем работ (Scope of Work)»: «Оценка должна соответствовать своей намеченной цели. Также важно, чтобы получатель оценки понимал то, что должно быть обеспечено, и любые ограничения по ее использованию. Поэтому важно, чтобы

до того, как оценка и отчет об оценке будут завершены, между оценщиком и клиентом (были. – А.С.) определены:

- объем работ, который соответствует цели оценки;
- процедуры, которые будут осуществлены;
- предположения, которые будут сделаны и
- ограничения и условия, которые будут применяться» [29].

В итоге представляется, что все сказанное относительно предложенного алгоритма оценки предмета залога для его продажи на публичных торгах полностью соответствует требованиям лучшей современной мировой практики оценки. В то же время современные нормативные требования российской практики оценки несколько отстали, что требует немедленной реакции со стороны соответствующих лиц и органов.

#### ***Рыночная стоимость в широком понимании и начальная продажная цена аукциона на повышение***

Сделаем еще одно пояснение сказанному, конкретизирующее представление о рыночной стоимости, используемые здесь, которые, по всей видимости, несколько отличаются от представлений, господствующих в настоящее время. Думается, что представления о рыночной стоимости, приведенные далее, имеют более общий характер, нежели необходимые для решения задачи, рассматриваемой в настоящей статье.

Согласно господствующим представлениям о рыночной стоимости значение рыночной стоимости объекта оценки должно (или даже обязано) находиться в диапазоне реально ранее наблюдавшихся цен сделок с объектами-аналогами вне зависимости от обстоятельств сделки с объектом оценки: «повышенное внимание (должно быть уделено. – А.С.) обоснованию границ диапазона минимальных и максимальных цен в рамках сравнительного подхода, так как выход за эти границы результатов двух других подходов недопустим» [30]. Этот подход проиллюстрирован на рисунке 2.

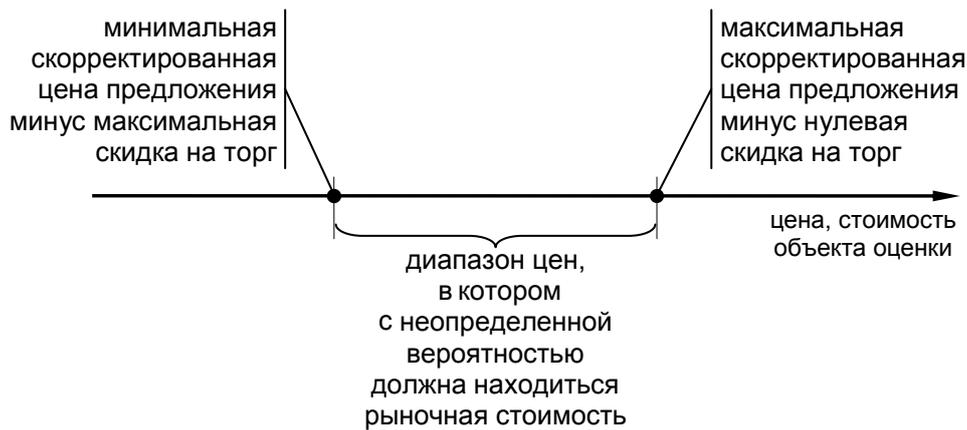


Рис. 2. Господствующие представления о рыночной стоимости

Однако в практике российской оценки оценщики никогда не оперируют ценами сделок, поскольку они никогда не известны. Оценщики делают заключения, основываясь на ценах предложений, скорректированных на экспертно определенные скидки на торг между продавцом и покупателем<sup>26</sup>.

Очевидно, что если исходить из указанного представления с учетом сделанной поправки на действительность, то сделки, «сконструированные в уме оценщика» (в реальности неясно, имели ли они место и будут ли вообще иметь место), на основе цен предложения, должны будут с некоторой неопределенной вероятностью произойти в диапазоне цен: от максимальной, скорректированной на различия объектов цены предложения, с нулевой скидкой на торг до минимальной, скорректированной на различия объектов цены предложения, с максимальной скидкой на торг. Следовательно, искомое значение рыночной стоимости должно будет с некоторой неопределенной вероятностью находиться в том же диапазоне цен. Таким образом, внутри этого диапазона оценщик может выносить свое суждение на основании тех или иных дополнительных соображений.

Применительно к решению поставленной здесь задачи с этим подходом можно было бы согласиться при выполнении по крайней мере одного жесткого условия: должны быть проанализированы не сделки

вообще (тем более не цены предложений, назначенные «сделками» путем введения экспертных поправок на торг), а сделки, произошедшие в точности при тех же обстоятельствах продажи (сделки, заключенные на публичных торгах на повышение, объектом продажи которых были предметы залога, аналогичные объекту оценки).

