

**Общероссийская общественная организация
«Российское общество оценщиков»**

**Система нормативных и методических документов
Российского общества оценщиков
(СНМД РОО)**

**Методические рекомендации
по применению метода
экономического замещения активов**

СНМД РОО 04-010-2015

Издание официальное

**Москва
2015**

Предисловие

1. Разработаны членами РОО д-ром экон. наук Ю.В. Козырем и канд. экон. наук С.А. Табаковой.
2. Приняты и введены в действие решением Методического совета РОО от 5 ноября 2015 г.
3. Методические рекомендации полностью соответствуют Уставу Общероссийской общественной организации «Российское общество оценщиков» (свидетельство о государственной регистрации № 1027700149146 от 22.08.2002).
4. В настоящих методических рекомендациях реализованы принципы стандартизации, используемые в Российской Федерации в соответствии с Федеральным законом № 135-ФЗ от 29.07.1998 «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», Федеральным законом № 184-ФЗ от 27.12.2002 «О техническом регулировании», а также методологические подходы, изложенные в Международных стандартах Международной организации по стандартизации (International organization for Standardization — ISO), Международных стандартах оценки Международного совета по стандартам оценки (International Valuation Standards Council — IVSC) и в Европейских стандартах оценки Европейской группы ассоциаций оценщиков (The European Group of Valuers' Associations — TEGoVA).
5. Введены впервые.

Содержание

Введение	В.1 – В.3
1. Область применения	1.1 – 1.2
2. Используемые термины и их определения	2.1 – 2.3
3. Основные положения	3.1 – 3.5
4. Нормативные ссылки	4.1
5. Расчетная модель метода экономического замещения активов	5.1 – 5.12
6. Рекомендации по оценке отдельных параметров модели (1)	6.1 – 6.2
7. Роль и место метода экономического замещения активов (МЭЗА) в процессе вынесения суждения об итоговом значении величины стоимости активов бизнеса, полученном в рамках различных оценочных подходов	7.1 – 7.2
8. Заключительные положения	8.1 – 8.4
Дата вступления в силу	
Рекомендуемые литературные источники	
<i>Приложение.</i> Примеры расчетов с применением метода экономического замещения активов	

Введение

В.1. Настоящие методические рекомендации саморегулируемой организации оценщиков «Общероссийская общественная организация «Российское общество оценщиков» (далее — РОО) по применению метода экономического замещения активов разработаны в соответствии с Федеральным законом от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» в рамках Системы нормативных и методических документов РОО (СНМД РОО).

В.2. Методические рекомендации разработаны для использования членами РОО при осуществлении ими профессиональной оценочной деятельности, являются дальнейшим развитием затратного подхода к оценке бизнеса (cost approach) и представляют собой конвергенцию затратного и доходного подхода к оценке бизнеса.

В.3. Методические рекомендации входят в состав свода нормативных и методических документов РОО (СНМД РОО).

1. Область применения

1.1. Настоящие методические рекомендации (далее — МР) предназначены для использования в процессе оценки стоимости коммерческих активов, таких как бизнес, контрольные пакеты акций, объекты коммерческой недвижимости.

1.2. Настоящие методические рекомендации применимы также для проведения экспертизы оценки пакетов акций и долей участия в уставных капиталах компаний в соответствии с требованиями Федерального стандарта оценки (далее — ФСО) ФСО № 5.

2. Используемые термины и определения

2.1. При проведении оценки стоимости коммерческих активов, таких как бизнес, контрольные пакеты акций, объекты коммерческой недвижимости, используются нормативные термины и понятия, определения которых приведены в Гражданском кодексе РФ, законодательстве Российской Федерации об оценочной деятельности, в том числе Федеральном законе «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», федеральных стандартах оценки и других актах уполномоченного федерального органа, осуществляющего функции по нормативно-правовому регулированию оценочной деятельности, в стандартах и правилах оценочной деятельности и методических рекомендациях СПО РОО.

2.2. Для целей настоящих методических рекомендаций ниже приведены дополнительные термины и их определения, которые используются в оценке стоимости коммерческих активов, таких как бизнес, контрольные пакеты акций, объекты коммерческой недвижимости, методом экономического замещения активов:

Стоимость функционирующего бизнеса — стоимость бизнеса в предположении о дальнейшем его успешном функционировании. Данное предположение позволяет применять для оценки бизнеса *концепцию продолжения функционирования бизнеса*, альтернативой которой является *концепция прекращения (ликвидации) бизнеса*.

