



Роберт Рейли - управляющий директор Willamette Management Associates и в офисе в Чикаго.

Оригинал: Robert F. Reilly (2018), Applications of the Asset-Based Business Valuation Approach, Willamette Management Associates Insights Journal, Summer, https://willamette.com/insights_journal/18/summer_2018_7.pdf

Подход, основанный на активах, является одним из трех общепринятых подходов, которые могут применяться при оценке тесно связанных предприятий, долей владения бизнесом и ценных бумаг. Тем не менее, многие аналитики по оценке ("аналитики") не знакомы с применением методов и процедур оценки бизнеса, основанных на подходе, основанном на активах. Кроме того, многие юридические консультанты — и другие стороны, которые полагаются на оценку бизнеса, — не знакомы с тем, как интерпретировать — или как применять — результаты оценки бизнеса с использованием подхода, основанного на активах. В этом обсуждении кратко излагается то, что аналитикам (и сторонам, которые полагаются на оценку бизнеса) необходимо знать о применении этого общепринятого подхода к оценке бизнеса, особенно в отношении таких вопросов, как: исходная предпосылка стоимости, окончательный уровень стоимости, любые ограничения на продажу активов субъекта хозяйствования, признание обязательства по налогу на прибыль, связанного с повышением стоимости любого актива, и оценка гудвила субъекта хозяйствования и любой другой стоимости нематериальных активов.

Введение

Большинство аналитиков по оценке ("аналитики"), а также многие владельцы бизнеса, юридические консультанты, регулирующие и налоговые органы и другие — знакомы с концепцией подхода к оценке бизнеса, основанного на активах. Аналитики (и другие стороны, которые полагаются на оценку бизнеса) понимают, что существует три общепринятых подхода к оценке бизнеса: доходный подход, рыночный подход и подход, основанный на активах. Однако большинство аналитиков редко (если вообще когда-либо) применяют подход, основанный на активах, в качестве регулярной части анализа оценки бизнеса.

Если эти аналитики когда-либо применяли подход, основанный на активах, то, вероятно, это было при оценке холдинговой компании по недвижимости или инвестиционной холдинговой компании. И в этих случаях аналитик, возможно, просто получил текущую "оценочную" стоимость недвижимости или активов инвестиционного портфеля, которые были учтены на балансе соответствующей компании.

По мнению этих аналитиков, простая замена текущей стоимости этих учтенных активов на историческую стоимость учтенных активов представляла собой подход к оценке бизнеса, основанный на активах.

Большинство бухгалтеров и аудиторов, регулирующих и налоговых органов, банкиров, корпоративных покупателей и других инвесторов, юристов, судебных установщиков фактов и других сторон, которые полагаются на оценку бизнеса, еще менее знакомы с применением подхода к оценке бизнеса на основе активов.

Эти стороны могут не ожидать применения подхода, основанного на активах, - за исключением случаев, когда речь идет о холдинговой компании по недвижимости или другой инвестиционной холдинговой компании, — при типичной оценке бизнеса, проводящейся в закрытом режиме. И этим сторонам может быть неудобно интерпретировать или полагаться на анализ оценки, основанный на подходе, основанном на активах, и выводы о стоимости бизнеса.

Таким образом, многие аналитики, возможно, не имеют достаточной подготовки и опыта в подготовке оценки, основанной на подходе к активам. Кроме того, сторонам, которые полагаются на такие оценки бизнеса, может быть неудобно принимать решения, основанные на оценке, основанной на активах.

Часто как аналитики, так и другие стороны неохотно подготавливают бизнес—оценки на основе активов или полагаются на них. Это связано с тем, что они не уверены в ответах на следующие вопросы, касающиеся этих оценочных анализов:

1. Определяется ли при использовании подхода, основанного на активах, стоимость текущей деятельности или ликвидационная стоимость?
2. Какие подходы к оценке имущества (или активов) следует использовать при применении подхода к оценке бизнеса, основанного на активах?
3. Когда целесообразно использовать метод капитализированной избыточной прибыли (capitalized excess earnings method, "CEEM") для определения нематериальной стоимости гудвила?
4. Когда целесообразно измерять экономическое устаревание при оценке материальных и нематериальных активов предприятия с использованием затратного подхода?
5. Когда целесообразно измерять расходы на продажу (или затраты на подготовку к продаже, или расходы на период хранения) при оценке материальных и нематериальных активов предприятия с использованием рыночного подхода?
6. Как аналитик должен учитывать обязательства по налогу на прирост капитала, связанные с любым повышением стоимости материальных и нематериальных активов организации?
7. Как аналитик применяет подход, основанный на активах, когда активы субъекта не могут быть немедленно проданы (из-за договорных или других ограничений)?

8. Применим ли тот же (или разный) уровень корректировки стоимости, который применяется к доходному подходу и рыночному подходу (скажем, скидки из-за отсутствия контроля и рыночной привлекательности), также к подходу, основанному на активах?

Каждый из этих процедурных вопросов применения (или "как это сделать") будет рассмотрен в этом обсуждении. Это обсуждение будет представлено с двух взаимосвязанных точек зрения.

Во-первых, в ходе обсуждения предполагается, что аналитик провел анализ подхода, основанного на активах. Теперь аналитик должен решить: как ему интерпретировать показатель стоимости бизнеса? Например, является ли индикативная стоимость подхода, основанного на активах, индикацией стоимости текущей деятельности или индикацией ликвидационной стоимости?

Во-вторых, в ходе обсуждения предполагается, что аналитик хочет выполнить определенное задание по оценке. Например, задание может заключаться в оценке стоимости нерыночной, неконтрольной доли участия в определенной компании, находящейся в тесном владении. Вопрос может заключаться в следующем: какие методы и процедуры оценки имущества должен применять аналитик для достижения намеченной цели оценки?

Консенсус в отношении подхода, основанного на активах

Прежде чем мы рассмотрим перечисленные выше вопросы, давайте рассмотрим то, что, по общему мнению аналитиков, является консенсусной позицией в отношении применения подхода, основанного на активах, при анализе оценки бизнеса.

