

Практические методы определения полной ставки капитализации при оценке коммерческой недвижимости в США

Слуцкий Ал-р А., к.т.н.
<http://www.labrate.ru/sloutsky>

Аннотация

Рассмотрены методы определения ставок капитализации объектов коммерческой недвижимости, практически используемые ведущими и рядовыми оценщиками в США: метод рыночной экстракции, национальные инвестиционные обзоры, мнения участников рынка и техника группы инвестиций.

Проведён критический анализ техник применения соответствующих методов. Указано на обнаруженные некорректности.

Введение

В США методы определения полной ставки капитализации описаны в многочисленных оценочных текстах - в первую очередь, в The Appraisal of Real Estate, четырнадцатое издание которой вышло в этом году /1/.

В ряду этих публикаций нельзя не выделить «каноническую» статью Joseph Martin и Mark Sussman /2/, в которой обсуждены 12 общепринятых способов, которыми может быть получена и проверена полная ставка капитализации.

Большой интерес представляет и работа Gregory J. Accetta /3/, руководившим на протяжении ряда лет US Appraisal Foundation, в которой автор провёл свою классификацию методов получения и проверки полных ставок капитализации. Помимо всего прочего, он отметил, что:

«Анализ полной ставки капитализации - возможность показать самые ценные навыки оценщика: аналитические навыки, применение логики и понимание соотношения неравных и несоизмеримых данных.

Хорошо обоснованная, проверенная на достоверность ставка капитализации должна быть логически связана с деятельностью рынка и продемонстрировать рассмотрение оценщиком соответствующих факторов, которые затрагивают объект недвижимости».

При этом, в отличие от /2/, автор делает особый акцент на использование метода рыночной экстракции (почему-то вообще в /2/ не упомянутый), однако, подчёркивает необходимость одновременного использования нескольких методов определения полной ставки капитализации (далее - ПСК):

«Ставки капитализации, экстрагированные из рынка, предпочтительны как основное обоснование полных ставок капитализации, потому что они убедительны.

Однако, ставки капитализации лучше всего обосновываются миксом ставок, экстрагированных из рынка, и анализа оценщика».

Недвусмысленным является совет Accetta, данный им оценщикам «на случай трудных времён»:

«Тогда, когда ставки, экстрагированные из рынка недоступны, оценщик должен положиться на альтернативные методы определения и обоснования полной ставки капитализации. Здесь очень важной становится способность оценщика проверить результат».

Исходя из этого, представляет большой и очевидный интерес рассмотрение практических методов определения ПСК в современной практике американской оценки. Этому вопросу посвящена данная статья. Насколько может судить автор данной статьи, в российской оценочной литературе этот вопрос до настоящего времени не рассматривался.

Исследованные источники

Анализировались отчёты об оценке рыночной стоимости объектов коммерческой недвижимости различного назначения, составленные в 2009 – 2013 годах американскими оценочными компаниями:

- три отчёта «лидера рынка» оценочных услуг CB Richard Ellis /4/ - /6/ - крупнейший консультант рынка коммерческой недвижимости;
- три отчёта двух «рядовых» (провинциальных) американских оценочных компаний Corell - Commercial Real Estate Services /7/ и Schlemmer Appraisal Company /8/, /9/.

Все отчёты находятся в открытом доступе в сети Интернет.

Отметим, что объекты, оцененные «лидером рынка» существенно крупнее, выше качеством, дороже и расположены в более крупных населённых пунктах.

При этом, по нашему мнению, разница в уровнях детализации анализа всех основных аспектов оценки рыночной стоимости, включая и анализ полной ставки капитализации, у «лидера рынка» существенно выше. В связи с этим, основное внимание ниже мы уделим анализу полной ставки капитализации в отчётах /4/ - /6/.

В качестве попутного, но очень важного с практической точки зрения, замечания укажем, что во всех изученных отчётах об оценке ПСК определяется для использования в методе прямой капитализации, т.е. для использования в качестве делителя для стабилизированного чистого операционного дохода (чистого операционного дохода типичного года). Это означает, что во всех рассмотренных отчётах об оценке (и «лидера рынка» и «рядовых» оценщиков) в качестве метода оценки рыночной стоимости с использованием доходного подхода используется именно метод прямой капитализации, а не метод дисконтирования денежных потоков (ДДП). При этом, объекты оценки во всех отчётах представляли собой, как минимум, не малые объекты коммерческой недвижимости.

Это «открытие» несколько обескураживает, если учесть то, сколько усилий целого ряда выдающихся американских оценочных авторов было затрачено на всемерное продвижение ДДП в оценку недвижимости. Однако, следует отметить, что в американской оценке методы прямой капитализации и ДДП никогда всерьёз и не противопоставлялись.

Практически используемые методы определения полной ставки капитализации (ПСК).

В целом, можно отметить использование следующих четырёх источников информации для определения полных ставок капитализации (см. Таблицу 1):

1. Сопоставимые продажи – экстракция из рынка.
2. Национальные инвестиционные обзоры рынка коммерческой недвижимости.
3. Мнения участников рынка.
4. Техника группы инвестиций.

Таблица 1. Методы практического определения полных ставок капитализации в современной практике американской оценки.