Затраты на формирование связей и узнаваемости на рынке — затраты, необходимые для получения поставщиков и клиентов.

Стоимостный эквивалент упущенной выгоды — эквивалент суммы денежных средств, возникающий в результате недополучения реальной чистой прибыли потенциальным покупателем бизнеса на этапе становления этого бизнеса с нуля, т. е. то, что теряет инвестор, решивший самостоятельно создать с нуля бизнес, подобный оцениваемому (за время его становления), по сравнению с вариантом приобретения готового бизнеса, функционирующего с эквивалентными (действующему оцениваемому бизнесу) рентабельностью и объемом реализации готовой продукции.

Стоимостной эквивалент исчезновения специфических рисков этапа становления — оценочная величина денежного эквивалента потерь и/или дополнительных затрат, обусловленная возможным превышением сметы расходов при попытке замещения активов оцениваемого бизнеса, а также повышенной вероятностью полной или частичной потери осуществленных инвестиционных затрат.

3. Основные положения

3.1. При оценке контрольных долей участия в бизнесе и коммерческой недвижимости (особенно в случае отсутствия развитых рынков купли-продажи таких активов) обычной практикой является применение затратного и доходного подходов. При этом указанные подходы имеют свои достоинства и недостатки. Ниже приведены основные недостатки обоих подходов.

3.2. Недостатки доходного подхода

3.2.1. Многие инвесторы (потенциальные и реальные покупатели бизнесов / коммерческих активов) считают, что они готовы платить за созданное предыдущим/нынешним владельцем бизнеса «инерционное движение “машины”, генерирующей

поток денежных средств». Но они не готовы платить за будущие усилия по поддержанию безостановочного движения этой «машины», т. е. за ту ценность, возникновение которой будет обеспечено покупателем (новым владельцем) бизнеса. Другими словами, это означает, что покупатели бизнеса не готовы платить за слишком отдаленные в будущее потоки денежных средств, так как, по их мнению, генерация этих потоков будет зависеть от их (новых владельцев бизнеса) собственных усилий.

3.2.2. На практике крайне сложно дать обоснованный прогноз кэш-фло (денежного потока) в слишком отдаленных периодах, равно как и получить представление о мнениях участников рынка об этом, и даже о мнении только одной из сторон потенциальной сделки (покупателя, собственника, оценщика).

3.3. Недостатки затратного подхода

3.3.1. Отождествление затрат на создание/воссоздание/замещение имущества с его ценностью является не вполне корректным.

3.3.2. В большинстве случаев «ансамбль активов» бизнеса не может быть создан моментально, равно как и объекты коммерческой недвижимости не могут быть построены мгновенно. Поэтому применяемый в рамках затратного подхода принцип замещения частично «дает сбой»: традиционная техника затратного подхода не учитывает фактор времени, а именно упущенную выгоду от инвестирования денежных средств за время замещения актива или «ансамбля активов».

3.3.3. Как указано выше, покупатели бизнеса не готовы платить за потоки денежных средств, ожидаемые к получению в слишком далекой перспективе, так как, по их мнению, генерация этих потоков будет зависеть от их (новых владельцев бизнеса) собственных усилий. В то же время они понимают, что из двух коммерческих активов при прочих равных условиях дороже должен стоить тот актив, который, как ожидается, будет дольше генерировать поток денежных средств. В связи с этим возникает некоторая предельная величина, которую могут заплатить за коммерческий объект покупатели:

- эта величина связана со стоимостью (замещаемых) активов бизнеса, а также премией, природа которой схожа с так называемой *предпринимательской прибылью*, применяемой оценщиками недвижимости в рамках затратного подхода;

- превышение приведенной суммы потока доходов объекта оценки (бизнеса) над суммой рыночной стоимости чистых активов бизнеса, оцененных только лишь на основе затратного подхода, и вышеуказанной премией не будет приводить к готовности потенциальных покупателей оплачивать это превышение.

3.4. В связи с вышеуказанным предлагается отразить в затратном подходе дополнительно не учитываемые (при традиционном его применении) факторы, а именно:

- стоимостный эквивалент упущенной выгоды;
- затраты на формирование связей и узнаваемости на рынке;
- стоимостный эквивалент исчезновения специфических рисков этапа становления.

3.5. Полученный таким образом метод оценки называется методом экономического замещения активов.