1. Наряду с доходным подходом и рыночным подходом подход, основанный на активах, является одним из трех общепринятых подходов к оценке бизнеса.
2. Подход, основанный на активах, может использоваться для оценки как компаний, владеющих активами (как инвестиции в недвижимость), так и операционных компаний.
3. Подход, основанный на активах, может быть использован для оценки как компаний с интенсивным использованием материальных активов, так и компаний с интенсивным использованием нематериальных активов.
4. Все компании (будь то операционные компании или компании, владеющие активами) являются компаниями с интенсивным использованием активов. То есть все компании владеют материальными активами, нематериальными активами или обоими типами активов.
5. Подход, основанный на активах, обычно предполагает рыночный уровень стоимости с контрольной долей владения. Таким образом, подход, основанный на активах, более применим для определения этого уровня стоимости.
6. Индикативная стоимость подхода, основанного на активах, может быть скорректирована для указания нерыночного, неконтрольного уровня стоимости. Однако аналитик должен проявлять осторожность при определении и количественной оценке соответствующей скидки из-за отсутствия контроля (discount for lack of control, "DLOC") и скидки из-за

- отсутствия конкурентоспособности на рынке (discount for lack of marketability, "DLOM").
7. Соответствующие корректировки DLOC и DLOM, применяемые к стоимости при подходе, основанном на активах, могут отличаться от соответствующих корректировок оценки, применяемых к показаниям стоимости при доходном подходе или рыночном подходе. Это связано с тем, что применение подхода, основанного на активах, предполагает высокую степень ликвидности активов и высокую степень контроля со стороны собственников (для того, чтобы инициировать гипотетическую покупку активов или процесс гипотетической продажи активов).
 8. Существуют общепринятые методы оценки бизнеса, основанные на подходе, основанном на активах. Двумя наиболее распространенными методами подхода, основанного на активах, являются метод накопления активов (asset accumulation, "AA") и метод скорректированной чистой стоимости активов (adjusted net asset value, "ANAV").
 9. Метод AA обычно предполагает дискретную переоценку каждого из индивидуальных счетов активов и пассивов организации. Метод ANAV обычно предполагает коллективную переоценку всех счетов активов и пассивов организации в совокупности. Если все оценочные переменные анализа применяются последовательно, метод AA и метод ANAV должны привести к получению одинаковой стоимости для одного и того же хозяйствующего субъекта.
 10. Методы оценки, основанные на подходе к активам, могут применяться для определения различных альтернативных стандартов (или определений) стоимости, включая справедливую стоимость, справедливую рыночную стоимость и другие стандарты стоимости. Выполняемые процедуры оценки и выбранные оценочные переменные должны соответствовать требуемому стандарту стоимости.
 11. Методы оценки, основанные на подходе к активам, могут применяться для определения различных альтернативных предпосылок стоимости, включая стоимость при продолжении использования и стоимость при ликвидации. Выполняемые процедуры оценки и выбранные оценочные переменные должны соответствовать предпосылке о желаемой стоимости.
 - 12. Предпосылка непрерывности деятельности в отношении стоимости подразумевает, что владелец бизнеса/оператор воссоздаст фактический бизнес-объект. Аналитик, как правило, применяет методы оценки с использованием затратного подхода для определения стоимости соответствующих материальных и нематериальных активов в рамках анализа восстановления бизнеса. Стоимостная предпосылка ликвидации подразумевает, что владелец бизнеса/оператор ликвидирует фактический хозяйствующий субъект. **Аналитик, как правило, применяет методы оценки, основанные на рыночном подходе, для определения стоимости соответствующих материальных и нематериальных активов в рамках ликвидации бизнеса.****

13. Аналитик при необходимости включит соображения по налогу на прибыль в анализ подхода, основанного на активах. Часто при оценке предпосылок для продолжения деятельности учитывается мало соображений по налогу на прибыль. Бизнес, как правило, не несет обязательств по подоходному налогу, если ему приходится нести расходы по воссозданию своих собственных активов. Предприятие может понести отложенное обязательство по налогу на прибыль, если стоимость его активов со временем выросла. Часто при ликвидационной предпосылке оценки учитывается множество соображений по налогу на прибыль. Бизнес, как правило, немедленно несет обязательства по подоходному налогу, если он продает свои собственные активы.
14. Для компании, владеющей активами, для получения первичного показателя стоимости (primary value indication) часто используется подход, основанный на активах. Для операционной компании подход, основанный на активах, не часто используется для определения первичной стоимости. При оценке операционной компании часто используется подход, основанный на активах, в сочетании с другими показателями стоимости.
15. Для операционной компании подход, основанный на активах, иногда используется для подтверждения доходного и рыночного подходов.
16. Подход, основанный на активах, не является затратным подходом. Подход, основанный на активах, является общепринятым подходом к оценке бизнеса. Затратный подход - это общепринятый подход к оценке недвижимости. Метод и процедуры оценки, применяемые при подходе, основанном на активах, отличаются от методов и процедур оценки, применяемых при затратном подходе. Аналитики часто применяют методы оценки с использованием затратного подхода для оценки определенных категорий материальных и нематериальных активов, которые включены в оценку бизнеса с использованием подхода, основанного на активах. Однако аналитики также обычно применяют методы оценки с использованием рыночного подхода и доходного подхода для оценки других категорий материальных и нематериальных активов, которые включаются в оценку бизнеса с использованием подхода, основанного на активах.

В следующем разделе рассматривается, когда и как применять определенные методы и процедуры при оценке бизнеса с использованием подхода, основанного на активах,

Когда применять подход, основанный на активах

Общая номенклатура может быть полезна для нашего обсуждения. Обе стороны, которые полагаются на оценку бизнеса, и сами аналитики по оценке часто неточно используют жаргон подхода, основанного на активах.

Во-первых, подход, основанный на активах, оценивает стоимость собственного капитала предприятия на основе стоимости активов предприятия за вычетом стоимости обязательств предприятия. Важным моментом здесь является то, что при таком подходе к оценке учитываются как активы, так и обязательства, а не только активы.

Применяя методы подхода, основанного на активах, аналитик может прийти к выводу, что стоимость обязательств может быть (а может и не быть) представлена отраженным бухгалтерским балансом. Однако аналитик должен сознательно и осторожно прийти к такому выводу. Анализ, который проводит переоценку только активов предприятия (и игнорирует учет стоимости обязательств), не является надлежащим применением подхода, основанного на активах.