Исполнитель		Методы практического определения полной ставки капитализации			
		экстракция из сопоставимых продаж и листингов	национальные инвестицион-ные обзоры	мнения участников рынка	техника группы инвестиций
CB Richard Ellis	/4/	да	да	да	да
	/5/	да	да	да	да
	/6/	нет	да	да	да
Correll	/7/	да	да	нет	нет
Schlemmer Appraisal	/8/	да	да	нет	нет
	/9/	да	нет	нет	нет

Как видно из Табл. 1,

- только в одном случае из шести /9/ использован всего один метод определения полной ставки капитализации – метод рыночной экстракции;
- только в одном из шести случаев /6/ не использован метод экстракции из рыночных данных;
- в четырёх случаях из шести метод экстракции их рыночных данных дополнен данными о полных ставках капитализации, полученных из национальных инвестиционных обзоров,
- у «лидера рынка» (/4/ - /6/) всегда используются данные, полученные из интервью с участниками рынка, и расчётная техника группы инвестиций на основе данных о доходностях собственного и заёмного финансирования.

Далее рассмотрим некоторые особенности, которые обращают на себя внимание при изучении указанных отчётов об оценке.

Метод рыночной экстракции

Как уже было указано, метод рыночной экстракции использован в пяти из шести рассмотренных отчётов. Это не удивительно, поскольку, как указано в /10/ (цит. по /3/):

«Получение ставок капитализации из сопоставимых продаж (именно «продаж» - А.С.) является привилегированной техникой (но только тогда! –

А.С.), когда доступны достаточные данные по продажам (именно «по продажам» - А.С.) подобных и конкурентных объектов».

Однако у использования метода разными оценщиками имеются особенности.

То, как (наиболее мощно) используется рыночная экстракция в /4/ показано в Табл. 2.

Таблица 2. Пример использования метода рыночной экстракции.

Ставки капитализации сопоставимых объектов				
Продажа	Дата продажи	Цена продажи, долл/кв. фут	Занятие, %	ПСК, %
1	Листинг	117,45	Занят собственником	
2	Листинг	174,04	100	6,37
3	Листинг	189,56	75	7,72
4	Листинг	225,00	Занят собственником	
5	Мар 09	146,50	100	9,50
6	Ноя 08	196,18	100	7,80
7	Сен 08	193,55	100	7,32
8	Июл 08	181,34	97	7,40
9	Мар 08	242,71	100	8,53
10	Фев 08	190,11	100	7,40
Индикативная ПСК			95	6,37 – 9,50

Источник: /4/.

Как видно, в экстракции используются не только состоявшиеся продажи, но и текущие листинги объектов – предложения на продажу. Это, очевидным образом, призвано нивелировать возможную динамику ставок капитализации, и, в целом, следует признать разумным ходом, даже, несмотря на то, что вышеприведённая характеристика метода относится исключительно к ценам состоявшихся сделок.

Следует отметить, что продажи (и листинги), использованные в /4/ для анализа ПСК, являются иными, нежели продажи (и листинги), использованные в подходе сравнения продаж.

Помимо этого, обращает на себя продолжительность ретроспективного промежутка времени – год - за который были выбраны сопоставимые продажи. Очевидно, что это является иллюстрацией того важного факта, что на кризисном рынке даже общее число недавних продаж в конкретном сегменте в данной местности является небольшим. Чего уж тогда сказать про именно «сопоставимые» продажи?

Существенно, что указанный отчёт не содержит никаких дополнительных сведений относительно объектов, цены которых приведены в Табл. 2. Сам по себе этот факт вызывает недоумение, поскольку практически полностью исключает возможность простой проверки приведённых в Табл. 2 цифр.

Также обратим внимание на то, что из двух характеристик, по которым собственно проводится сопоставление – цена продажи (цены предложений на продажу) за единицу площади и уровень занятия – только в случае второй (уровень занятия) наблюдается достаточно хорошая сопоставимость (0 - 5%). Вариация же цен продажи (цен предложений на продажу) за единицу площади

является достаточно существенной, что позволяет усомниться в действительной сопоставимости продаж.

Последним, но так же чрезвычайно существенным фактом, на который хотелось бы обратить внимание, является то, что в Табл. 2 не делается итогового вывода о конкретном значении ПСК. Приведён только интервал (диапазон) полученных значений. В целом же, за небольшими исключениями это наблюдается как норма во всех отчётах «лидера рынка» во всех методах определения ПСК.

Для сравнения: существенно «беднее» выглядит анализ ПСК на основе сопоставимых продаж (и листингов), показанный в /7/ (см. Табл. 3) – там обнаружена только одна сопоставимая продажа и один сопоставимый листинг.

Таблица 3. Пример использования метода рыночной экстракции.

Тип	Наименование объекта	Расположение	Размер / Число единиц апарта- ментов	Цена за едини- цу, \$	Год постр.	ПС К, %
Листинг	Arlington Green	Indianapolis,	180	25,000	1950	9.40
Закрытая сделка	Brigadier Apartments	Indiana	72	30,208	1970	9.20

Источник: /7/.

Этот анализ сопровождается следующим простым комментарием /7/:

«Arlington Green – объект, расположенный не далеко от объекта оценки, имеет запрашиваемую ставку 9.40%.

Brigadier Apartments – недвижимость, размерами подобная объекту оценки, которая расположена на Ист-Сайде, но является превосходящей (лучшей), исходя из меньших ограничений и местоположения. В декабре 2006 этот объект был продан со ставкой капитализации в 9.20%».