4. Нормативные ссылки

4.1. Настоящие методические рекомендации разработаны в соответствии с нормами и требованиями, установленными в следующих документах:

- Гражданский кодекс РФ (части I и IV);
- Федеральный закон № 135-ФЗ от 29.07.1998 «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (в ред. федеральных законов от 21.12.2001 № 178-ФЗ, от 21.03.2002 № 31-ФЗ, от 14.11.2002 № 143-ФЗ, от 10.01.2003 № 15-ФЗ, от 27.02.2003 № 29-ФЗ, от 22.08.2004 № 122-ФЗ, от 05.01.2006 № 7-ФЗ, от 27.07.2006 № 157-ФЗ, от 05.02.2007 № 13-ФЗ, от 13.07.2007 № 129-ФЗ, от 24.07.2007 № 220-ФЗ, от 30.06.2008 № 108-ФЗ, от 07.05.2009 № 91-ФЗ, от 17.07.2009 № 145-ФЗ, от 27.12.2009 № 343-ФЗ, от 27.12.2009 № 374-ФЗ, от 22.07.2010 № 67-ФЗ, от 28.12.2010 № 431-ФЗ, от 01.07.2011 № 169-ФЗ, от 11.07.2011 № 200-ФЗ, от 21.11.2011 № 327-ФЗ, от 30.11.2011 № 346-ФЗ, от 03.12.2011 № 383-ФЗ, от 07.06.2013 № 113-ФЗ, от 02.07.2013 № 185-ФЗ, от 23.07.2013 № 249-ФЗ, от 12.03.2014 № 33-ФЗ, от 04.06.2014 № 143-ФЗ, от 21.07.2014 № 225-ФЗ, от 31.12.2014 № 499-ФЗ, от 08.03.2015 № 48-ФЗ, от 08.06.2015 № 145-ФЗ, от 13.07.2015 № 216-ФЗ, с изменениями, внесенными Федеральным законом от 18.07.2009 № 181-ФЗ, от 28.07.2012 № 144-ФЗ);
- Федеральный закон № 208-ФЗ от 26.12.1995 «Об акционерных обществах» (действующая редакция от 29.06.2015);
- Федеральный закон № 14-ФЗ от 08.02.1998 «Об обществах с ограниченной ответственностью» (действующая редакция на 29.06.2015);
- Федеральный стандарт оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО № 1)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 20.05.2015 № 297);
- Федеральный стандарт оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 20.05.2015 № 298);

- Федеральный стандарт оценки «Требования к отчету об оценке (ФСО № 3)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 20.05.2015 № 299);
- Федеральный стандарт оценки «Определение кадастровой стоимости объектов недвижимости (ФСО № 4)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 22.10.2010 № 508);
- Федеральный стандарт оценки «Виды экспертизы, порядок ее проведения, требования к экспертному заключению и порядку его утверждения (ФСО № 5)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 04.07.2011 № 328);
- Федеральный стандарт оценки «Требования к уровню знаний эксперта саморегулируемой организации оценщиков (ФСО № 6)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 07.11.2011 № 628);
- Федеральный стандарт оценки «Оценка недвижимости (ФСО № 7)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 25.09.2014 № 611);
- Федеральный стандарт оценки «Оценка бизнеса (ФСО № 8)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 01.06.2015 № 326);
- Федеральный стандарт оценки «Оценка для целей залога (ФСО № 9)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 01.06.2015 № 327);
- Федеральный стандарт оценки «Оценка стоимости машин и оборудования (ФСО № 10)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 01.06.2015 № 328);
- Федеральный стандарт оценки «Оценка нематериальных активов и интеллектуальной собственности (ФСО № 11)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 22.06.2015 № 385);
- Международные стандарты оценки МСО 2011. Международный стандарт оценки МСО 200. Бизнес и права участия в бизнесе;
- Профессиональные стандарты оценки RICS. Январь 2014 года. VPGA 3 — Оценка коммерческих предприятий и долей в них.

5. Расчетная модель метода экономического замещения активов

5.1. Базовая формула метода экономического замещения активов, применимого для оценки контрольных долей участия в функционирующем бизнесе, представлена ниже:

$$V = MVA + G_c + LBE + RP, \quad (1)$$

где V — стоимость функционирующего бизнеса; MVA — стоимость скорректированных по рыночной стоимости материальных, финансовых и отдельно идентифицированных нематериальных активов (чистых активов) бизнеса, определенных в рамках (традиционного) затратного подхода; G_c — скорректированная стоимость затрат на формирование связей и узнаваемости на рынке; LBE — стоимостный эквивалент упущенной выгоды, возникающей в результате недополучения прибыли на этапе становления бизнеса с нуля — то, что теряет инвестор, решивший самостоятельно создать бизнес с нуля (за время его становления), по сравнению с вариантом приобретения готового бизнеса, функционирующего с положительной рентабельностью; RP — стоимостный эквивалент исчезновения специфических рисков этапа становления бизнеса (превышения сметы расходов, повышенной вероятности полной или частичной потери осуществленных инвестиционных затрат).