Во-вторых, метод АА предполагает дискретную переоценку всех счетов активов и пассивов предприятия. По сути, этот анализ начинается с чистого бухгалтерского баланса. Аналитик идентифицирует и оценивает каждый счет финансовых активов, счет недвижимости, счет материального движимого имущества, счет других активов, идентифицируемый нематериальный актив (или счет нематериального имущества) и стоимость счета деловой репутации (положительную или отрицательную). Далее аналитик определяет и оценивает каждый счет текущих обязательств, счет долгосрочных обязательств и счет условных обязательств.

Этот анализ оценки обязательств включает в себя любые учетные записи, которые были изменены или созданы в рамках процесса оценки активов. Сумма стоимости отдельных активов за вычетом суммы стоимости отдельных обязательств показывает общую стоимость собственного капитала предприятия.

Эта общая стоимость собственного капитала обычно определяется на основе того же стандарта стоимости (например, справедливой стоимости, справедливой рыночной стоимости, инвестиционной стоимости), который используется для оценки отдельных категорий активов и обязательств. Эта общая стоимость собственного капитала обычно определяется исходя из той же предпосылки стоимости (например, предпосылки непрерывности деятельности, предпосылки ликвидации), которая используется для оценки отдельных категорий активов и обязательств. И общая стоимость собственного капитала обычно определяется (по крайней мере, первоначально) на основе рыночного, контролируемого уровня стоимости.

Если в ходе анализа требуется определить другой уровень стоимости, следует определить и количественно оценить соответствующие корректировки оценки (например, скидки). Кроме того, уровень корректировок оценки, соответствующий показаниям стоимости при подходе, основанном на активах, может отличаться от уровня корректировок оценки, соответствующего показаниям стоимости при доходном подходе или рыночном подходе.

В-третьих, метод ANAV предполагает коллективную или агрегированную переоценку общей стоимости собственного капитала предприятия. Часто при использовании метода ANAV ни один из отдельных счетов активов и пассивов не переоценивается. Иногда при использовании метода ANAV аналитик может переоценить один или несколько отдельных счетов активов.

Например, владелец/оператор юридического лица может предоставить аналитику текущую оценку инвентарного счета или принадлежащей недвижимости. Кроме того, аналитик может включить такие оценки в анализ ANAV.

Совокупная переоценка собственного капитала по методу ANAV обычно осуществляется с применением СЕЕМ.

Результатом данного анализа СЕЕМ является общая сумма увеличения стоимости (по сравнению с отраженными в бухгалтерском учете остатками) всех чистых активов предприятия. Чистые активы равны общей сумме активов за вычетом общей суммы обязательств.

И результат этого анализа СЕЕМ часто называют "нематериальной стоимостью в виде гудвила" ("intangible value in the nature of goodwill."). Это многословное название намеренно предназначено для того, чтобы отличать результат анализа от величины гудвила, которая была бы определена на основе анализа по методу АА или распределения покупной цены с учетом справедливой стоимости.

Нематериальная стоимость в виде гудвила добавляется к бухгалтерскому балансу собственного капитала. Сумма этого сложения указывает на определенное значение стоимости чистых активов предприятия. Если результат анализа СЕЕМ отрицательный, этот результат часто называют экономическим устареванием. Та же аналитическая процедура затем называется методом капитализации потерь дохода ("CILM").

Независимо от названия метода, отрицательная нематериальная стоимость вычитается из бухгалтерского баланса собственного капитала владельцев. Оставшаяся часть вычитания по-прежнему указывает на определенное значение стоимости чистых активов предприятия.

Оценочные переменные, используемые в СЕЕМ (или CILM), должны соответствовать предполагаемому стандарту стоимости и предполагаемой предпосылке стоимости. Как и метод АА, метод ANAV (по крайней мере, на начальном этапе) позволяет получить рыночный, контрольный уровень стоимости.

В-четвертых, подход, основанный на активах, - это не тот же анализ, что и затратный подход. Подход, основанный на активах, является общепринятым подходом к оценке бизнеса.

Затратный подход - это общепринятый подход к оценке недвижимости. Затратный подход часто используется для оценки некоторых (или многих) категорий активов организации при применении подхода, основанного на активах. Затратный подход, как правило, неприменим к оценке обязательств предприятия.

При оценке компании, владеющей активами, аналитик может полагаться на затратный подход и/или рыночный подход для оценки всех отдельных категорий активов организации.

При оценке операционной компании аналитик может полагаться на затратный подход и/или рыночный подход для оценки некоторых отдельных категорий активов организации.

Однако при оценке операционной компании аналитик обычно использует доходный подход для определения стоимости по крайней мере одной категории нематериальных активов. Эта категория активов может быть категорией активов гудвила организации.

Применение затратного подхода (в отличие от рыночного подхода и/или доходного подхода) важно для определения того, основывается ли подход, основанный на активах, на предпосылке о стоимости продолжения деятельности или на предпосылке о стоимости ликвидации.

Как далее описано ниже, **основное использование затратного подхода для оценки материального или нематериального имущества организации обычно основывается на предпосылке о непрерывности деятельности. Первичное использование рыночного подхода для оценки материального или нематериального имущества предприятия обычно приводит к выводу о ликвидационной стоимости.**

Кроме того, **первичное использование доходного подхода для оценки материального или нематериального имущества предприятия может привести либо к предположению о стоимости продолжения деятельности, либо к предположению о стоимости ликвидации - в зависимости от отдельных переменных оценки, выбранных для анализа.**

Опять же, аналитик будет применять доходный подход (и, как правило, СЕЕМ) при оценке по крайней мере одного нематериального актива, чтобы определить стоимость непрерывной деятельности для оценки операционной компании. Такой подход к анализу СЕЕМ с точки зрения дохода обычно указывает на любую нематериальную стоимость в виде гудвила для прибыльной операционной организации. Анализ СИЛМ с использованием доходного подхода обычно указывает на любое экономическое устаревание для менее прибыльного операционного предприятия.