Т.о. и этот отчёт тоже не «блещет конкретикой» описания «сопоставимых» продаж и листингов.

Интересный «ход» продемонстрирован в /5/, где помимо цен сопоставимых продаж объектов, не использованных в подходе сравнения продаж, используются продажи, уже использованные в подходе сравнения продаж (см. Табл. 4).

Отметим, что в данном случае цены листингов в анализе ПСК вообще не использованы.

Таблица 4. Ставки капитализации, полученные из данных, уже использованных в подходе сравнения продаж. Источник: /5/.

Продажа	Дата	Цена продажи, \$ за единицу	Занятие, %	ПСК, %
1	May-10	61,765	80	4.93
2	Oct-09	45,028	74	8.20
3	Jul-08	135,179	94	5.50

Продажа	Дата	Цена продажи, \$ за единицу	Занятие, %	ПСК, %
4	May-10	129,500	94	6.21
Индикативная ПСК			90	5.00 - 8.25
Индикативная ПСК, полученная из данных не использованных в подходе сравнения продаж (для сравнения)			90	5.75 - 7.00

Правомерность такого «хода», с одной стороны, вызывает понятные и обоснованные сомнения, а, с другой стороны, служит доказательством сопоставимости продаж, использованных и не использованных в подходе сравнения продаж, о чём свидетельствует сопоставимость интервалов соответствующих значений ПСК.

В целом же, представляется, что такой «ход» нельзя признать допустимым в использовании в качестве единственного метода определения ПСК, но допустимым при его использовании совместно с другими методами определения ПСК. При этом очевидно, что значения ПСК, получаемые из данных, уже использованных в подходе сравнения продаж, должны быть близки к значениям ПСК, получаемым иными методами.

Национальные инвестиционные обзоры

Национальные инвестиционные обзоры, включающие в себя, в том числе, и актуальные интервалы полных ставок капитализации, регулярно публикуются сразу несколькими консалтинговыми и информационными компаниями. Как следует из Табл. 1, национальные инвестиционные обзоры являются не менее популярным и значимым методом определения ПСК, чем метод рыночной экстракции.

Об этом же говорится и в /3/:

«Частные и публично издаваемые инвестиционные обзоры особенно полезны для того, чтобы поддержать исследования, которые испытывают недостаток в надежных ставках капитализации, экстрагированных из рынка».

В частности, насколько удалось выяснить, эти обзоры публикуются и распространяются четырьмя ведущими консалтинговыми компаниями – Korpacz, Real Capital Analytic, CB Richard Ellis, RERC.

Пример одного из них, размещённого в открытом доступе, можно видеть в /11/. Однако, в общем, национальные инвестиционные обзоры распространяются по закрытой платной подписке, являясь высококачественным информационным продуктом.

В максимально полном виде - четыре обзора - данные национальных инвестиционных обзоров использованы в /6/ (см. Табл. 5).

В минимальном, «скромном» виде – в /7/, где оценщик ограничился фразой:

«Данные из последнего (4 кв. 2007) Инвестиционного Обзора Показателей Недвижимого Имущества (Realty Rates Investment Survey) о

полных ставках капитализации для пригородных объектов апартаментов дают диапазон ПСК 5.73 - 12.25% и среднее значение 8.03%».

Таблица 5. Ставки капитализации, полученные из национальных инвестиционных обзоров.

Обзор	Интервал ПСК, %	Среднее значение ПСК, %
1. Корпacz, Офисы в Далласе, 1 кв. 2010		8.74
2. Real Capital Analytic Surveys, 4 кв. 2009		
Даллас, Пригород		8.70
Юго-Запад, Пригород		8.60
U.S. в целом, Пригород		8.10
3. CBRE Investor Survey, 4 кв. 2009		
Даллас, Класс В, Стабилизированная	9.0 - 11.0	
Даллас, Класс В, С добавленной стоимостью	10.0 - 13.0	
4. RERC		
RERC, Национально, Пригород, Среднее, 1 кв. 2010		8.60
RERC, Южный Регион, Пригород, Среднее, 1 кв. 2010		8.70
RERC, Регион Далласа, Пригород, Среднее, 1 кв. 2010		8.60
Первый Ряд Офисов в Пригороде		8.70
Второй Ряд Офисов в Пригороде		9.40
Третий Ряд Офисов в Пригороде		10.50
Индикативная ПСК	8.10% - 13.00%	

Источник: /6/.

Как видно из Табл. 5 и в данном случае оценщик («лидер рынка») определил только интервал (диапазон) ставок капитализации, не делая вывод о средней или иной единой величине.

В целом же, главным преимуществом использования национальных инвестиционных обзоров является то, что **они существуют всегда**, в том числе и тогда, когда данные о сделках с сопоставимыми объектами отсутствуют.

Тем не менее, стоит учитывать, что данные инвестиционных обзоров во многом основываются на мнениях специалистов компаний их составляющих. В частности, в /11/ указывается, что:

«Диапазоны ставок капитализации - наилучшие оценки, обеспеченные профессионалами CBRE в соответствующих отраслях, на основании недавних событий на их соответствующем рынке, а так же на основании недавних взаимодействиях с инвесторами. Диапазоны представляют те ставки капитализации, с которыми будет продаваться функционировать данная недвижимость на данном текущем рынке».