5.2. В общем случае оценка стоимостного эквивалента упущенной выгоды (параметра LBE) рассчитывается следующим образом:

$$LBE = NPV_{PRB} - NPV_{PNB}, \quad (2)$$

где LBE — стоимостный эквивалент упущенной выгоды; NPV_{PRB} — чистая приведенная стоимость варианта покупки готового бизнеса (за период замещения его активов), функционирующего с балансовой рентабельностью капитала ROC и годовым объемом реализации (выручкой от продаж) S_b ; NPV_{PNB} — чистая приведенная стоимость варианта создания с нуля аналогичного нового бизнеса за период замещения активов функционирующего (оцениваемого) бизнеса.

5.3. Следует отметить, что определение стоимости бизнеса согласно выражению (1) подразумевает эффективное функционирование с определенной положительной рентабельностью. Если же бизнес только что создан и не приносит своим владельцам прибыли, для потенциального покупателя такого бизнеса нет принципиальной разницы между покупкой такого бизнеса и созданием его с нуля. Поэтому в подобной ситуации составляющие LBE и RP в выражении (1) будут близки к нулю.

5.4. Планирование создания бизнеса с нуля до определенной стадии можно разбить на несколько этапов:

- этап регистрации компании и приобретения активов;
- этап отладки, найма и обучения персонала (до момента начала реализации готовой продукции);
- этап выхода на уровень безубыточности;
- этап выхода на необходимый объем реализации готовой продукции;
- этап выхода на плановую рентабельность ROC .

5.5. Если для простоты рассмотрения разбить весь цикл создания бизнеса с нуля всего на два этапа — этап отсутствия прибыли (t_0, t_1) и этап роста прибыли с нуля до необходимого уровня рентабельности¹ (t_1, t_2), то оценка стоимостного эквивалента упущенной выгоды может осуществляться по следующей формуле:

$$LBE = NPV_{PRB} - NPV_{PNB} = \left[-MVA + ROC \times BVA \times \sum_{i=1}^{t_2} \frac{(1+g)^i}{(1+r)^{i-0,5}} \right] - \left[k \times ROC_m \times MVA \times \sum_{i=t_1+1}^{t_2} \frac{1}{(1+r)^{i-0,5}} \right] + \left[\frac{E_1}{t_1 - t_0} \times \sum_{i=1}^{t_1} \frac{1}{(1+r_f)^{i-0,5}} + \frac{E_2}{t_2 - t_1} \times \sum_{i=t_1+1}^{t_2} \frac{1}{(1+r_f)^{i-0,5}} + G_c \right], \quad (3)$$

где BVA — балансовая стоимость активов/чистых активов готового (оцениваемого) бизнеса; g — ожидаемый темп роста прибыли готового бизнеса; E_1 — общие затраты, необходимые на этапе (t_0, t_1), при создании бизнеса с нуля; E_2 — общие затраты на этапе (t_1, t_2) при самостоятельном создании бизнеса, причем $E_1 + E_2 = MVA + G_c$ (здесь — без учета инфляции); ROC — плановый уровень балансовой рентабельности капитала готового бизнеса или объектов-аналогов); k — доля выхода на плановую рентабельность, $0 < k < 1$; $kROC_m$ — средняя от планового уровня рентабельность на этапе (t_1, t_2), рассчитанная на рыночной основе, $ROC_m = ROC \times BVA/MVA$; r — ставка дисконтирования ожидаемых денежных потоков; r_f — безрисковая ставка процента; t_1 — ожидаемый момент начала получения компанией прибыли; t_2 — ожидаемый момент выхода компании на уровень рентабельности ROC сравниваемой (оцениваемой) компании.

5.6. В ситуациях, когда имеются основания ожидать выхода компании на плановый уровень рентабельности сразу по завершению ее создания (например, в первом году после запуска в эксплуатацию нового завода²), оценка стоимостного эквивалента упущенной выгоды может осуществляться по формуле

$$LBE = NPV_{PRB} - NPV_{PNB} = \left[-MVA + ROC \times BVA \times \sum_{i=1}^{t_1} \frac{(1+g)^i}{(1+r)^{i-0,5}} \right] + \left[\frac{E}{t_1 - t_0} \times \sum_{i=1}^{t_1} \frac{1}{(1+r_f)^{i-0,5}} + G_c \right], \quad (4)$$

¹Соответствующей рентабельности оцениваемого функционирующего бизнеса.

