

# МЕТОДИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ

IX МЕЖДУНАРОДНАЯ  
НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКАЯ  
КОНФЕРЕНЦИЯ

**Козырь  
Юрий Васильевич**

д.э.н., Президент Ассоциации  
«Русское общество оценщиков»

г. Томск,  
21 февраля 2023 г.



РУССКОЕ  
ОБЩЕСТВО  
ОЦЕНЩИКОВ

**30** лет  
Вместе  
с Вами!  
1993 - 2023



RUSSIAN  
SOCIETY  
OF APPRAISERS

## Принципы оценки дебиторской задолженности

- Оценку стоимости дебиторской задолженности следует осуществлять с учетом вероятности и сроков ее оплаты (погашения). Для этого следует проанализировать задолженность в отношении каждого дебитора.
- Вероятность погашения задолженности дебиторов, коммерческие отношения с которыми являются устойчивыми и чье финансовое состояние не вызывает сомнений, может быть признана высокой и основная применяемая к ней корректировка заключается в приведении ожидаемой в будущем суммы задолженности в уровень цен на дату оценки.
- Наоборот, вероятность погашения задолженности дебиторов, коммерческие отношения с которыми не являются устойчивыми и чье финансовое состояние может вызывать сомнения, может быть признана невысокой и применяемые к ней корректировки должны отражать не только приведение ожидаемой в будущем суммы задолженности в уровень цен на дату оценки, но и саму вероятность (возможность) погашения задолженности.
- Риск не полной или несвоевременной оплаты задолженности следует отражать единой в составе: (1) ожидаемых (прогнозируемых) в соответствующие будущие периоды сумм оплаты задолженности, либо (2) ставки дисконтирования.

# Методы оценки дебиторской задолженности

- Существует множество методик оценки дебиторской задолженности, среди которых заслуживают внимания и доверия следующие:
- **Метод анализа продаж**, основанный на анализе информации о выкупе проблемных (банкротных) задолженностей при реализации процедур банкротства на признаваемых торговых площадках;
- **Метод дисконтированных денежных потоков (метод тренда гашения)** – основан на предположении о продолжающейся динамике выплат в счет погашения задолженности, либо изменения этой динамики, но с учетом ожидаемых возможностей должника по погашению задолженности.

# Финансовый анализ дебитора:

## Этап 1. Оценка платежеспособности дебитора

Платежеспособность предприятия складывается из двух факторов:

- наличия активов (имущества и денежных средства), достаточных для погашения всех имеющих у организации обязательств;
- степени ликвидности имеющихся активов, достаточная для того, чтобы при необходимости реализовать их, выручив деньги в сумме достаточной для погашения обязательств.

Предприятие, коэффициенты ликвидности и обеспеченности собственными средствами которого укладываются в общепринятые нормативы финансовой деятельности, можно считать платежеспособным.

Для предприятий с неудовлетворительными коэффициентами ликвидности и обеспеченности собственными средствами дополнительно рассчитывают коэффициент восстановления и утраты платежеспособности согласно общепринятым правилам финансового анализа.



## (продолжение)

- В случае получения удовлетворительных результатов этого этапа анализа и отсутствия просрочки своевременной оплаты анализируемой задолженности в дальнейшей оценке дебиторской задолженности следует исходить из признания ее текущей задолженностью. В этом случае стоимость такой задолженности будет близка к ее полной учетной сумме, небольшие понижающие корректировки могут лишь отражать небольшой разрыв между датой оценки и ожидаемой датой погашения задолженности (с учетом договорных отношений или сложившейся практики взаимоотношений между хозяйствующими субъектами), а также сложившиеся на рынке процентные ставки.
- В случае получения неудовлетворительного результата анализа или просрочки своевременной оплаты анализируемой задолженности целесообразно перейти к следующим этапам анализа.

## **Финансовый анализ дебитора:**

### **Этап 2. Проверка основания для взыскания дебиторской задолженности**

- Если один из кредиторов уже выиграл суд и получил соответствующее решение, то дебиторская задолженность на торгах продается вместе с исполнительным листом, который и будет законным основанием для взыскания долга через суд.
- Подробности о судебном процессе и о вынесенном решении можно узнать у организатора торгов, из отчета об оценке имущества должника или найти по номеру дела на сайте [fedresurs.ru](http://fedresurs.ru).



# Финансовый анализ дебитора:

## Этап 3. Определение, был ли долг частично оплачен

- На этом этапе оценщик или интересант дебиторской задолженности должен предпринять разумные и достаточные действия для уточнения действительной суммы дебиторской задолженности, поскольку часть ее могла быть погашена ранее в ходе обычного порядка взаиморасчетов между хозяйствующими субъектами.