Следует отметить, что, по мнению автора настоящей статьи, такое же жесткое условие обязательно должно предъявляться и к оценке ликвидационной стоимости. В частности, для определения ликвидационной стоимости абсолютно недопустимо осуществлять умножение «рыночной стоимости» (тем более определенной с помощью цен предложения и экспертных поправок) на полученный экспертным (или экспертно-расчетным) методом ликвидационный коэффициент. Следует проводить прямой анализ цен конкретных сделок, произошедших в аналогичных условиях. Общий принцип определения ликвидационной стоимости не должен отличаться от принципа определения рыночной стоимости: в учет должны приниматься только эмпирические данные, полученные после проведения соответствующих ликвидационных сделок.

В качестве альтернативы описанному представлению рассмотрим представление более реалистичное в условиях российской действительности (см. рис. 3). Согласно этому представлению значение рыночной стои-

<sup>26</sup> Такая практика является «чисто российским изобретением»: даже в условиях кризиса и полного отсутствия цен сделок международная практика не пошла по этому пути, перейдя на оценку в рамках доходного и затратного подходов, считая недопустимым искусственное конструирование сделок.



Рис. 3. Альтернативное представление о рыночной стоимости

мости объекта оценки должно гарантированно, а не неопределенно вероятно, находиться в диапазоне от цены, по которой типичный покупатель гарантированно будет готов приобрести объект оценки (минимум), до цены, по которой типичный продавец будет готов продать объект оценки (максимум).

При этом первая цена может быть весьма несложно получена исходя из цен предложения объектов-аналогов, скорректированных на различия с объектом оценки любым общепринятым способом (методом сетки корректировок или методами корреляционно-регрессионного анализа), безо всякого применения экспертных корректировок. Вторая цена может быть определена в соответствии с соображениями, аналогичными представленным для определения  $НПЦ_2$ .

Очевидно, что ценовой диапазон, полученный в соответствии с альтернативным представлением о рыночной стоимости, будет шире (возможно, значительно), чем ценовой диапазон, полученный исходя из традиционных представлений. Соответственно, может сложиться впечатление о том, что в этом случае результат оценки рыночной стоимости будет существенно более неопределенным<sup>27</sup>. Однако и в соответствии с традиционным представлением результат оценки невозможно считать неопределенным в силу его чрезвычайно сильной зависимости от экспертно определенных параметров и ориентации не на факты, а на желания продавцов. Альтернативное же представление по крайней мере является содержательным (см. [24]) и честным,

поскольку оперирует только теми данными, которые являются фактами.

Помимо этого, в пределах альтернативного представления можно обнаружить несколько методов, позволяющих существенно повысить определенность оценки рыночной стоимости. Эти методы связаны с легко понятными вещами. Один из методов описан выше: имеется нормативное задание соотношения рыночной стоимости и цены, которую можно определить из понятных фактических данных.

Определенность может повысить учет конкретных обстоятельств обмена, от которых сильно зависит механизм ценообразования. Например, ценообразование при традиционном механизме обмена путем прямых переговоров значительно отличается от аукционного (см. рис. 4).

Очевидно, что в первом случае продавец устанавливает максимально приемлемую с его точки зрения цену, не ограничивает себя во времени при продаже и торгуется с покупателями, используя правило оптимальной остановки – соглашается на продажу при появлении первого же покупателя, согласного на цену, не меньшую минимально приемлемой для продавца. В течение всего срока экспозиции объекта на рынке продавец может обдумывать предложения покупателей (которые, в свою очередь, имеют возможность достаточно полно ознакомиться с объектом), снижать цену при отсутствии покупателей, в том числе вообще снять объект с рынка. В результате механизм ценообразования действует по принципу «на понижение».

<sup>27</sup> Подчеркнем, что мы говорим не о точности результата оценки, а именно о его неопределенности.



Рис. 4. Механизмы ценообразования при прямых переговорах и аукционе

Совершенно иное имеет место на аукционе, где рациональный продавец изначально должен предложить рынку цену, которая заинтересует как можно большее число покупателей, иначе проведение аукциона не имеет смысла. Во время аукциона продавец лишен возможности переговоров, а возможности покупателей в части ознакомления с объектом ограничены. В результате механизм ценообразования действует по принципу «на повышение». Вот почему при продаже аналогичных объектов этими двумя способами реально невозможно сколько-нибудь вероятно достичь одной и той же цены (или распределения цен в заранее заданных пределах).