² То есть весь цикл создания бизнеса с нуля состоит лишь из одного этапа — этапа отсутствия прибыли (t_0, t_1).

где E — общие инвестиционные затраты на приобретение и «отладку» активов, равные MVA^3 .

5.7. В общем случае оценка параметра LBE может осуществляться иными способами, отличными от представленных в выражениях (3), (4)⁴. Единственным общим для всех случаев условием расчета LBE является условие (2), т. е. необходимо осуществлять оценку разницы между NPV , получаемой в случае приобретения функционирующего (оцениваемого) бизнеса и NPV , получаемой в случае гипотетической попытки создания оцениваемого бизнеса с нуля, рассчитанными за время замещения активов оцениваемого бизнеса.

5.8. Наличие составляющей RP в выражении (1) с позиции затратного подхода означает возможность дополнительных непредвиденных расходов, характерных для этапа первоначального становления (в том числе дополнительные издержки LBE , могущие возникнуть в результате затягивания сроков прохождения бизнесом определенных промежуточных подэтапов на этапе становления).

5.9. Оценка параметра RP может осуществляться двумя способами:

5.9.1. Во-первых, можно ориентироваться на стоимостный эквивалент премии за риск вложений в малые компании, учитывая тот факт, что вновь создаваемые компании, как правило, являются небольшими.

5.9.2. Во-вторых, можно оценить различие в статистике банкротств компаний находящихся на стадии становления и компаний со среднестатистическим для рынка сроком от момента образования до текущего момента. Получив значение разницы вероятностей банкротства, ее следует трансформировать в относительную рисковую надбавку (дополнительную рисковую надбавку, отражающую только специфические риски вновь образуемой компании), после чего преобразовать ее в абсолютное (стоимостное) выражение.

5.10. Для получения реалистичной оценки стоимостного эквивалента рисков начального этапа (параметра RP) рекомендуется применять следующий прием:

$$RP = \frac{CF_1}{(1+r)^{0,5}} + \frac{CF_2}{(1+r)^{1,5}} + \dots + \frac{CF_k}{(1+r)^{k-0,5}} - \frac{CF_1}{(1+r + \Delta pr_b)^{0,5}} - \dots - \frac{CF_k}{(1+r + \Delta pr_b) \times (1+r + \Delta pr_i) \times \dots \times (1+r + \Delta pr_e)^{0,5}}, \quad (5)$$

где Δpr_b — максимальное значение рисковой надбавки Δpr в самом начале создания бизнеса, когда бизнес характеризуется наличием дополнительных рисков; Δpr_i — промежу-

³Все прочие обозначения соответствуют принятым в выражениях (1)–(3).

⁴Помимо выхода на заданный уровень рентабельности необходим также выход на соответствующий объем реализации готовой продукции. Для определения времени, необходимого для выхода на заданный уровень коммерческой эффективности и масштаба деятельности, можно рекомендовать использовать критерий (7), представленный в следующем разделе.

точное значение Δpr в переходной фазе становления бизнеса ($\Delta pr_e < \Delta pr_i < \Delta pr_b$); Δpr_e — минимальное значение Δpr в конце (последнем интервале этапа становления бизнеса (по завершению этого этапа данная составляющая будет равна нулю).

5.11. Оценка составляющей G_c — скорректированных затрат на формирование связей и узнаваемости на рынке — может быть получена как дисконтированная сумма соответствующих затрат за период становления («взросления») бизнеса:

$$G_c = \sum_{i=t_0}^t \frac{C_i}{(1+r_f)^i}, \quad (6)$$

где C_i — затраты на «раскрутку» компании в i -м году периода ее становления; t_0 — первый год периода становления компании; t — последний год периода становления компании; r_f — безрисковая ставка.

5.12. Оценка составляющей G_c в соответствии с формулой (6) осуществляется отдельно для подстановки в выражение (1) лишь в случаях, когда она не используется для расчета LBE в выражениях (3),(4).

6. Рекомендации по оценке отдельных параметров модели (1)

6.1. Рекомендуется определить период времени, необходимый для создания бизнеса с нуля до момента его запуска (начала функционирования) и период времени, необходимый для дальнейшего выхода создаваемого гипотетического бизнеса на сопоставимый с оцениваемым бизнесом уровень развития.