# Финансовый анализ дебитора:

## Этап 4. Определение вероятности наступления банкротства

- Следующим этапом проведения финансового анализа является применение дискриминантных методик Альтмана, Бивера, Сейфуллина и др., позволяющих оценивать вероятность банкротства. Одна из таких методик была разработана учеными-экономистами Санкт-Петербургского государственного университета под руководством д-ра экон. наук, профессора С.В. Валдайцева, которые эмпирически сформулировали критерий Альтмана (Z-счет) для российских условий:

$$Z = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4, \quad (1)$$

где  $X_1$  — оборотные средства / сумма стоимости всех активов;

- $X_2$  — балансовая прибыль / сумма стоимости всех активов;
- $X_3$  — прибыль до уплаты процентов и налога / сумма стоимости всех активов;
- $X_4$  — балансовая стоимость собственного капитала (чистых активов) / общая сумма стоимости всех обязательств фирмы.
- Считается, что значение показателя  $Z < 1,10$  сигнализирует об угрозе неплатежеспособности предприятия, а если  $Z > 2,90$ , то угрозы неплатежеспособности нет. Предприятия, для которых критериальный показатель Альтмана находится между 1,10 и 2,90, квалифицируются как находящиеся в «серой зоне».



# **Финансовый анализ дебитора:**

## **Этап 5. Оценка математических ожиданий потерь при расчетах с дебитором**

- Заключительным этапом финансового анализа дебитора является встраивание полученных оценок вероятностей банкротства или неполноценного расчета по долговым обязательствам в оценку математических ожиданий потерь в рамках приведенных ниже формул.
- Альтернативным вариантом оценки математического ожидания потерь при расчетах с дебитором является использование эмпирических данных в части вероятностей дефолтов, банкротств, несвоевременных возвратов займов и кредитов.

# Оценка стоимости обязательств организации при отсутствии активного рынка

- Выявление и сверка сумм обязательств в соответствии с договорными отношениями.
- Классификация займов на залоговые и беззалоговые.
- Оценка способности Заемщика погасить оцениваемое обязательство (займ) исходя из его текущей операционной деятельности: анализ коэффициента покрытия процентов и «коэффициента покрытия процентов+» (+ часть «тела кредита» по графику возврата зафиксированному в договоре займа).

# Оценка залоговых обязательств при отсутствии активного рынка и возникновении проблем с платежеспособностью - 1

- В случае неспособности погашения Заемщиком оцениваемых обязательств исходя из его текущей операционной деятельности **при оценке залоговых обязательств** следует осуществить оценку коэффициента покрытия обязательств совокупными активами, оцененными на рыночной основе.
- Если **стоимость обязательств полностью покрывается рыночной стоимостью залога**, рыночная стоимость такого обязательства оценивается как сумма обязательства по номинальной стоимости, дисконтированная по безрисковой ставке (или ставке ожидаемой инфляции) на оставшийся до погашения срок.

# Оценка залоговых обязательств при отсутствии активного рынка и возникновении проблем с платежеспособностью - 2

- Если же стоимость обязательств не полностью покрывается рыночной стоимостью залога, рыночная стоимость такого обязательства оценивается:

**$РС(\text{Долга не полностью обеспеченного залогом}) = [РС(\text{залогового обеспечения}) + \text{Оставшаяся сумма обязательств по номинальной стоимости} \times \text{коэффициент покрытия этого долга оставшимися беззалоговыми активами (оцененными на рыночной основе)}] / (1+Rf)^t$ ,**

где  $R_f$  – безрисковая номинальная ставка (или ожидаемая годовая инфляция),  $t$  – ожидаемый оставшийся срок до погашения обязательств.

## Оценка стоимости обязательств необеспеченных залогом

В случае неспособности погашения Заемщиком оцениваемых обязательств исходя из его текущей операционной деятельности **оценку беззалоговых обязательств** можно осуществлять следующим образом:

**$РС(\text{Долга необеспеченного залогом}) = \text{сумма обязательств по номинальной стоимости} \times \text{коэффициент покрытия этого долга беззалоговыми активами (оцененными на рыночной основе)] / (1+Rf)^t$ ,**

где  $R_f$  – безрисковая номинальная ставка (или ожидаемая годовая инфляция),  $t$  – ожидаемый оставшийся срок до погашения обязательств.