Значительный уровень экономического устаревания, выявленный при подходе, основанном на активах, может указывать на то, что текущая стоимость предприятия ниже, чем ликвидационная стоимость. Другими словами, наиболее эффективное использование ("НАВУ") этого действующего предприятия может быть ликвидация (по сравнению с продолжающейся эксплуатацией). Конечно, юридические/договорные ограничения и/или желания текущего владельца могут помешать субъекту операционной деятельности достичь этого НАВУ.

Что касается того, когда применять подход, основанный на активах, аналитикам следует учитывать все три общепринятых подхода к оценке бизнеса при проведении каждой оценки бизнеса.

Подход, основанный на активах, особенно применим в следующих обстоятельствах:

1. Это может быть особенно актуально, если конкретное задание по оценке заключается в определении стоимости категорий активов, составляющих предприятие. Такая ситуация может возникнуть при оценке бизнеса, проводимой для определения определенной справедливой стоимости, банкротства, налогообложения имущества, кредитования под обеспечение и других целей. Например, потенциальный покупатель может захотеть получить представление о том, как может выглядеть распределение покупной цены, прежде чем делать предложение о покупке предприятия.
2. Для стороны, полагающейся на оценку, может быть важно понять факторы, которые влияют на стоимость объекта оценки. Другими словами, лицо, принимающее решения, может захотеть понять компоненты стоимости субъекта хозяйствования. Анализ подхода, основанного на активах, может дать информацию лицу, принимающему решения, о том, является ли основным

- фактором, определяющим стоимость предприятия, недвижимость, материальное движимое имущество, запатентованные технологии, торговые марки, франшизы, отношения с клиентами, высококвалифицированная рабочая сила или любая другая категория активов.
3. Анализ может потребовать определения альтернативных стандартов стоимости или альтернативных предпочтений стоимости для одного и того же субъекта. Возможно — но трудно — скорректировать подход к доходам и анализ рыночного подхода, чтобы сделать вывод о различных стандартах стоимости и различных предпосылках стоимости. Довольно просто применить альтернативные процедуры и переменные подхода, основанного на активах, для определения различных стандартов стоимости и различных предпосылок стоимости для одного и того же предприятия.
 4. Подход, основанный на активах, может быть анализом по умолчанию, когда доходный подход и рыночный подход неприменимы. Доходный подход может быть неприменим, если предприятие не располагает достоверной финансовой отчетностью — ни исторической, ни перспективной. Рыночный подход может оказаться неприменимым, когда не существует достаточного количества достаточно сопоставимых компаний. То есть, может не существовать ни достаточно сопоставимых публично торгуемых компаний, ни достаточно сопоставимых приобретенных компаний. В таких случаях подход, основанный на активах, может быть наилучшим из доступных подходов к оценке.
 5. Подход, основанный на активах, может быть применен для получения взаимодополняющего показателя стоимости, подтверждающего выводы доходного подхода и рыночного подхода. Одной из причин разработки любого подхода к оценке является обеспечение подтверждения результатов других оценочных анализов.
 6. Особенно в контексте судебного разбирательства или других разногласий аналитик может разработать подход, основанный на активах, просто для того, чтобы обеспечить дополнительную поддержку экспертному мнению аналитика. Подход, основанный на активах, может быть представлен либо в качестве основного, либо в качестве дополнительного показателя стоимости. Однако эксперту, выступающему против, может быть трудно опровергнуть оценку с использованием подхода, основанного на активах, если этот эксперт не проводил свой собственный анализ с использованием подхода, основанного на активах.
 7. Подход, основанный на оценке активов, особенно применим, если субъект с большей вероятностью осуществит продажу в рамках структуры сделки по продаже активов - по сравнению со структурой сделки по продаже акций. Небольшие компании, находящиеся в тесном владении, часто осуществляют передачу в виде продажи активов (вместо продажи акций). Кроме того, корпорации S (и другие организации, проходящие через налогообложение) всех размеров часто осуществляют передачу в виде продажи активов (вместо продажи акций).
 8. Подход, основанный на активах, наиболее применим, когда предполагаемый уровень стоимости является рыночным, с контрольным пакетом акций. При

таком уровне стоимости владелец юридического лица фактически мог бы купить или продать все активы субъекта хозяйствования. Если предполагаемый уровень стоимости является нерыночным, неконтролируемым уровнем стоимости, для завершения анализа оценки могут потребоваться значительные корректировки оценки (например, скидки). И аналитику, возможно, придется рассмотреть вопрос о том, будет ли вообще у нерыночного, неконтролирующего субъекта оценки законное право (или операционная способность) покупать или продавать все активы объекта оценки.

В приведенном выше обсуждении обобщены многие примеры, когда анализ подхода, основанного на активах, особенно применим к оценке бизнеса. Аналитики также должны понимать, что **существует несколько предостережений, связанных с разработкой анализа, основанного на активах**. Некоторые из этих предостережений аналитиков включают следующее:

1. Аналитик должен обладать профессиональной квалификацией для выполнения (и объяснения) всех процедур, необходимых при разработке подхода, основанного на активах. Аналитик должен быть компетентен для проведения оценки всех активов и оценки всех обязательств, необходимых для разработки метода АА. Кроме того, аналитик должен быть компетентен в проведении всех оценочных анализов, необходимых для измерения нематериальной стоимости в виде гудвила (положительной или отрицательной) по методу ANAV. Аналитики иногда полагаются на сторонних специалистов для оценки определенных категорий недвижимости. Однако аналитик, делающий вывод об общей стоимости бизнеса, должен быть в состоянии объяснить работу стороннего специалиста. Аналитику может быть недостаточно наивно заявить: "Я полагался на стороннего специалиста", чтобы оценить важную категорию недвижимости при анализе подхода, основанного на активах.
2. Аналитик должен понимать стандарт стоимости, который применяется при анализе каждой категории активов. Аналитик должен внимательно следить за тем, чтобы все категории активов оценивались в соответствии с единым стандартом стоимости. Кроме того, аналитик должен быть осторожен и убедиться, что стандарт стоимости, применяемый ко всем категориям активов, является одним и тем же стандартом стоимости, соответствующим общему назначению оценки бизнеса.
3. Аналитик должен понимать исходную посылку о стоимости, которая применяется при анализе каждой категории активов. Аналитик должен быть внимателен и убедиться, что все категории активов оцениваются в соответствии с согласованной предпосылкой стоимости. Кроме того, аналитик должен следить за тем, чтобы предпосылка стоимости, применяемая ко всем категориям активов, была одной и той же предпосылкой стоимости, соответствующей общему назначению оценки бизнеса. Аналитик должен понимать, что различные применения подхода, основанного на активах, могут привести либо к предположению о стоимости продолжения деятельности, либо к предположению о стоимости ликвидации.
4. Аналитик должен быть профессионально компетентен, чтобы понимать (и объяснять) все соображения по налогу на прибыль, связанные с анализом