Можно указать иные методы повышения определенности оценки рыночной стоимости путем учета конкретных обстоятельств, связанных с объектом оценки, намерениями заинтересованных сторон в его отношении и т. д.

Поводя итог сказанному, представляется, что предложенный алгоритм определения рыночной стоимости предмета залога при его реализации на публичных торгах, основанный на соответствующем представлении о рыночной стоимости, является логически непротиворечивым и соответствует современной наилучшей практике оценки.

### Выводы и предложения

Из изложенного можно сделать следующие выводы.

1. Для того чтобы залог из относитель-

но формального инструмента обеспечения обязательств заемщика превратился в реально работающий инструмент получения удовлетворения требований кредитора «из стоимости залога» в первую очередь за счет продажи предмета залога в установленных законом рамках, необходима более тщательная и четкая декомпозиция задачи оценки стоимости предмета залога, нежели это имеет место в российской практике банковского кредитования в настоящее время.

2. Общий функциональный алгоритм стоимостной залоговой деятельности, который в настоящее время имеет место в российских банках и заключается в механистической ориентации на рыночную стоимость (из которой исчисляются величины справедливой стоимости предмета залога и оценки предмета залога) без учета конкретных обстоятельств залоговых правоотношений, обладает «встроенными» дефектами, серьезно затрудняющими осуществление мероприятий по обращению взыскания на предмет залога.

3. Для исправления ситуации в действующем алгоритме необходимо провести два организационно-функциональных «разграничения» (декомпозиции), которые должны резко повысить эффективность и прозрачность как учетно-финансовой, так и финансово-юридической функций, связанных с оценкой стоимости предмета залога и оперированием с ней в течение всего срока действия кредитного договора вплоть до получения удовлетворения из стоимости залога, а именно:

- на предкредитном этапе необходимо разграничить функции определения оценки предмета залога в договоре о залоге и справедливой стоимости предмета залога для решения вопросов резервирования на возможные потери, не завязывая их на единую величину рыночной стоимости предмета залога, определенную независимым оценщиком: в общем случае справедливая стоимость предмета залога имеет иное смысловое содержание и расчетные методы определения, чем рыночная стоимость;
- внутри организационно-финансовой функции разграничить определение рыночной стоимости предмета залога «для целей залога» (предкредитный и последующий этапы) и определение рыночной стоимости предмета залога «для целей реализации на публичных торгах» (этап обращения взыскания на предмет залога) как нацеленные на решение существенно разных задач и требующие использования существенно разных оценочных методов.

3. Необходимы конкретизация термина «справедливая стоимость предмета залога» и стандартизация методов ее определения<sup>28</sup>.

4. Для предотвращения искусственного завышения («раздувания») рыночной стоимости залога на предкредитном этапе (и последующем) целесообразно ввести некоторые ограничения на отдельные параметры оценки (ставки капитализации и дисконтирования, величины предпринимательской прибыли и т. п.)<sup>29</sup>.

5. Определение рыночной стоимости предмета залога на этапе обращения на него взыскания должно производиться исходя из следующего: предмет залога обязательно должен быть продан, но при этом существующим законодательством на значение рыночной стоимости накладываются серьезные нормативные ограничения. Игнорирование этих особенностей с высо-

кой степенью вероятности приведет к «по-ражению» банковского залогового риск-менеджмента.

6. Начиная с предкредитного этапа целесообразно оперировать двумя значениями рыночной стоимости предмета залога:

- определенной общепринятым способом с учетом некоторых ограничений, направленных на предотвращение «раздувания» значения рыночной стоимости;
- определенной для целей обращения взыскания на предмет залога в условиях действия законодательно определенных ограничений.

Реализация указанных мер приведет к существенному повышению результативности получения удовлетворения требований «из стоимости залога» и уровня прозрачности операционного риска, связанного с реалистичностью оценок рыночной стоимости применительно к задачам залогодержателя.

#### ЛИТЕРАТУРА И ИНФОРМАЦИОННЫЕ ИСТОЧНИКИ

1. Miller N. G., Jr. and Markosyan S. The academic roots and evolution of real estate appraisal // *Appraisal Journal*. 2003. April.

2. Grissom T. V. Value definition: Its place in the Appraisal Process // *Appraisal Journal*. 1985. April.

3. Kummerow M. Logical steps in property valuation // *Appraisal Journal*. 1997. January.

4. Слущкий А. А. «Скромное обаяние» стоимостной залоговой политики банка // *Методический журнал «Банковское кредитование»*. 2010. № 5 (33) и № 6 (34).