## Какую ставку дисконтирования следует применять?

- Если факторы риска учтены в составе ожидаемой (ожидаемых) к получению суммы (сумм) дебиторской задолженности, эту сумму (суммы) следует дисконтировать по безрисковой ставке.
- Если факторы риска не учтены в составе ожидаемой (ожидаемых) к получению суммы (сумм) дебиторской задолженности, эту сумму (суммы) следует дисконтировать по ставке, учитывающей риски погашения дебиторской задолженности.
- Величина «безрисковой» ставки, применяемая для дисконтирования скорректированной на риск величины ДЗ, находится в диапазоне от депозитной ставки (ставки доходности по государственным облигациям, или векселям Газпрома) до ставки, по которой кредиторы (дебиторская задолженность которых оценивается) способны брать кредиты в банках.
- Примечание: с кредитной ставкой имеются нюансы (ее уровень зачастую уже отражает риски).
- Обоснование следующее:

## **Обоснование выбора ставки дисконтирования**

Анализ финансово-хозяйственной деятельности кредитора может выявить четыре возможные ситуации:

- 1. Кредитор не имеет возможности расширения своей деятельности.
- 2. Возможности расширения деятельности кредитора имеются, при этом ожидаемая рентабельность инвестиций в расширение ниже или равна величине депозитной ставки в надежном банке.
- 3. Возможности расширения деятельности кредитора имеются, при этом ожидаемая рентабельность инвестиций в расширение выше величины депозитной ставки в надежном банке, но ниже величины кредитной ставки.
- 4. То же, что и выше, но при этом ожидаемая рентабельность инвестиций в расширение выше или равна величине кредитной ставки.

В ситуациях 1 и 2, очевидно, подходящей ставкой дисконтирования будет депозитная ставка в надежном банке (или доходность гособлигаций).

В ситуации 3 подходящей ставкой дисконтирования будет ожидаемая рентабельность инвестиций в расширение деятельности (выше депозитной, но ниже кредитной ставки).

В ситуации 4 подходящей ставкой дисконтирования будет кредитная ставка, поскольку в этом случае издержки кредитора, обусловленные задержкой оплаты ДЗ, могут быть фиксированы на уровне стоимости кредита (по кредитной ставке).

## Дисконтирование проблемной задолженности

- Если риски оплаты дебиторской задолженности не отражены в составе прогнозируемых (ожидаемых) платежей в счет погашения ДЗ, для дисконтирования задолженности могут применяться следующие расчетные значения ставок дисконтирования.
- При использовании «обычного» способа дисконтирования с применением одинаковой для всех периодов ставки и мультиплицировании (возведении в степень) ставок в отдаленных периодах расчетное значение ставки дисконтирования может быть получено следующим образом:

$$R = (R_f + M)/(1-M) \quad (1)$$

где  $R_f$  – величина безрисковой ставки,  $M$  – математическое ожидание относительной величины потерь (недосбора платежей, дефолта, банкротства) в периоде ( $0 < M < 1$ ):  $M$  = вероятность неблагоприятного исхода  $x$  возможная сумма потерь при наступлении неблагоприятного исхода.

При использовании «необычного» способа дисконтирования с применением различных для всех периодов ставок и отсутствия мультиплицирования (возведения в степень) ставок в отдаленных периодах расчетное значение ставки дисконтирования для дисконтирования ожидаемых платежей соответствующего периода может быть получено следующим образом:

$$r = \left[ \frac{1+r_f}{1-kp_d} \right]^n - 1 \quad (2)$$

где  $n$  – период (доля года или количество лет), в течение которого, как ожидается, произойдет оплата соответствующей части (или всей) задолженности.



## Пример 1: ожидаемое погашение через 1 год одним траншем

- Имеется ДЗ в сумме 100 млн. руб., погашение которой, как ожидается, должно произойти ровно через год.
- Впрочем, на этот счет имеются определенные сомнения, квинтэссенцией которых является допустимый уровень потерь (неполной или несвоевременной оплаты) в течение этого периода в размере 5% (матожидание потерь), причем в случае неблагоприятного исхода, вероятность которого оценивается в 10%, как ожидается, размер неоплаты составит 50%.
- Пусть известно, что в результате произведенного анализа оценщик пришел к выводу, что подходящей безрисковой ставкой в отношении оцениваемой дебиторской задолженности является 12%.
- Оценим величину рыночной стоимости этой задолженности двумя способами – посредством отражения рисков непосредственно в составе задолженности (способ 1) и посредством отражения рисков в составе ставки дисконтирования (способ 2).

## Пример 1: продолжение

- Способ 1.
- Из условий задачи следует, что ожидаемый уровень сбора (оплаты) дебиторской задолженности составляет 95% от обещанной (номинальной) суммы (100% - 5% = 95%).
- Дисконтирование этой величины по безрисковой ставке дает следующий результат:
- $0,95 * 100 / (1 + 0,12) = 84,82$  млн. руб.
  
- Способ 2.
- В соответствии с выражением (1) ставка дисконтирования, учитывающая риски погашения данной задолженности составляет:
  - $R = (0,12 + 0,05) / (1 - 0,05) = 0,179$
- Дисконтируя полную (обещанную, номинальную) сумму дебиторской задолженности по данной ставке, получим оценку величины рыночной стоимости дебиторской задолженности:
  - $100 / (1 + 0,179) = 84,82$  млн. руб.