- подхода, основанного на активах. Аналитику может потребоваться консультация стороннего специалиста по налогообложению для переоценки счетов отложенных налоговых активов и обязательств и для пересчета любых обязательств по налогу на прибыль, связанных с процессом переоценки активов.
5. Аналитик должен быть профессионально компетентен, чтобы выполнить (и объяснить) оценку счетов обязательств субъекта хозяйствования (как долгосрочных долгов, так и условных обязательств), связанных с анализом подхода, основанного на активах. Аналитику следует учитывать, что могут существовать счета обязательств (включая счета налоговых обязательств), которые создаются в результате применения подхода, основанного на активах.
 6. Аналитик должен быть профессионально компетентен для количественной оценки (и объяснения) любых скидок при оценке, которые следует применять при анализе подхода, основанного на активах. Эти скидки могут включать как скидки на уровне организации (например, зависимость от ключевого сотрудника, зависимость от ключевого клиента), так и скидки на уровне безопасности (например, DLOC, DLOM). Кроме того, аналитик должен понимать, что величина скидок на уровне безопасности может отличаться при анализе подхода, основанного на активах, от анализа доходного подхода или рыночного подхода.
 7. Аналитик должен учитывать, что подход, основанный на активах, обычно предполагает рыночный уровень стоимости с контрольной долей владения. Аналитику следует рассмотреть, применим ли такой подход (даже с применением скидок при оценке) для оценки нерыночного, неконтролируемого уровня стоимости в контексте конкретного задания по оценке.
 8. Аналитик должен понимать, что анализ подхода, основанного на активах, основан на принципе, согласно которому либо
 - a. владелец бизнеса/оператор купит (воссоздаст) все активы субъекта хозяйствования, либо
 - b. владелец бизнеса/оператор продаст (ликвидирует) все активы субъекта хозяйствования.

Аналитик должен рассмотреть вопрос о том, подходит ли тот или иной принцип в контексте конкретного задания на оценку. То есть аналитик должен рассмотреть, существуют ли юридические, договорные, нормативные или другие проблемы, которые запрещали бы владельцу бизнеса/оператору либо покупать (воссоздавать), либо продавать (ликвидировать) все активы субъекта хозяйствования.

Оценка текущей деятельности в сравнении с ликвидационной оценкой

Как упоминалось выше, подход, основанный на активах, позволяет определить стоимость текущей деятельности или ликвидационную стоимость. Другими словами, подход, основанный на активах, позволяет сделать вывод о стоимости продолжения использования или стоимости обмена.

И, исходя из предпосылки стоимости в обмене (или ликвидации), подход, основанный на активах, может заключаться

1. в упорядоченном отчуждении (или продаже) активов предприятия,

или

2. в принудительном отчуждении (или продаже) активов предприятия.

То есть анализ может предполагать, что активы предприятия продаются по отдельности, но при дополнительных условиях:

1. нормальный срок маркетинга на наиболее эффективном вторичном рынке

или

2. меньший, чем обычно, срок маркетинга на вторичном рынке с быстрой продажей.

К какому стоимостному заключению приходит анализ, не зависит от намерения аналитика. И заключительная предпосылка стоимости не основана на предположении аналитика (или клиента). Другими словами, юрисконсульт (и другие стороны, которые полагаются на оценку бизнеса) часто полагают: аналитик провел оценку объекта на основе подхода, основанного на активах; поэтому давайте просто предположим, что заключение анализа является показателем стоимости текущей деятельности. Это убеждение ничем не подкреплено.

Опять же, предпосылка о стоимости, вытекающая из подхода, основанного на активах, основана не просто на предположении аналитика (или юрисконсульта). Скорее, на предпосылку стоимости, заключенную в подходе, основанном на активах, влияют:

1. выбор подходов и методов оценки, применяемых для определения стоимости отдельных категорий активов организации и отдельных категорий обязательств, а также

2. выбор конкретных оценочных переменных и процедур оценки, применяемых (в рамках выбранных подходов и методов) для оценки отдельных категорий активов организации и отдельных категорий обязательств.

Этот принцип оценки кажется неуловимым многим аналитикам и юрисконсультам. Однако этот принцип оценки как нельзя более прост.

Если аналитик применяет подходы, методы и процедуры, которые определяют стоимость непрерывной деятельности для каждой категории активов, то анализ подхода, основанного на активах, приведет к определению стоимости непрерывной деятельности для субъекта.

Если аналитик применяет подходы, методы и процедуры, которые определяют ликвидационную стоимость каждой категории активов, то анализ подхода, основанного на активах, приведет к определению ликвидационной стоимости для субъекта хозяйствования.

Путаница, связанная с вышеуказанным основным принципом, может быть вызвана тем фактом, что большинство аналитиков по оценке бизнеса (и большинство юридических консультантов) не являются аналитиками по оценке имущества. Аналитики по оценке бизнеса (и юридические консультанты) часто полагаются на работу сторонних специалистов по оценке для определения стоимости инвентарных запасов, недвижимости, машин и оборудования, интеллектуальной собственности и так далее.

В отчете оценщика имущества может содержаться вывод о справедливой рыночной стоимости, или рыночной стоимости, или каком-либо другом заявленном стандарте стоимости. Аналитик по оценке бизнеса (и юрисконсульт), возможно, сталкивался

со стандартным определением стоимости, которое включало такие слова, как "добровольный покупатель и добровольный продавец" и "участник рынка". И аналитик (и юрисконсульт) просто предположили, что заключение об оценке имущества является показателем стоимости непрерывной деятельности предприятия.