6.1.1. Для определения периода времени, необходимого для создания бизнеса с нуля, а также периода времени, необходимого для развития создаваемого гипотетического бизнеса до сопоставимого с оцениваемым бизнесом (активами бизнеса) уровня развития, следует исследовать/изучить рынок производимой продукции, аспекты организации и запуска соответствующих производимой оценке бизнесов или активов бизнеса.

6.1.2. Помимо выхода на заданный уровень рентабельности необходим также выход на соответствующий объем реализации готовой продукции. Этот период должен соответствовать времени, по истечении которого (с момента начала создания нового бизнеса с нуля) будет выполняться условие

$$\frac{ROC_e}{ROC_b} + \frac{S_e}{S_b} = 2, \quad (7)$$

где ROC_e — ожидаемая к определенному моменту времени рентабельность капитала альтернативного (создаваемого «с нуля») бизнеса; ROC_b — рентабельность капитала оцениваемого бизнеса, достигнутая на момент оценки; S_e — ожидаемый к определенному моменту времени объем реализации альтернативного (создаваемого с нуля) бизнеса; S_b — фактически достигнутый к определенному моменту времени объем реализации оцениваемого бизнеса.

6.2. Рекомендуется определить скорректированные затраты на формирование связей и узнаваемости на рынке (параметр G_c). Для определения величины скорректированных затрат на формирование связей с поставщиками и клиентами необходимы специальные исследования, информация, подготовленная маркетологами и/или специалистами по пиару или, за неимением этого, следует получить сведения от компетентных в данных вопросах отраслевых специалистов⁵.

7. Роль и место метода экономического замещения активов (МЭЗА) в процессе вынесения суждения об итоговом значении величины стоимости активов бизнеса, полученном в рамках различных оценочных подходов

7.1. Данные рекомендации могут применяться в случае применения нескольких оценочных подходов при выведении суждения об итоговой величине стоимости объектов оценки — контрольных долей участия или объектов коммерческой недвижимости.

⁵Мониторинг временных значений, выявленных в процессе первичного анализа, следует осуществлять не чаще одного раза в три года.

Соотношение между результатами оценочных подходов	Рекомендации по определению итоговой стоимости объекта оценки (V_f)
$V_{ЗП} < V_{ДП}$	Для принятия решения следует применить МЭЗА
$V_{МЭЗА} < V_{ДП}$	$V_f = V_{МЭЗА}$
$V_{LV} < V_{ДП} < V_{МЭЗА}$	$V_f = V_{ДП}$
$V_{ДП} < V_{ЗП}$	В рамках ЗП следует применить метод ликвидационной стоимости (точнее, метод оценки стоимости ликвидации бизнеса) и получить оценочное значение величины V_{LV}
$V_{LV} < V_{ДП}$	$V_f = V_{ДП}$
$V_{ДП} < V_{LV}$	$V_f = V_{LV} (*)$
<p><i>Примечания.</i> $V_{ЗП}$— результат применения затратного подхода; $V_{ДП}$— результат применения доходного подхода; $V_{МЭЗА}$— результат применения метода экономического замещения активов; V_{LV}— результат оценки стоимости ликвидации бизнеса.</p>	
<p>(*) Указанное правило действует в случаях, когда отсутствуют возможности эффективной реорганизации бизнеса. При наличии возможностей эффективной реорганизации бизнеса в рамках доходного подхода следует отбросить предыдущий расчет и осуществить новую оценку, отражающую последствия эффективной реорганизации (это должно привести к выполнению условия $V_{LV} < V_{ДП}$). Решение об итоговой величине стоимости объекта оценки следует принимать с учетом вновь полученных оценок.</p>	

7.2. Приведенные выше рекомендации по согласованию результатов оценочных подходов можно выразить следующим образом:

Параметр	Подход/метод, лежащий в основе вынесения суждения об итоговой величине стоимости	Условия, при которых может быть использован данный подход/метод в качестве итоговой величины стоимости
Итоговая стоимость оцениваемой контрольной доли участия в бизнесе или объекте коммерческой недвижимости (V)	Метод стоимости ликвидации бизнеса	Результат доходного подхода меньше или равен результату метода ликвидации бизнеса
	Один из методов доходного подхода (метод ДДП, капитализации, EVA и др.)	Результат доходного подхода больше результата метода ликвидации бизнеса и меньше или равен результату МЭЗА
	Метод экономического замещения активов (МЭЗА)	Результат доходного подхода больше результата МЭЗА

8. Заключительные положения

8.1. Структура *метода экономического замещения активов* (МЭЗА) схожа со структурой моделей Эдвардса — Белла — Ольсона (ЕВО) и добавленной экономической стоимости / экономической прибыли (*EVA*): и здесь и там имеются две составляющие — составляющая капитала / инвестированного капитала и составляющая доходов⁶.