## Пример 2:

### ожидаемое погашение через полгода одним траншем

- Пусть все условия предыдущего примера остаются прежними, кроме одного: ожидаемое время погашения дебиторской задолженности теперь будет составлять полгода.
- Произведем аналогичные расчеты, учтя при этом, что при прочих равных условиях матожидание риска потерь с укорочением периода ожиданий также снижается.
- Способ 1. Из условий задачи следует, что ожидаемый уровень сбора (оплаты) дебиторской задолженности составляет 97,5% от обещанной (номинальной) суммы ( $100\% - 0,5 * 5\% = 97,5\%$ ). (точнее:  $(100\% - 5\%)^{0,5} = 97,47\%$ )
- Дисконтирование этой величины по безрисковой ставке дает следующий результат:
- $0,975 * 100 / (1 + 0,12)^{0,5} = 92,13$  млн. руб.
- (либо, при использовании простых процентов, -  $0,975 * 100 / (1 + 0,12 * 0,5) = 91,98$  млн. руб.)
- Способ 2. В соответствии с выражением (2) ставка дисконтирования, учитывающая риски погашения данной задолженности составляет:
  - $R = (0,12 + 0,05) / (1/0,5 - 0,05) = 0,0872$
- Дисконтируя обещанную сумму дебиторской задолженности по данной ставке, получим:  $100 / (1 + 0,0872) = 91,98$  млн. руб.

## Пример 3:

### ожидаемое погашение несколькими траншами

- Пусть, как и прежде, сумма дебиторской задолженности составляет 100 млн. руб. Однако на этот раз ожидается, что погашение задолженности произойдет двумя траншами:
- - первый транш в размере 60 млн. руб. поступит через полгода;
- - второй транш в размере 40 млн. руб. – через 2 года.
- Безрисковая ставка равна 12%.
- Остальные параметры (риска) оставим неизменными (как и в предыдущих задачах)
- Способ 1.
- Из условия задачи следует, что ожидаемый уровень оплаты задолженности в первом транше составит 97,5% ( $100\% - 0,5 \cdot 5\% = 97,5\%$ ), что в абсолютном выражении эквивалентно поступлению  $60 \cdot 0,975 = 58,5$  млн. руб. Аналогично, ожидаемый уровень оплаты задолженности во втором транше составит 90% ( $100\% - 2 \cdot 5\% = 90\%$ ), что в абсолютном выражении эквивалентно поступлению  $40 \cdot 0,9 = 36$  млн. руб.
- (или  $M = 1 - 0,95^2 = 0,0975$ , ожидаемый уровень оплаты =  $1 - 0,0975 = 0,9025$ )
- Приведение этих сумм по безрисковой ставке 12% даст следующую оценку рыночной стоимости:  $58,5/1,06 + 36/1,12^2 = 55,19 + 28,70 = \underline{\underline{83,89}}$  млн. руб.

## Пример 3: продолжение

- Способ 2.1.
- В соответствии с выражением (1): ставка дисконтирования, учитывающая риски погашения данной задолженности для годового интервала, составляет:
  - $R = (0,12+0,05)/(1-0,05) = 0,179$
- Дисконтируя обещанные транши платежей дебиторской задолженности по данной ставке, получим:
  - $60/(1+0,5*0,179) + 40/(1+0,179)^2 = 55,07 + 28,78 = \mathbf{83,85 \text{ млн. руб.}}$
- Способ 2.2.
- В соответствии с выражением (2): ставка дисконтирования, учитывающая риски погашения данной задолженности составляет:
  - - для первого транша:
    - $R = (0,12+0,05)/(1/0,5 - 0,05) = 0,087$
  - - для второго транша:
    - $R = (0,12+0,05)/(1/2 - 0,05) = 0,378$
- Дисконтируя обещанные транши платежей дебиторской задолженности по данной ставке, получим:
  - $60/(1+0,087) + 40/(1+0,378) = 55,20 + 29,03 = \mathbf{84,23 \text{ млн. руб.}}$

## **Оценка при процедуре банкротства**

- В случае если дебитор находится в состоянии банкротства (проверить можно на сайте <https://bankrot.fedresurs.ru/>), для оценки стоимости ДЗ следует определить величину конкурсной массы кредиторов, возможности погашения этой массы, а также номер очередности кредитора (компания или физическое лицо, ДЗ которого оценивается), чья задолженность подлежит оценке.
- Обычно, если дебиторская задолженность принадлежит юридическому лицу и представляет собой хозяйственную дебиторскую задолженность, кредитор попадает в пятую (последнюю) очередь кредиторов.
- В соответствии с законом о банкротстве, погашение кредиторской задолженности компаниями-банкротами осуществляется в порядке приоритетности: сначала удовлетворяются обязательства перед кредиторами первой очереди, потом второй и т.д. до тех пор, пока хватит средств в оплату погашения задолженности, полученных в результате реализации активов банкрота. При этом очередники первых кругов очередей могут получить возмещение своих задолженностей в полном объеме, очередники средней приоритетности частично, а очередники последних групп не получить ничего.
- Если после полного удовлетворения кредиторов более приоритетной очереди на погашение следующей очереди средств не хватает, погашение кредиторов этой очереди происходит по принципу пропорциональности.
- Порядок удовлетворения требований кредиторов регулируется ст. 64 ГК РФ.