Таким образом, значения, приведённые в инвестиционном обзоре, во многом представляют собой результат профессионального суждения специалистов CBRE.

Это ещё более становится очевидным из методики определения стабилизированных ставок капитализации. Например, ставки капитализации

стабилизированной недвижимости или стабилизированные ставки капитализации (stabilized cap rates) получают следующим образом:

1. предполагают, что актив арендован по текущим арендным платам, равным текущим рыночным арендным платам, и имеет уровень заполняемости, равный долгосрочному среднему числу, характерному для данного рынка;
2. из полученного значения дохода вычитают соответствующие расходы по рыночным расценкам – получают оперативный NOI (in-place NOI) последнего года;
3. для того, чтобы получить стабилизированный NOI, оперативный NOI последнего года корректируется на резервы;
4. полученный стабилизированный NOI делят на вероятную - а не на фактическую, особо подчеркнём - цену продажи.

При всём при этом, как указано в /11/:

«В зависимости от местоположения и/или качества конкретного актива и определенных для него возможностей повышения NOI фактические ставки капитализации в пределах каждого класса активов иногда могут выходить за пределы установленных диапазонов».

В результате, по нашему мнению, этот мощный метод определения ПСК – национальные инвестиционные обзоры - в обязательном порядке должен использоваться в совокупности (миксе) с другими методами, что и наблюдается фактически в /4/ - /8/.

Мнения участников рынка

Использование этого метода характерно для отчётов об оценке «лидера рынка» и не характерно для «рядовых» оценщиков.

При этом, обнаруживается два варианта использования метода

В первом варианте /5/ (см. Табл. 6) оценщик использует «Результаты недавних интервью с (анонимными – А.С.) хорошо осведомленными профессионалами недвижимого имущества».

Таблица 6. Ставки капитализации, полученные из мнений участников рынка.

Полная ставка капитализации			
Респондент	Компания	Интервал ПСК	Дата интервью
Конфиденциально	Конфиденциально	6.50% - 7.00%	Jun-10
Конфиденциально	Конфиденциально	6.50% - 7.00%	Jun-10
Конфиденциально	Конфиденциально	6.75% - 7.25%	Jun-10
Конфиденциально	Конфиденциально	6.50% - 7.00%	Jun-10
Индикативная ПСК		6.50% - 7.25%	

Источник: /5/.

Таким же образом поступает оценщик в /4/ (см. Табл. 7). И в этом случае респонденты являются анонимными.

Таблица 6. Ставки капитализации, полученные из мнений участников рынка.

Участник рынка	Занятие, %	Интервал ПСК, %
1 Брокер	100	ниже 8,00
2 Брокер	100	7,00 – 8,00
3 Брокер	100	более 7,50
Индикативная ПСК		7,00 – 8,00

Источник: /4/.

Хотя, по нашему мнению, использование мнений анонимных экспертов явно не является соответствующим в силу простоты манипуляций с ними, некоторую «гарантию надёжности» может давать брэнд компании – оценщика - CBRE.

Во втором варианте /6/ единственный «хорошо осведомлённый профессионал недвижимого имущества», который выразил своё веское мнение, обозначен. И им является ... сама компания – оценщик (см. Табл. 7).

Таблица 7. Ставки капитализации, полученные из мнений участников рынка.

Респондент	Дата опроса	Доход	Интервал ПСК, %
CBRE	Jul-10	Текущий уровень	9.0 - 11.0
Индикативная ПСК			9.0 - 11.0

Источник: /6/.

Такой подход – использование своего собственного мнения в качестве мнения участника рынка – вызывает естественное неприятие. Тем не менее, с его использованием можно согласиться, но только в том случае, когда компания – оценщик помимо оценки является профессиональным посредником на рынке коммерческой недвижимости. В случае CBRE это не вызывает сомнений. Однако, в этом же случае, мнение CBRE уже выражено в ранее использованном методе определения ПСК – национальные инвестиционные обзоры.

Отметим, что, не смотря на то, что в исследованных отчётах об оценке, выполненных «рядовыми» оценщиками метод анализа мнений участников рынка не использовался, он вовсе не является неким ноу-хау «лидера рынка».

Например, описывая особенности оценки коммерческой недвижимости на второстепенных и третьестепенных рынках США (имеются в виду рынки не крупнейших городов, а средних и малых городов и пригородов), в своей недавней статье John Scott Jr. /16/ прямо указывает на настоятельную необходимость использования мнений местных источников информации:

«На небольших второстепенных и третьестепенных рынках всегда крайне важно взять интервью у брокеров, владельцев и даже арендаторов всегда, когда только это возможно.

... хорошие источники на небольших второстепенных и третьестепенных рынках - представители местных комитетов по экономическому развитию, представители местной Торговой палаты и репортеры».

Более того, в одном из Инструктивных Документов Appraisal Institute /17/, обязательных к исполнению его членами, термин «компетентность оценщика» включает в себя, в том числе, следующее:

«Компетентные оценщики непрерывно взаимодействуют с покупателями, продавцами и агентами. В частности, в идеале оценщики должны осуществлять периодически частое и длительное взаимодействие с покупателями или арендаторами. Такое взаимодействие позволяет оценщикам устанавливать, анализировать, и понимать побуждения участников рынка.