Аналитик (и юрисконсульт) не исследовали предположения оценщика недвижимости относительно того, как "добровольный покупатель и добровольный продавец" или "участники рынка" соберутся вместе и совершат сделку по продаже соответствующей категории активов. Будут ли все активы субъекта хозяйствования проданы одновременно, скажем, в рамках слияния или поглощения бизнеса?

Такая транзакционная предпосылка кажется маловероятной, если оценщику недвижимости было поручено оценить только одну категорию активов (скажем, недвижимость). Будут ли все активы субъекта хозяйствования продаваться по частям, при этом каждая категория имущества будет продаваться индивидуально по самой высокой цене по истечении соответствующего периода маркетинга на рынке? Будут ли проданы все активы субъекта хозяйствования, но в рамках сделки, в которой все категории имущества должны быть проданы одновременно?

Все вышеперечисленные сценарии сделок могут включать "желающего покупателя" и "желающего продавца" для каждой категории недвижимости. Однако каждый набор транзакционных допущений приводил бы к различному значению для одной и той же категории недвижимости. И некоторые из этих выводов о "рыночной стоимости" можно было бы считать предпосылкой для продолжения деятельности на основе показателей стоимости, а некоторые из этих выводов на основе показателей стоимости можно было бы считать предпосылкой для ликвидации.

Опытные оценщики недвижимости понимают тонкую (но количественно значимую) разницу между этими исходными допущениями о стоимости сделок. Даже опытные аналитики по оценке бизнеса (и юрисконсульты) могут не оценить эти тонкости оценки недвижимости. Следовательно, аналитик по оценке (и юрисконсульт) не должны предполагать, что анализ подхода, основанного на активах, позволяет сделать вывод о предполагаемом уровне стоимости.

Когда подход, основанный на активах, определяет стоимость непрерывной деятельности

Конечно, подход, основанный на активах, позволяет определить стоимость бизнеса, обеспечивающую непрерывность деятельности, когда применяемые подходы к оценке имущества позволяют определить стоимость непрерывности деятельности для каждой из категорий активов предприятия?

Итак, **основными проблемами при применении подхода, основанного на активах, являются следующие:**

1. Какие подходы и методы оценки имущества позволяют определить стоимость непрерывной деятельности для каждой категории активов?
2. Какие подходы и методы оценки имущества позволяют определить ликвидационную стоимость для каждой категории активов?

Как правило, применение методов оценки имущества, основанных на затратном подходе, указывает на непрерывную стоимость соответствующих категорий активов.

Как правило, применение методов оценки имущества, основанных на рыночном подходе, указывает ликвидационную стоимость для соответствующих категорий активов.

И, как правило, применение методов оценки имущества, основанных на доходном подходе, может указывать либо на стоимость текущей деятельности, либо на ликвидационную стоимость для соответствующих категорий активов.

Соответственно, выбор отдельных переменных оценки будет определять, указывает ли доходный подход на стоимость текущей деятельности или ликвидационную стоимость.

Соответственно, остальная часть этого раздела обсуждения будет сосредоточена на применении затратного подхода и доходного подхода в контексте разработки подхода, основанного на активах, для определения стоимости текущей деятельности.

Затратный подход к оценке имущества основан на экономическом принципе замещения. То есть на стоимость отдельного объекта недвижимости влияют затраты, необходимые для приобретения заменяющего объекта недвижимости. С точки зрения покупателя бизнеса, покупатель сталкивается с выбором "сделать" или "купить". То есть покупатель не заплатит за покупку категории активов больше, чем сумма затрат, которая потребовалась бы покупателю для создания (т.е. воссоздания) этой категории активов.

Продавец смотрит на проблему оценки с противоположной, но схожей точки зрения. Продавец бизнеса не стал бы продавать объект актива по цене, меньшей, чем сумма затрат, которую покупателю пришлось бы потратить на изготовление (т.е. воссоздание) этого актива.

Существуют различные компоненты затрат (например, прямые затраты, косвенные затраты), которые включаются в анализ затратного подхода. Существуют различные показатели затрат (например, затраты на замещение нового, затраты на воспроизводство нового), которые могут быть измерены при анализе затратного подхода. И во всех анализах затратного подхода должны учитываться различные компоненты износа и устареваний, необходимые для преобразования показателя затрат в показатель стоимости.

С точки зрения владельца бизнеса/оператора, все анализы затратного подхода к отвечают практически на один и тот же вопрос. Если бы моя коммерческая организация еще не владела всеми составляющими ее активами, сколько бы стоила замена всех категорий активов организации? Такой анализ затратного подхода включал бы все затраты, необходимые для установки заменяющего актива и его готовности к эксплуатации.

Иными словами, анализ затратного подхода позволяет количественно оценить величину затрат, необходимых для повторной сборки комплекса полностью функционирующих активов, обеспечивающего непрерывную деятельность.

Рассматриваемый с другой стороны, затратный подход измеряет величину затрат, необходимых для восстановления приносящей доход способности текущего пакета операционных активов организации.

Соответственно, **затратный подход указывает на непрерывную стоимость активов предприятия.**

При затратном подходе владелец бизнеса не пытается продать активы предприятия. Напротив, владелец бизнеса пытается купить (т.е. собрать заново) все активы предприятия. Анализ затратного подхода отвечает на вопрос: сколько будет стоить собрать все активы субъекта хозяйствования на месте, готовые к эксплуатации и приносящие доход?

Таким образом, затратный подход к оценке имущества не учитывает никакого снижения стоимости расходов на подготовку к продаже, расходов на период удержания продажи, комиссионных расходов при продаже или налогов на прибыль, связанных с продажей имущества. Это связано с тем, что текущий бизнес не продает ничего из своей собственности. Скорее, теоретически, текущий бизнес покупает (то есть заменяет) всю свою собственность. Кроме того, при покупке недвижимости бизнес не несет расходов на продажу и не выплачивает подоходный налог.