## (продолжение)

- В некоторых случаях при банкротстве компаний в определенный ограниченный период времени может существовать довольно ликвидный вторичный рынок торгов обязательств компании-банкрота. В таких случаях при оценке обязательств этих компаний следует ориентироваться на имеющиеся рыночные данные.
- При оценке ДЗ в рамках процедур реализации метода скорректированных чистых активов следует осуществлять адекватные корректировки кредиторской задолженности, равно как и ко всем иным имеющимся обязательствам оцениваемой компании:
  - - к обязательствам оцениваемой компании (по отношению к ее кредиторам) применим такой же принцип корпоративных финансов, какой применяется в отношении собственной дебиторской задолженности: деньги, полученные или уплаченные завтра, стоят дешевле денег, полученных или уплаченных сегодня;
  - - просроченная свыше 3-х лет кредиторская задолженность списывается в доход организации, что при прочих равных условиях обуславливает увеличение налога на прибыль;
  - - рыночная стоимость обязательств компании не может превышать рыночную стоимость ее активов.
- При оценке просроченной задолженности иногда следует принимать во внимание штрафы и пени, предусмотренные договорными обязательствами (если на них не наложен мораторий).

## Субсидиарная ответственность

- В последние годы в России введены поправки в законодательство, позволяющие активно оперировать принципом субсидиарной ответственности (см., например, ст. 56, 68, 75, 363, 399, 586, 1029 ГК РФ). Оно определяется как обязанность по возмещению долга или ущерба в части или в полном размере при недостаточности средств у основного должника (ответчика), либо при невозможности исполнить обязательства в силу сложившихся обстоятельств.
- Существует два вида субсидиарной ответственности:
- – *договорная* — подавляющее большинство отношений, вытекающих из обычаев делового оборота. В тех случаях, когда один из контрагентов не уверен в платежеспособности другого либо один из участников сделки желает получить дополнительные преференции при заключении сделки перед другими конкурентами, он может предоставить в качестве гаранта исполнения обязательств третье лицо (разумеется, только с его согласия). Такая практика распространена в деловых отношениях, в которых исполнителем выступает дочернее или зависимое предприятие, а субсидиарным ответчиком является аффилированное к нему юридическое лицо;



## Субсидиарная ответственность: продолжение 1

- – *законная (внедоговорная)* subsidiарная ответственность — возникает в силу прямого указания закона. К ней относится обязанность третьих лиц при наступлении банкротства. В этом случае к погашению долгов банкрота привлекаются лица, имевшие реальное влияние на принятие решений, дачу руководящих указаний или обеспечивавших финансовые потоки, а также выгодоприобретатели от деятельности предприятия-банкрота (учредители, акционеры). Вторым внедоговорным subsidiаром выступают родители/опекуны несовершеннолетнего, причинившего имущественный вред.
- Возложение subsidiарной ответственности (соответственности) возможно только на определенный круг лиц. В различных статьях Гражданского в качестве таковых кодекса определены вероятные лица:
- – участники полных товариществ или товариществ на вере;
- – поручители по кредитам, если это предусмотрено в тексте договора;

## Субсидиарная ответственность: продолжение 2

- собственники казенных предприятий или учреждений, если у последних недостаточно средств, чтобы погасить задолженности по не исполненным обязательствам, или последнее находится в стадии банкротства;
- бывшие участники полного товарищества, преобразованного в кооператив (КФХ) или акционерное общество, в течение двух лет отвечают по долгам нового предприятия всем своим имуществом;
- плательщики ренты, реализовавшие имущество, за счет которого выплачивалась рента;
- концессионеры (подрядчики) за действия субконцессионеров (субподрядчиков) нанесших ущерб своими действиями третьим лицам и не способным за счет собственных средств полностью погасить задолженность;
- совершеннолетние дееспособные лица, отвечающие за действия несовершеннолетних лиц в возрасте 14–18 лет, причинивших вред имуществу, здоровью или жизни третьих лиц. Ими выступают родители, опекуны, воспитательные учреждения, в которых воспитывается несовершеннолетний. Эмансипированные несовершеннолетние лица и лица, состоящие в браке, самостоятельно возмещают убытки. В этих случаях родители/опекуны не привлекаются для возмещения ущерба.