... регулярное чтение доступной прессы и специальных статей о рынке и профессии и даже их квалифицированный анализ с точки зрения Института не является достаточным показателем компетентности оценщика.

К этому (и многому другому) необходимо приложить личные знакомства и контакты с теми лицами, кто непосредственно владеет информацией и принимают решения (или участвуют в их принятии)».

Резюмируя, отметим, что теоретически мощный метод определения ПСК – мнения участников рынка – который, как и национальные инвестиционные обзоры, является применимым всегда (т.е. вне зависимости от состояния рынка и количества сделок на нём) - на практике оказывается спорным по исполнению.

Тем не менее, очевидно, что при его корректном использовании с раскрытием имён (наименований) респондентов, а так же корректности и ясности заданных им вопросов этот метод может и должен быть использован на практике для определения ПСК.

Техника группы инвестиций

Как и в предыдущем случае, использование этого метода характерно для отчётов об оценке «лидера рынка» и не характерно для рядовых оценщиков. При этом во всех отчётах /4/ - /6/ делается стандартная оговорка о «проверочном» характере этого метода анализа ПСК:

«Техника группы инвестиций была использована как дополнительная проверка предшествующих методов».

Не вызывает доверия следующее стандартное обоснование параметров, используемых при вычислении ПСК с помощью техники группы инвестиций:

«Ипотечная ставка процента и ставка доходности доли инвестора (EDR) основаны на текущих доходностях рынка для подобных инвестиций».

Во всех случаях техника группы инвестиций используется в формате, предложенном S. Edwin Kazdin, т.е. с ипотечной постоянной ставкой ипотечного кредитования (с ежемесячным аннуитетным платёжом), а не в варианте Thurston H. Ross со ставкой ипотечного кредитования (подробнее см. /12/).

Испытывая особенную симпатию к расчёту (анализу) ПСК с помощью техники группы инвестиций, уделим практике использования данного метода повышенное внимание.

Ниже, в Табл. 7 – 9 приведены расчёты ПСК из отчётов /4/ - /6/ соответственно. Для упрощения восприятия некоторые различия в форматах вычислений ПСК с помощью техники группы инвестиций были устранены автором данной статьи – все вычисления были приведены к единому формату.

Таблица 7. Ставки капитализации, полученные расчётом с помощью техники группы инвестиций.

Параметр	Значение			
Ставка процента по ипотеке	6,00%			
Срок ссуды (период амортизации)	30 лет			
LTV	70%			
Ипотечная постоянная	0,07195			
Ставка доходности инвестиционной доли	9,00%			
Доля ипотеки	70%	x	0,07195	= 0,05037
Инвестиционная доля	30%	x	0,09000	= 0,02700
	100%			= 0,07737
Индикативная ПСК	7,70%			

Источник: /4/

Таблица 8. Ставки капитализации, полученные расчётом с помощью техники группы инвестиций.

Параметр	Значение			
Ставка процента по ипотеке	5,65%			
Срок ссуды (период амортизации)	30 лет			
LTV	75%			
Ипотечная постоянная	0,06927			
Ставка доходности инвестиционной доли	10,00%			
Доля ипотеки	75%	x	0,06927	= 0,05195
Инвестиционная доля	25%	x	0,10000	= 0,02500
	100%			= 0,07695
Индикативная ПСК	7,70%			

Источник: /5/

Таблица 9. Ставки капитализации, полученные расчётом с помощью техники группы инвестиций.

Параметр	Значение			
Ставка процента по ипотеке	6,00%			
Срок ссуды (период амортизации)	30 лет			
LTV	60%			
Ипотечная постоянная	0,07195			
Ставка доходности инвестиционной доли	12,00%			
Доля ипотеки	60%	x	0,07195	= 0,04317
Инвестиционная доля	40%	x	0,12000	= 0,04800
	100%			= 0,09117
Индикативная ПСК	9,10%			

Источник: /6/

В Табл. 7 – 9 обращает на себя внимание то, что все финансовые параметры, используемые в расчётах - ставка процента по ипотеке, срок ссуды (период амортизации), LTV (отношение размера ссуды к стоимости предмета ипотеки), ставка доходности инвестиционной доли - заданы не в виде интервалов (диапазонов), а точными значениями.

Кроме того, неприемлемым представляется использование расчётных параметров безо всякого обоснования и приведения источников информации.

В то же самое время, собственный опыт автора данной статьи (а так же, результаты исследований кредитного рынка России и США, приведённые в /13/ - /15/) свидетельствуют о том, что такое жёсткое определение этих параметров на основании «текущих доходностях рынка для подобных инвестиций» на практике невозможно.

Не вдаваясь далее в анализ и обоснование этого заключения, проведём сравнение ставок капитализации, полученных с помощью техники группы инвестиций в /4/ - /6/, и интервалов (диапазонов), в которых должны находиться значения ставок капитализации. Последние определим, исходя из результатов работы /12/ с учётом сделанного там предположения о равенстве доходностей, требуемых кредитору и инвестору (см. Табл. 10).

Таблица 10. Сопоставление ставок капитализации, полученных расчётом с помощью техники группы инвестиций.