8.2. Однако, в отличие от ЕВО и *EVA*, *метод экономического замещения активов* ограничивает суммирование доходов интервалом (t_0, t_2), что избавляет от главного недостатка большинства методов (DCF, *EVA*, ЕВО) доходного подхода — необходимости построения долгосрочных прогнозов и определения терминальной стоимости.

8.3. Период прогнозирования денежных потоков в рамках метода экономического замещения активов ограничивается временем, необходимым для замещения активов оцениваемого бизнеса и обеспечения сопоставимых с ним динамических/коммерческих характеристик (объем реализации, рентабельность капитала).

8.4. Полученные в рамках данного метода составляющие *LBE*, *RP* и G_c можно рассматривать как элементы гудвилла, добавляемого к стоимости, получаемой традиционным затратным подходом при определении цен сделок с функционирующими бизнесами (активами бизнеса).

Дата вступления в силу

Настоящие методические рекомендации вступают в силу с момента их принятия Методическим советом РОО.

⁶ В этом отношении данные методы являются по сути гибридными, представляя собой смесь затратного и доходного подходов. Соответственно, при использовании одного или нескольких из этих методов в рамках конкретных оценок не следует смешивать их результаты внутри только одного из подходов (например, доходного) — результат одного (или нескольких) этих методов должен (должны) приниматься во внимание лишь при заключительном выведении суждения об итоговой величине стоимости объекта оценки полученной на основе всех методов.

Рекомендуемые литературные источники

1. *Козырь Ю.В.* Стоимость компании: оценка и управленческие решения. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Альфа-Пресс, 2009.

2. *Козырь Ю.В.* Элементы и принципы стоимостной оценки бизнеса. Саарбрюкен: Lambert Academic Publishing GmbH, 2012.

Примеры расчетов с применением метода экономического замещения активов

Пусть известно, что к продаже предлагается функционирующий бизнес, балансовая стоимость активов которого составляет 25 млн у. е., в то время как рыночная стоимость идентифицированных активов — 40 млн у. е. Балансовая рентабельность капитала этого бизнеса составляет 30 %. Ожидается, что в следующем году сальдо потоков от операционной деятельности бизнеса составит 7,875 млн у. е. и в дальнейшем эти потоки будут ежегодно расти на 5 %.

Также известно, что создание аналогичного бизнеса с нуля занимает в общей сложности три года, из них один год занимает строительство зданий и технологический монтаж оборудования (всего на сумму 25 млн у. е.) и два года — отладка технологических процессов и захват необходимой доли рынка для обеспечения планового уровня загрузки производственных мощностей — всего того, что необходимо для выхода на 30%-й уровень рентабельности капитала.

Известно также, что дополнительные расходы, необходимые для соответствующего уровня представленности и узнаваемости продукции на рынке составляют примерно 5 млн у. е.

Соответственно, затраты второго этапа, со второго по третий годы включительно, как ожидается, могут составить 15 млн у. е. в «твердые» активы и еще 5 млн у. е. в промощ.

Ставка процента, требуемая инвесторами по аналогичным проектам, составляет 15 %, в то время как безрисковая ставка процента равна 5 %.

Предположим, известно, что деловой риск вновь образованных бизнесов/компаний на протяжении первых трех лет существования вдвое выше аналогичного риска более зрелых бизнесов/компаний⁷.

Оценим стоимость такого бизнеса в соответствии с представленной выше моделью.

При оценке будем предполагать, что выход на плановый уровень рентабельности на втором этапе будет осуществляться по линейному закону. Будем считать, что средняя рентабельность на этапе (t_1, t_2) будет составлять половину ($k = 0,5$) от планового уровня, т. е. 15 %.

⁷Под риском здесь понимается вероятность наступления неблагоприятных исходов (событий), обуславливающих полную потерю инвестиций (при неполной потере вырастает вероятность исходов, так что в целом ожидаемый ущерб от разновеликих потерь остается практически неизменным).