## Субсидиарная ответственность: продолжение 3

- При процедурах банкротства юридических лиц нередко возникает вопрос: кто может быть привлечен к оплате долгов несостоятельного предприятия, если законом предусмотрено списание обязательств после завершения процедуры и ликвидации юридического лица? Оказывается, круг лиц, которых могут обязать полностью или частично возместить ущерб, причиненный объявлением банкротом, достаточно широк. Ими могут быть:
  - – учредители (акционеры) компании;
  - – топ-менеджмент (члены совета директоров, генеральный или исполнительный директор, президент);
  - – главный бухгалтер;
  - – распорядитель имущества при выводе активов до объявления фирмы банкротом;
  - – лица, участвующие в процедуре банкротства и злоупотребившие своими полномочиями — конкурсный управляющий или председатель ликвидационной комиссии, распродавшие имущество по ценам ниже утвержденных собранием кредиторов.

## Заключительные положения

- В силу принципа ограниченной ответственности рыночная стоимость обязательств компании не может превышать рыночную стоимость ее активов. При этом в тех случаях, когда в силу договорных отношений или по определению суда возникает субсидиарная ответственность, в периметр оценки обязательств помимо активов компании может включаться часть имущества, принадлежащая субсидиарам (за исключением личных вещей и законодательно установленного минимума жилой площади).
- Оценку стоимости дебиторской задолженности следует осуществлять с учетом вероятности и сроков ее оплаты (погашения).
- Риск неполной или несвоевременной оплаты задолженности следует отражать единожды в составе ожидаемых в соответствующих будущих периодах сумм оплаты задолженности либо в составе ставки дисконтирования.
- Если имеется информация о компаниях-аналогах, чьи долги имеют рыночные оценки и понятен установленный срок их погашения (торгуемые векселя, корпоративные облигации, торги с дебиторской задолженностью), доходность таких долгов должна быть принята во внимание в качестве ориентира для ставки дисконтирования оцениваемой дебиторской задолженности.

# Основные положения МР по оценке стоимости долгов непубличных компаний

Комитет по оценочной деятельности Ассоциации банков Северо-Запада

## Классификация долгов:

- Долги с неочевидными перспективами взыскания даже только в какой-то их части («мусорные долги»);
- Долги с признаками высокой вероятности их взыскания даже только в какой-то их части при условии выполнения кредиторами надлежащей претензионной работы;
- Иные долги. Отнесение объекта оценки к данной группе и возможность выражения мнения о рыночной стоимости в таком случае требует приведения в отчете об оценке дополнительного обоснования.

# Основные ценообразующие факторы задолженности

- Размер задолженности
- Состав и качество подтверждающих документов
- Наличие судебного решения
- Истечение срока исковой давности
- Наличие доступной при оценке информации о финансовом состоянии должника
- Наличие дополнительного обеспечения долга в виде залога или поручительства
- При необходимости и должном обосновании данный перечень может быть расширен оценщиком.

## Значения основных ценообразующих факторов, свидетельствующих о крайне низком уровне РС и степени ликвидности у оцениваемых долгов (признаки «мусорного долга»)

Ценообразующий фактор	Причины влияния фактора на РС	Рекомендуемые значения фактора, требующие внимания	Рекомендуемый дисконт
Р-р задолженности (положительное для кредитора решение суда отсутствует)	При незначительных суммах долга работа по его взысканию экономически нецелесообразна	До 50 т.р. (для юрисдикции РФ, без учета фактора дополнительного обеспечения долга)	Близкий к 100%
Состав и качество подтверждающих документов	Отсутствие док-тов по долгу ограничивает эфф-ть претензионной работы	Док-ты отсутствуют либо оформлены ненадлежащим образом	Близкий к 100%
Наличие судебного решения	Отриц. для кредитора суд.решения дают перспективу взыскания только при их пересмотре вышестоящими суд. инстанциями	Наличие отрицательного для кредитора судебного решения, вступившего в законную силу	Близкий к 100%

**(продолжение)**

<b>Ценообразующий фактор</b>	<b>Причины влияния фактора на РС</b>	<b>Рекомендуемые значения фактора, требующие внимания</b>	<b>Рекомендуемый дисконт</b>
Истечение срока исковой давности	По истечении срока исковой давности заинтересованное лицо утрачивает возможность требовать в судебном порядке принудительной защиты нарушенного права	Срок исковой давности истек	Близкий к 100%
Наличие информации о финансовом состоянии должника	Финансовое состояние должника характеризует уровень его платежеспособности, что позволяет определить вероятность погашения долга	Должник-банкрот (3-я очередь реестровой задолженности).	Более 90% (в зависимости от показателя эффективности процедур банкротства и соотв. ему фактора дисконтирования)
		Данные о финансовом состоянии должника (кроме банкротов) отсутствуют либо неактуальны	Более 90% (в завис. от значений вероятностей для перспектив судебных процедур взыскания и соотв. ему фактора дисконтирования)