Параметры	Источник		
	/4/	/5/	/6/
Ставка процента по ипотеке, %	6,00	5,65	6,00
Срок ссуды (период амортизации), лет	30	30	30
LTV, %	70	75	60
Ипотечная постоянная, отн. ед.	0,07195	0,06927	0,07195
Ставка доходности инвестиционной доли, %	9,00	10,00	12,00
Индикативная ПСК, % год.	7,70	7,70	9,10
Интервал (диапазон) ПСК, который может быть получен в соответствии с результатами работы /12/ (от ставки ипотечного кредитования до ипотечной постоянной при соответствующих условиях кредитования), % год.	6,00 – 7,20	5,65 – 6,93	6,00 – 7,20

Из сопоставления цифр, приведённых в двух последних строках Табл. 10 ясно видно, что введение предположения о равенстве доходностей кредитора и инвестора при всех прочих равных условиях даёт интервалы (диапазоны) ставок капитализации – от неликвидной до ликвидной – максимальные значения которых заметно (и даже существенно) ниже получаемых с помощью традиционной формулы Kazdin техники группы инвестиций.

При этом, учёт «шарового» коэффициента, учитывающего не погашаемый на конец срока ссуды остаток задолженности, будет давать сужение интервалов (диапазонов) значений ставок капитализации ближе к верхней границе указанных интервалов (в их «правую», «большую» половину).

Эти соображения не позволяют автору данной статьи заключить, что применение техники группы инвестиций в практике американской оценки является соответствующим.

Тем не менее, главным позитивным выводом, который можно сделать из приведённых данных является то, что метод техники группы инвестиций в американской практике оценки используется, причём используется компанией, являющейся «лидером рынка».

Согласование результатов и определение единого значения ПСК

Выше мы особо обращали внимание на то обстоятельство, что в трёх первых методах определения ПСК оценщики «лидера рынка» (за небольшими исключениями) не делают вывода о конкретном значении ПСК, фиксируя результат в виде интервала (диапазона).

Это обусловлено особенностями согласования результатов анализа ПСК, осуществлённого разными методами. Этой операции в практике оценки в США уделяется особое внимание.

Например, как указывается в требованиях к полному отчёту об оценке одного из институциональных инвесторов в коммерческую недвижимость в США – компании Principal Global Investors /18/:

«Всегда, когда это возможно, оценщик должен использовать и согласовывать между собой информацию из различных публичных и частных источников, определенно цитировать источники и описывать рассуждения, оправдывающие веса, данные каждому типу доказательств».

Наиболее впечатлил процесс согласования результатов анализа ПСК, осуществлённого различными методами в исследованных отчётах показан в /5/ (см. Табл. 11). Остальные варианты «согласования» в силу своей тривиальности (от банального усреднения до безобъяснительного определения некоей цифры из интервала) не заслуживают специального описания, за этим мы отправляем интересующихся к первоисточникам.

Таблица 11. Согласование результатов определения ПСК с помощью разных методов. Источник: /5/.

Метод	Значение ПСК, %
1. Сопоставимые продажи:	
а. не использованные в подходе сравнения продаж	5,75 – 7,00
б. использованные в подходе сравнения продаж	5,00 – 8,25
2. Национальные инвестиционные обзоры	6,50 – 7,50
3. Участники рынка	6,50 – 7,25
4. Техника группы инвестиций (проверочный метод)	7,70
Итоговая оценка ПСК	6,75

Как мы видим, в Табл. 11 имеется четыре интервала (диапазона) значений ПСК и одно точное значение, полученное с помощью техники группы инвестиций. При этом, как мы заметили выше, корректное использование техники группы инвестиций так же неминуемо должно давать интервальный результат.

При этом, никаких дальнейших пояснений на счёт того, каким образом из четырёх интервалов и одного числа получается итоговый результат – число 6,75%, в отчёте об оценке не содержится.

Тем не менее, как представляется, логику, лежащую в основе процесса согласования интервалов, удалось разгадать.

Рассмотрим картину, показанную на Рис. 1.

На Рис. 1 все интервалы значений ПСК, полученные с помощью разных методов объединены и сопоставлены.