При анализе оценки бизнеса с использованием подхода, основанного на активах, затратный подход может быть особенно применим при оценке либо взаимозаменяемых материальных активов, либо вкладных нематериальных активов (contributory intangible assets, иногда называемых "подсобными помещениями" - "back room").

Например, затратный подход часто используется для определения текущей стоимости запасов предприятия, недвижимости, машин и оборудования. Кроме того, затратный подход часто используется для определения текущей стоимости компьютерного программного обеспечения предприятия, запатентованных формул и технической документации, баз данных, списков клиентов и других коммерческих секретов, а также собранной рабочей силы.

Доходный подход к оценке недвижимости основан на экономическом принципе ожидания. То есть на стоимость отдельного имущества влияет текущая стоимость будущего дохода, который может быть получен от эксплуатации этого имущества. Определение того, указывает ли доходный подход на стоимость текущей деятельности или ликвидационную стоимость, зависит от ответа на вопрос: кто является предполагаемым владельцем объекта недвижимости?

Доходный подход к оценке имущества основан на приведенной стоимости будущего дохода, получаемого от эксплуатации объекта недвижимости или категории активов. Этот прогнозируемый доход оценивается по текущей ставке дисконтирования с поправкой на риск.

К важным переменным оценки, включенным в анализ доходного подхода, относятся следующие:

1. Сумма прогнозируемого дохода
2. Срок прогноза дохода
3. Ставка дисконтирования по приведенной стоимости

Индивидуальные переменные, учитываемые при расчете суммы прогноза доходов, включают следующее:

1. Уровень (и темпы роста) дохода, связанного с недвижимостью
2. Уровень (и маржа) прибыльности, связанный с объектом недвижимости
3. Сумма любых инвестиций (например, оборотный капитал, капитальные затраты), необходимых для поддержки прогноза доходов
4. Уровень (и ставка) подоходного налога, связанный с прогнозом доходов

Индивидуальные переменные, рассматриваемые в рамках прогноза доходов, включают следующее:

1. Оставшийся срок полезного использования ("UEL") имущества
2. Форма и наклон (обычно, скорость затухания) кривой UEL

Отдельные переменные, рассматриваемые при анализе ставки дисконтирования (или ставки прямой капитализации), включают следующее:

1. Затраты на капитал объекта имущества,
2. Возможность остаточной или терминальной стоимости
3. Любой темп роста дохода (положительный или отрицательный) в этой остаточной стоимости

При выборе каждой из перечисленных выше переменных доходного подхода аналитик (неявно или явно) принимает следующее решение:

1. Выбираю ли я переменные оценки, соответствующие текущему владельцу/оператору бизнеса, то есть переменные, которые предполагают продолжение текущих бизнес—операций?

или

2. Выбираю ли я оценочные переменные, которые подходят типичному (или конкретному) участнику рынка, то есть следующему владельцу/оператору бизнеса, то есть переменные, которые предполагают смену владельца и операционной деятельности в связи с продажей субъекта предпринимательской деятельности?

Таким образом, если аналитик выберет первый из перечисленных выше вариантов (т.е. переменные оценки, основанные на текущем владельце/операторе), анализ доходного подхода покажет текущую стоимость объекта недвижимости. Этот анализ покажет стоимость дальнейшего использования категории имущества — как части текущих непрерывных бизнес-операций.

Если аналитик выберет второй из перечисленных выше вариантов (т.е. переменные оценки, основанные на владельце/операторе следующего участника рынка), то доходный подход укажет ликвидационную стоимость объекта имущества. Эта величина не должна быть истолкована как принудительная ликвидационная стоимость.

Скорее всего, это значение просто предполагает, что объект имущества продается отдельно от остальных категорий активов. Другие бизнес-активы остаются позади (или, вероятно, продаются отдельно в порядке упорядоченного распоряжения), но объект имущества продается новому покупателю. Этот анализ покажет стоимость в обмене на категорию имущества, то есть стоимость для нового покупателя, но не стоимость как часть текущей бизнес—операции.

При проведении оценки имущества с использованием доходного подхода аналитик может выбрать темпы роста, норму прибыли, ставки подоходного налога, кривые UEL, ставки дисконтирования и ставки прямой капитализации, которые были бы

подходящими для текущего владельца. Применение таких выбранных оценочных переменных позволило бы получить представление о стоимости непрерывности деятельности.

Такой анализ показал бы стоимость соответствующей категории активов как части объекта, обеспечивающего непрерывную деятельность. Это значение будет измерять вклад отдельной категории активов в текущий бизнес-объект. Категория активов продолжает принадлежать текущему владельцу.

Если предполагается сделка купли-продажи, то все коммерческое предприятие будет продаваться как одна коллективная единица операционных активов.

При проведении такой оценки имущества аналитику не нужно учитывать расходы на период хранения, подготовительные расходы, комиссию за продажу или налоги на прирост капитала. Отдельное имущество не продается отдельно, поэтому эти расходы, связанные с продажей, не понесены и эти обязательства, связанные с продажей, не созданы.

При анализе подхода, основанного на активах, доходный подход может быть особенно применим к материальным активам или нематериальным активам, которые непосредственно генерируют измеримый поток дохода.

Примерами таких материальных активов могут служить объекты недвижимости, приносящие доход или сдаваемые в аренду, такие как гостиницы, коммерческие офисные здания и жилые многоквартирные комплексы.

Примерами таких нематериальных активов могут быть отношения с клиентами, франшизы, лицензии, товарные знаки, авторские права и соглашения о разработке или коммерциализации.

Деловая репутация (гудвилл) и экономическое устаревание

При применении подхода, основанного на активах, для обеспечения непрерывности деятельности аналитики обычно применяют анализ доходного подхода для оценки по крайней мере одного нематериального актива.

В методе AA аналитики обычно используют анализ методом многопериодической избыточной прибыли (multiperiod excess earnings method, "MEEM") или анализ CEEM для выявления и оценки любого остаточного гудвилла.

В методе ANAV аналитики обычно используют анализ CEEM для коллективной оценки всей нематериальной стоимости предприятия в виде гудвила.

Использование по крайней мере одного анализа доходного подхода является важной процедурой при применении подхода, основанного на активах, для обеспечения непрерывности деятельности. Эта процедура количественно определяет любую остаточную нематериальную стоимость бизнеса, принадлежащую текущему владельцу, после того, как соответствующие компоненты стоимости были присвоены всем другим материальным активам и идентифицируемым нематериальным активам.