## **Значения основных ценообразующих факторов, свидетельствующих о приемлемом для покупателя уровне ликвидности у оцениваемых долгов ( долги с признаками высокой вероятности их взыскания)**

<b>Ценообразующий фактор</b>	<b>Причины влияния фактора на ликвидность и РС в общем случае</b>	<b>Значение ценообразующего фактора</b>
Наличие судебного решения (при достаточности средств у должника для его исполнения)	Положительное для кредитора решение суда позволяет использовать сокращенные прогнозные значения сроков погашения долга, т.к. часть претенз. работы уже выполнена	Наличие положит. судебного решения, вступившего в законную силу. При этом добросовестность и платежеспособность должника не вызывает у оценщика сомнений
Наличие информации о фин.сост. должника (положит. решение суда отсутствует, но высока вероятность его получения)	Финанс. сост. должника характеризует уровень его платежеспособности, что позволяет определить вероятность погашения долга.	Должник- действующая компания, располагающая достаточными активами для погашения долга, т.е. (активы/обязательства) > 1
Наличие дополнительного обеспечения в виде залога		Долг в полном объеме обеспечен залогом, реализация которого не вызывает сомнений
Наличие дополнительного обеспечения в виде поручительства		

## (продолжение)

Ценообразующий фактор	Причины влияния фактора на ликвидность и РС в общем случае	Значение ценообразующего фактора
Наличие дополнительного обеспечения в виде залога	<p>При обеспечении долга в виде залога вероятность погашения долга, как правило, увеличивается исходя из ликвидационной стоимости и ликвидности залога.</p> <p>Ликвидационная скидка часто составляет не менее 30% (при прогнозе незначительного изменения РС залога на период реализации). В отдельных случаях для высоколиквидных предметов залога и при должном обосновании этого в отчете вместо ЛС залога может применяться его РС.</p>	Долг в полном объеме обеспечен залогом, реализация которого не вызывает сомнений
Наличие дополнительного обеспечения долга в виде поручительства	В случае обеспечения долга в виде поручительства 3-х лиц вероятность погашения долга увеличивается исходя из платежеспособности поручителя	Долг в полном объеме обеспечен поручительством и платежеспособность поручителя не вызывает сомнений (по результатам проведенных исследований)



# **Основные этапы проведения оценки прав требования непубличных компаний**

- Идентификация объекта оценки
- Сбор и анализ правоустанавливающих документов и прочей информации
- Оценка рыночной или иной стоимости, которая определена в задании на оценку.

## **Структура разделов отчета об оценке прав требования:**

- раздел по описанию объекта оценки;
- Раздел по анализу рынка объекта оценки
- Раздел по описанию процесса оценки
- Раздел с согласованием результатов



## **Расчет стоимости прав требования: общие рекомендации**

- Продажа наиболее ликвидных долгов обуславливает преобладание методов затратного подхода. По мере снижения ликвидности долга становятся более весомыми позиции покупателя, что обуславливает преимущественное применение методов доходного подхода.
- Ограничением в применении сравнительного подхода может являться недостаточность доступных оценщику рыночных данных.
- В то же время при оценке «мусорных долгов» можно рекомендовать применение методов сравнительного подхода как основных методов оценки (т.е. ориентироваться на торги, продавцами которых выступают банкроты, распродающие свою дебиторскую задолженность).
- При оценке ликвидных долгов с номиналом от 100 млн. руб. и выше целесообразно учитывать зависимость рыночного дисконта от номинала долга: чем выше номинал долга, тем выше его рыночные дисконты.

## (продолжение 1)

- Рекомендуется учитывать зависимость рыночного дисконта от периода просрочки: по мере увеличения периода просрочки долга повышаются рыночные дисконты на него.
- Минимальный размер дисконта при просрочке не более 90-120 дней. В этом случае можно договориться о добровольном урегулировании долга.
- При просрочке долга до 120-180 дней шансы договориться о погашении всей задолженности за счет операционной деятельности должника гораздо меньше, но сохраняется возможность урегулирования долгов за счет продажи бизнеса.
- При сроке просрочки свыше 180 дней и при условии, что между кредитором и должником не возможно достижение каких-либо договоренностей, размеры дисконта значительно увеличиваются, т.к. кредитор находится на начальной стадии взыскания, где реализация дефолтных инструментов требует времени и сопряжена со значительными рисками. Однако, если кредитору с целью удовлетворения своих требований удастся перейти в стадию реализации активов должника, размер дисконта может со временем снизиться.



## (продолжение 2)

- При оценке портфельных цессий их рыночная стоимость может отличаться от величины простого суммирования индивидуальных рыночных стоимостей долгов, входящих в портфель.