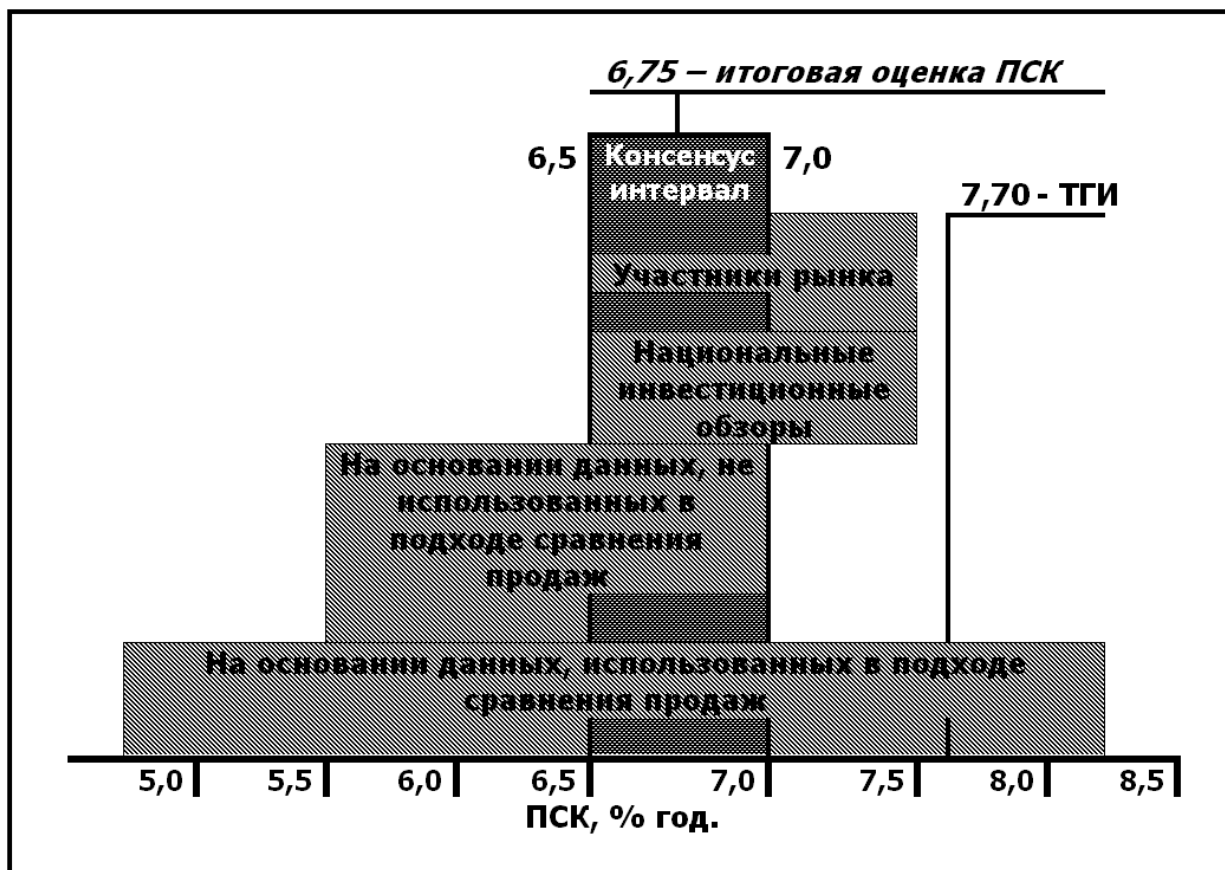


Рисунок 1. Интервальное согласование результатов анализа ПСК, полученных разными методами.

Кроме того, там же указано положение дополнительного, проверочного значения ПСК, полученное с помощью техники группы инвестиций, которое, судя по всему, в итоговом согласовании не учитывается.

С учётом этого замечания, на Рис. 1 легко угадывается некоторый «консенсус – интервал» (6,5 – 7,0%), в котором пересекаются все интервалы значений ПСК, полученные с помощью всех иных методов. Этот интервал существенно уже, чем каждый отдельно взятый интервал значений ПСК, полученных с помощью разных методов.

Далее, несложно убедиться, что итоговое значение ПСК, полученное в /5/, представляет собой не что иное, как радиус этого консенсус – интервала.

В результате, представляется, что техника согласования результатов, полученных в процессе анализа ПСК с помощью разных методов, использованная в /5/, сводится к следующему:

5. все полученные интервалы сопоставляются вместе;
6. находится консенсус интервал, как пересечение всех имеющихся интервалов;

7. определяется его радиус (полусумма нижнего и верхнего граничных значений);
8. это значение принимается за итоговую согласованную величину.

Особо отметим, что из Рис. 1 следует, что величина радиуса консенсус – интервала зависит от числа использованных методов, т.е. её значение может изменяться вместе с исключением из рассмотрения того или иного метода (кроме техники группы инвестиций).

Так же отметим, что проведённая здесь процедура согласования по смыслу аналогична процедуре согласования результатов оценки стоимости, полученных разными подходами, на основе элементов нечёткой логики, описанной в /19/.

Выводы и некоторые рекомендации для практики российской оценки

Проведённый выше анализ выявил четыре метода практического определения полной ставки капитализации в современной практике американской оценки:

9. экстракции из рыночных данных (цены сделок и, но или, цены предложений на продажу);
10. национальные инвестиционные обзоры;
11. мнения участников рынка;
12. техника группы инвестиций.

Все эти методы использованы для оценки рыночной стоимости методом прямой капитализации.

В общем, ни один из методов на практике не использован в том виде, в котором его хотелось бы видеть. Критические замечания и вопросы имеются к использованию каждого метода.

Между тем, приведённые данные могут и должны стать чётким ориентиром для российской оценки по мере её развития и созревания.

Однако, применительно к действительности российской оценки, в настоящее время можно говорить о возможности широкого использования только (!!!) одного из указанных выше методов – метода техники группы инвестиций.

Применение ещё одного метода – национальные инвестиционные обзоры – в настоящее время ограничено только высококачественными объектами коммерческой недвижимости, расположенными в Москве, а так же в меньшей степени, - в Санкт – Петербурге. Данные (мнения) о ставках капитализации этих объектов периодически публикуются международными консалтинговыми компаниями. Даже на уровне рынков городов – миллионников эта информация не доступна (даже если она и существует в принципе).

Экстракция из рыночных данных в России пока не может быть использована по банальной причине – отсутствие таковых данных, т.е. цен сделок с объектами коммерческой недвижимости. А замена цен сделок ценами предложений на продажу, массово имеющая место в настоящее время в практике российской оценки, по-нашему мнению, является ни чем иным, как введением в заблуждение участников рынка (на что мы уже неоднократно обращали внимание в предыдущих публикациях /12/ - /14/).