5. UK Practice Statement 3 (UKPS 3). Valuations for loan facilities. RICS Valuation Standards 2008. 6th edition.

6. Федеральный стандарт оценки (ФСО № 1) : приказ Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации от 20 июля 2007 года № 256.

7. Федеральный стандарт оценки (ФСО № 2) : приказ Министерства экономического

<sup>28</sup> Этот вопрос не рассматривался в настоящей статье, но представляется чрезвычайно актуальным и заслуживающим специального внимательного рассмотрения.

<sup>29</sup> Это, не выходя за рамки традиционных представлений о рыночной стоимости, должно позволить повысить уровень «устойчивости», или «жизнеспособности», значений рыночной стоимости в течение всего срока кредита.

го развития и торговли Российской Федерации от 20 июля 2007 года № 255.

8. Об оценочной деятельности в Российской Федерации : Федеральный закон от 29 июля 1998 года № 135-ФЗ.

9. *Абросимов Н. В., Дуранин М. Ю.* Правовой аспект регулирования залоговых отношений в условиях экономического кризиса // *Экономические стратегии*. 2008. № 08.

10. UK PS 3.3. Projected Market Value (PMV) of residential property. RICS Valuation Standards. 6th edition. 2007.

11. Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО).

12. *Карпенко В. П., Слуцкий А. А.* Оценка залогов: время перемен // *Методический журнал «Банковское кредитование»*. 2010. № 5 (33).

13. *Артеменков А. И.* Методологические и макроэкономические пути развития оценочной политики : презентация выступления на республиканском семинаре «Современные проблемы методологического обеспечения оценки имущества», проходившем 5 февраля 2010 года в городе Саранске. URL: <http://www.sroroo.ru/index.php?tfull=1&stationid=1C0D8BF3-735C-424C-896E-09D819FAC069&cz=7929CF15-9D85-4523-BF8E-5565C987147D&channelid=7E82B6F7-2208-4DC4-8436-7FE41FC9733B>

14. *Слуцкий А. А.* Особенности стоимостной залоговой политики американских банков // *Методический журнал «Банковское кредитование»*. 2011. № 5 (39), № 6 (40); 2012. № 1 (41).

15. *Бактимиров А.* Взаимодействие с оценочными компаниями в рамках проблемных проектов : выступление на Втором международном конгрессе «Становление, развитие и перспективы оценочной деятельности в России», проходившем 26–27 ноября 2009 года в городе Москве. URL: <http://www.appraiser.ru/default.aspx?SectionId=7&Id=3221&ContId=400#m2>

16. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) : Федеральный закон от 30 ноября 1994 года № 51-ФЗ.

17. *Слуцкий А. А.* Оценка залогового

имущества: проблемы стоимости // *Методический журнал «Банковское кредитование»*. 2010. № 2 (30).

18. Определение Верховного Суда Российской Федерации от 2 февраля 2010 года № 38-В09-9.

19. *Слуцкий А. А.* Оценка предмета залога при внесудебном порядке обращения взыскания // *Методический журнал «Банковское кредитование»*. 2010. № 3 (31).

20. Международные стандарты оценки IVSC, 2010.

21. *Слуцкий А. А.* Методика определения ликвидационной стоимости // *Методический журнал «Банковское кредитование»*. 2010. № 4.

22. *Трофимова М.* Особенности оценки залоговых объектов недвижимости в условиях кризиса // *Методический журнал «Банковское кредитование»*. 2010. № 1.

23. *Симановский А.* Три урока для надзора // *Банковское обозрение*. 2011. № 1.

24. Федеральный стандарт оценки (ФСО № 3) : приказ Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации от 20 июля 2007 года № 254.

25. International Valuation Standards Board. International Valuation Standard 103 «Bases of Value». Proposed New International Valuation Standards. Exposure Draft, Published June 2010.

26. Appraisal Foundation. Third Exposure Draft of proposed changes for the 2012. 13th edition of the Uniform Standards of Professional Appraisal Practice and Request for Public Comment. 2010. September 29.

27. UK Practice Statement 3 (UKPS 3). Valuations for loan facilities. UK appendix 3.1. Protocol for valuation and appraisal of land and buildings for commercial secured lending. RICS Valuation Standards 2008. 6th edition.

28. International Valuation Standards Board. International Valuation Standard 104. Scope of Work. Proposed New International Valuation Standards. Exposure Draft, Published June 2010.

29. *Михайлец В. Б.* Способ согласования результатов определения рыночной стоимости методами различных подходов к оценке // *Вопросы оценки*. 2010. № 3.