## Замечания по применению сравнительного подхода

- Цены сделок с сопоставимыми долгами непубличных компаний, полученные при торгах на признанных торговых площадках по состоянию на дату оценки или близкую к ней дату, обычно являются наилучшим источником для определения РС идентичных объектов оценки.
- При отсутствии приемлемых недавних сделок можно применять сведения о предложенных или заявленных ценах с внесением соответствующей поправки на торг.

*Ситуации, при которых не рекомендуется использовать информацию о ценах сделок с объектами-аналогами:*

- Сделки совершались между взаимозависимыми сторонами;
- Сделки совершались по инвестиционной стоимости. Например, когда передача прав требования приводила к созданию контрольного пакета либо к перспективам смены контроля над компанией-банкротом;
- Сделки совершались по ликвидационной стоимости.
- Оценка передаваемых прав требования по договорам, связанным с инвестиционной деятельностью, должна учитывать РС самих объектов инвестирования. В ряде случаев (н-р, при строительстве объектов недвижимости) это может приводить к получению РС прав требования со значением, превышающим номинал объекта оценки.

## Применение доходного подхода: примеры корректировок для номинала долга

Корректировка	Причины внесения корректировки	Общая формула корректировки номинала	Снижение номинала долга за счет корректировки
<p>При взыскании необеспеченной задолженности в судебном порядке (при отсутствии сомнений в исполнении должником судебного решения в разумные сроки)</p>	<p>Возможность проигрыша новым кредитором судебного спора с должником снижает инвестиционную привлекательность уступаемого долга даже при условии его надлежащего оформления</p>	<p><math>(1-A) \times [B1 \times (1-B2) + B1 \times B2 \times B3]</math>,                       А – «гонорар успеха» адвоката, в % от взысканной суммы,                      В1 - % выигрыша по типу гражданских дел «ненадлежащее исполнение договора» в суде 1-й инстанции,                      В2 – вероятность обращения ответчиком-предпринимателем в апелляцию в случае полного проигрыша,                      В3 – вероятность оставления решения суда 1-й инстанции в силе в рамках рассмотрения жалобы ответчика.</p>	<p>В среднем на 15%</p>



**(продолжение)**

Корректировка	Причины внесения корректировки	Общая формула корректировки номинала	Снижение номинала долга за счет корректировки
<p>При взыскании обеспеченной залогом задолженности (залог не покрывает всей суммы долга, а иные источники для погашения отсутствуют)</p>	<p>При взыскании долга с таким обеспечением, возможность удовлетворения кредитором своих требований ограничивается стоимостью предмета залога</p>	<p><math>C/N</math></p> <p><math>N</math> – номинал долга, <math>C</math> – ЛС залога за минусом расходов по его реализации. В ряде случаев для высоколиквидных предметов залога и при должном обосновании этого в отчете вместо ЛС залога может применяться его РС</p>	<p>В зависимости от стоимости залога</p>
<p>При взыскании обеспеченной поручительством задолженности (нет иных источников погашения)</p>	<p>В таких случаях возм-ть удовлетворения кредитором своих требований зависит от платежеспособности поручителя</p>	<p><math>D \times (1-A) \times [B1 \times (1-B2) + B1 \times B2 \times B3]</math>,</p> <p>где <math>D</math> – прогноз доли погашения долга за счет средств поручителя</p>	<p>В среднем на 15% от погашаемой части долга. Часть долга, невозможная к погашению (<math>1 - D</math>) является «мусором»</p>

**(продолжение)**

<b>Корректировка</b>	<b>Причины внесения корректировки</b>	<b>Общая формула корректировки номинала</b>	<b>Снижение номинала долга за счет корректировки</b>
При взыскании текущих платежей компании-банкрота	В данном случае необходимо составление прогноза доли удовлетворенных текущих платежей соответствующей очереди	$E \times (1 - A) \times [B_1 \times (1 - B_2) + B_1 \times B_2 \times B_3]$ , где E – прогноз доли удовлетворенных текущих платежей соответствующей очереди предприятия-банкрота	В среднем на 15% от погашаемой части долга. Часть долга, невозможная к погашению (1-E), является «мусорным долгом»
При взыскании задолженности компании-банкрота, обеспеченной залогом (залог не покрывает всей суммы долга, а иные источники для погашения отсутствуют)	В данном случае необходимо дополнительно учитывать особенности действующего законодательства о несостоятельности организаций	$C \times F \times (1 + / - G) / N$ , F - % погашения обязательств перед залоговым кредитором, G – накопленное значение роста цен (или их снижения, например, за счет износов) на предмет залога за длительный период подготовки имущества к торгам	В зависимости от стоимости залога



# Finish

## Спасибо за внимание!



## Контакты

- Москва, Нахимовский пр-т, 47, оф. 401
- Тел.: +7(495) 779-1324, +7(495) 924-3276
- E-mail: [president@sroroo.ru](mailto:president@sroroo.ru), [info@kopart.ru](mailto:info@kopart.ru)