В случае решения создания бизнеса с нуля (то есть применения принципа замещения в рамках затратного подхода) помимо оплаты активов отраженных в балансе (рыночная стоимость которых равна 40 млн у. е.) инвестору придется дополнительно потратиться на «раскрутку» бизнеса (5 млн у. е.) и упустить ту прибыль, которую он получал бы при покупке предлагающегося готового бизнеса. Кроме того, не следует скидывать со счетов различного рода специфические риски, характерные для этапа становления бизнеса.

Для оценки стоимостного эквивалента упущенной выгоды трансформируем сначала известную из условий балансовую рентабельность капитала в рыночную:

$$ROC_m = 0,3 \times 25/40 = 0,1875.$$

С учетом этого оценка стоимостного эквивалента упущенной выгоды в соответствии с формулой (3) и условиями задачи составит (млн у. е.):

$$LBE = \left[-40 + 0,3 \times 25 \times \sum_{i=1}^3 \frac{(1+0,05)^i}{(1+0,15)^{i-0,5}} \right] - \left[0,5 \times 0,1875 \times 40 \times \sum_{i=2}^3 \frac{1}{(1+0,15)^{i-0,5}} - \frac{25}{1-0} \times \sum_{i=1}^1 \frac{1}{(1+0,05)^{i-0,5}} - \frac{15+5}{3-1} \times \sum_{i=2}^3 \frac{1}{(1+0,05)^{i-0,5}} \right] = 17,02.$$

Поскольку в выше приведенном выражении были учтены затраты на промоушн непосредственно в оценке LBE , при итоговом расчете согласно (1) не понадобится отдельно прибавлять составляющую G_c .

Деловой риск можно оценить приближенно (без отдельного учета риска неликвидности) как риск банкротства с учетом отраженной в процентных ставках оценки рынком рискованности бизнеса:

$$pr_d = \frac{p_d k (1 + r_f)}{1 - p_d k}, \quad (\text{П1})$$

где pr_d — премия за риск банкротства (дефолта); p_d — вероятность банкротства; k — степень дефолта (процент потерь при наступлении дефолта); r_f — безрисковая ставка.

Из формулы (П1) при $k = 1$ (т. е. в случае варианта 100 % потерь при наступлении дефолта) определим рыночную оценку вероятности дефолта для аналогичных функционирующих бизнесов:

$$p_d = \frac{pr_d}{1 + r_f + pr_d} = \frac{pr_d}{1 + r} = \frac{0,15 - 0,05}{1,15} = 0,087 = 8,7 \%. \quad (\text{П2})$$

По условию задачи деловой риск вновь образованных бизнесов вдвое выше аналогичного риска более зрелых бизнесов, т. е. оценка вероятности дефолта для вновь создан-

ных аналогичных бизнесов составит 17,4 %. С учетом этого оценка максимального значения стоимостного эквивалента рисков начального этапа составит

$$\Delta pr = \frac{(p_n - p_m)(1 + r_f)}{1 - (p_n - p_m)}, \quad (\text{П3})$$

где r_f — безрисковая ставка; p_n — вероятность банкротства нового бизнеса; p_m — вероятность банкротства стабильно функционирующего бизнеса (созданного «давно»).

После подстановки значений получим

$$\Delta pr_{\max} = \frac{(0,174 - 0,087)(1 + 0,05)}{1 - 0,174 + 0,087} = 0,10.$$

Предположим, что значение этой рискованной надбавки на протяжении трехлетнего этапа «строительства» бизнеса будет равномерно снижаться по линейной зависимости, так что через год ее значение снизится на одну треть (до 0,067), через два на две трети (до 0,033), а через три станет равной нулю. Тогда в соответствии с выражением (5) можно вычислить значение стоимостного эквивалента рисков начального этапа (млн у. е.):

$$RP = \frac{7,875}{(1 + 0,15)^{0,5}} + \frac{7,875}{(1 + 0,15)^{1,5}} + \frac{7,875}{(1 + 0,15)^{2,5}} - \frac{7,875}{(1 + 0,15 + 0,1)^{0,5}} - \frac{7,875}{(1 + 0,15 + 0,1)(1 + 0,15 + 0,067)^{0,5}} - \frac{7,875}{(1 + 0,15 + 0,1)(1 + 0,15 + 0,067)(1 + 0,15 + 0,033)^{0,5}} = 1,78.$$

Итоговая стоимость бизнеса в соответствии с выражением (1) составит

$$V = 40 + 17,02 + 1,78 = 58,8 \text{ млн. у. е.}$$