В этих условиях перспективным нам представляется использование метода опроса участников рынка с учётом сделанных выше замечаний об их не анонимности. Следует отметить, что вряд ли использование этого метода может

стать массовым: российские оценщики очень редко удовлетворяют критерию «компетентности» в том виде, как он определен в вышеприведенной цитате из нормативного документа Appraisal Institute. Тем не менее, для «продвинутых в рынок» оценщиков использование этого метода вместе с техникой группы инвестиций представляется очень перспективным.

10.11.2013

Литература

1. Appraisal Institute (2013), *The Appraisal of Real Estate, 14th ed.*, Chicago, Illinois: Appraisal Institute.
2. Martin J.H. and Sussman, M.W. (1997), *The Twelve Rs: An Overview of Capitalization Rate Derivation*, The Appraisal Journal, Apr.
3. Accetta, G.J. (1998), *Supporting capitalization rates*, The Appraisal Journal, Oct.
4. CB Richard Ellis, Inc. (2009), *Self Contained Appraisal Report on Appraisal of CAISO Headquarters (Folsom, Sacramento County, CA)*, June 15, <http://www.royceprinting.com/jobs/FOSarchive/2009FOS/CAISOheadquarterapp.pdf>
5. CB Richard Ellis, Inc. (2010), *Self Contained Appraisal Report on Appraisal of Montego Bay Apartments (Henderson, Clark County, Nevada)*, Jun. 24, <http://coml.epifund.com/files/asset30778-Appraisal-1.pdf>
6. CB Richard Ellis, Inc. (2010), *Self Contained Appraisal Report on Appraisal of Cornerstone Office Building, Phase II (Allen Collin County, Texas)*, Jul. 19., http://briancscott.com/resources/R+75+II+LP_7000211827_APR2.pdf.pdf
7. Correll - Commercial Real Estate Services (2007), *Self Contained Narrative Appraisal of Roland Manor Apartments (2120-2148 North Ritter Avenue Indianapolis, Indiana)*, Nov. 15, <http://www.richcorrell.com/Sample%20Reports/RolandManorAppraisal.pdf>
8. Schlemmer Appraisal Company (2013), *Self Contained Appraisal Report on Apartments (Atlanta, Fulton County, Georgia). For Bank*, Febr 15, <http://www.schlemmerappraisal.com/Sample%20Apartment%20Appraisal.pdf>
9. Schlemmer Appraisal Company (2013), *Self Contained Appraisal Report on Office Condominium (Marietta, Cobb County, Georgia). For Bank*, Jul. 19, <http://www.schlemmerappraisal.com/Sample%20Office%20Condo.pdf>
10. Appraisal Institute (1996), *The Appraisal of Real Estate, 11th ed.*, Chicago, Illinois: Appraisal Institute
11. CB Richard Ellis (2013), *CBRE Cap Rate Survey. United States*, A CBRE Publication, Febr., <http://www.cbre.com/AssetLibrary/Cap%20Rate%20Survey%20Feb%202013.pdf>
12. Слуцкий А.А. (2012), *Метод прямой капитализации: техника группы инвестиций*, Библиотека оценщика LABRATE.RU (Сетевой ресурс), 01.09.2012., http://www.labrate.ru/sloutsky/art_2012-5.htm
13. Слуцкий А.А. (2013), *Техника группы инвестиций: применение к анализу рынка*, Библиотека оценщика LABRATE.RU (Сетевой ресурс), 13.05.2013., http://www.labrate.ru/sloutsky/art_2013-1.htm
14. Слуцкий А.А. (2013), *Техника группы инвестиций: применение к малым (не дорогим) объектам коммерческой недвижимости*, Библиотека оценщика LABRATE.RU (Сетевой ресурс), 28.06.2013., http://www.labrate.ru/sloutsky/art_2013-2.htm
15. Слуцкий А.А. (2013), *Техника группы инвестиций и рынок коммерческой недвижимости США*, Библиотека оценщика LABRATE.RU (Сетевой ресурс), 07.10.2013., http://www.labrate.ru/sloutsky/art_2013-3.pdf

16. Scott Jr., J., (2013), *Small-Market Valuations. Appraisers dig for data to determine value*, CIRE Magazine, Jul. / Aug., <http://www.ccim.com/cire-magazine/articles/323102/2013/07/small-market-valuations>
17. Appraisal Institute (2012), *Guide Note 12. Analyzing Market Trends*, Jan. 1, <http://www.appraisalinstitute.org/ppc/downloads/guide-note-12.pdf>
18. Principal Global Investors, LLC (2013), *Basic Requirements of Complete Self-Contained Appraisal Report*, Jun., <http://www.principalglobal.com/us/realestate/download.aspx?id=21587>
19. Костин А.В., Смирнов В.В. *Метод согласования результатов оценки стоимости, основанный на нечеткой логике // Имущественные отношения в Российской Федерации*, №12 (135), 2012. - С.6-20. - <http://www.labrate.ru/kostin/064749.pdf>

реквизиты статьи для ссылок и цитирования :

Слуцкий А.А. Практические методы определения полной ставки капитализации при оценке коммерческой недвижимости в США // Библиотека оценщика LABRATE.RU (Сетевой ресурс), 10.11.2013. - http://www.labrate.ru/sloutsky/art_2013-4.pdf