Эта процедура предназначена для доказательства того, что стоимость объекта-объекта, по крайней мере, равна стоимости суммы его частей. То есть стоимость хозяйствующего субъекта равна (или превышает) сумме индивидуальных значений

составляющих материальных активов и идентифицируемых нематериальных активов.

Эта дополнительная стоимость определяется как приведенная стоимость любого избыточного дохода, не относящегося к материальным активам предприятия и идентифицируемым нематериальным активам. Приведенная стоимость этого избыточного дохода обычно называется гудвиллом.

Другая причина, по которой аналитики обычно применяют анализ доходного подхода по крайней мере к одному нематериальному активу, заключается в том, что такая процедура является проверкой на экономическое устаревание. Эта процедура применима, когда аналитик применяет МЕЕМ для оценки, скажем, франшизы, лицензии или отношений с клиентами. И эта процедура применима, когда аналитик применяет СЕЕМ для оценки нематериальной стоимости в виде гудвилла.

Однако, что либо анализ МЕЕМ, либо анализ СЕЕМ иногда указывают на то, что в субъекте хозяйствования не генерируется избыточная прибыль. Фактически, у субъекта хозяйствования может возникнуть потеря дохода. С точки зрения оценки, потеря дохода возникает, когда предприятие получает сумму дохода, которая меньше справедливой нормы прибыли на стоимость его материальных активов и идентифицируемых нематериальных активов.

Если предприятие получает убыток от дохода, основанный на оценочной стоимости его активов, то аналитик капитализирует этот убыток от дохода. Эта процедура называется методом капитализации потерь дохода (capitalization of income loss method, "CILM"), и это общепринятый метод измерения экономического устаревания в рамках затратного подхода к оценке имущества.

Оценка экономического устаревания CILM иногда рассматривается как отрицательный гудвилл. Однако, поскольку предприятие не может зарегистрировать отрицательный баланс гудвила, аналитик будет уменьшать указанную стоимость других активов предприятия — до тех пор, пока отрицательный гудвилл не будет устранен.

То есть аналитик корректирует стоимость всех активов предприятия, оцениваемых с использованием затратного подхода, с учетом этой величины экономического устаревания. Эта корректировка будет применяться ко всем категориям активов, оцениваемых с учетом затратного подхода, — как к материальным активам, так и к идентифицируемым нематериальным активам.

Когда стоимость этих активов снижается, сумма дохода, необходимая для обеспечения справедливой нормы доходности по этим активам, также уменьшается. Когда стоимость активов, оцениваемая затратным подходом, в достаточной степени снижается в результате такого признания экономического устаревания, потеря дохода сводится к нулю. На этом этапе предприятие не испытывает избыточной прибыли, но и потери дохода субъект хозяйствования также не испытывает. Положительной стоимости гудвилла, которую следует признавать, нет, но и признаков отрицательного гудвилла также нет.

Таким образом, применение метода доходного подхода (скажем, МЕЕМ или СЕЕМ) является важной процедурой по двум причинам:

1. Он идентифицирует и количественно оценивает любую положительную нематериальную стоимость, связанную с любым избыточным доходом (который не связан с каким-либо другим материальным активом или идентифицируемым нематериальным активом).
2. Он выявляет и количественно оценивает любое экономическое устаревание. Такой признак экономического устаревания указывает на необходимость корректировки оценочной стоимости других активов предприятия - во избежание завышения стоимости чистых активов субъекта хозяйствования.

Когда при использовании подхода, основанного на активах, определяется стоимость ликвидации

Конечно, подход, основанный на активах, позволяет определить стоимость ликвидации бизнеса, когда применяемые подходы к оценке имущества позволяют определить стоимость ликвидации для каждой из категорий активов предприятия.

Как правило, применение методов оценки имущества, основанных на рыночном подходе, указывает ликвидационную стоимость для соответствующих категорий активов.

В зависимости от применяемых индивидуальных оценочных переменных методы оценки имущества с использованием доходного подхода указывают стоимость ликвидации для соответствующих категорий активов. Это предположение о стоимости становится очевидным, когда выбранные переменные оценки соотносятся с тем, как следующий владелец недвижимости будет управлять соответствующей категорией активов.

Таким образом, аналитик может выбрать прогнозируемые темпы роста, кривые UEL, уровни выручки, уровни расходов, уровни прибыли, уровни инвестиций, ставки дисконтирования и ставки прямой капитализации, которые относятся к следующему владельцу - "участнику рынка".

Такие переменные оценки будут указывать стоимость ликвидации соответствующего материального актива или нематериального актива, подлежащего оценке.

Напротив, аналитик может выбрать оценочные переменные, которые отражают то, как текущий владелец/оператор будет управлять недвижимостью. Такие переменные оценки будут указывать на стоимость непрерывной деятельности соответствующего материального актива или нематериального актива, подлежащего оценке.

Как описано выше, рыночный подход или доходный подход позволяет определить цену, которую получит текущий владелец/оператор коммерческой организации при продаже категории активов новому владельцу/оператору коммерческой организации. Опять же, **в контексте подхода, основанного на активах, термин "предпосылка ликвидационной оценки" не должен подразумевать ни принудительную ликвидационную продажу, ни недобровольную распродажу.**

Скорее, эта предпосылка оценки предполагает, что каждая категория активов (или совокупность активов) продается отдельно — в

упорядоченном порядке и с нормальным периодом экспозиции на рынке — с целью максимизации продажной цены. Категория активов может быть (и, скорее всего, будет) продана между одним действующим хозяйствующим субъектом и другим действующим хозяйствующим субъектом.

Однако эта предпосылка оценки предполагает, что категории активов продаются отдельно друг от друга. Эта предпосылка оценки не обязательно предполагает, что все рассматриваемое коммерческое предприятие продается как единый совокупный пакет недвижимости либо в рамках публичного размещения акций, либо в результате сделки слияния и поглощения.

Поскольку рыночный подход и подход, основанный на доходах участников рынка, предполагает продажу активов, аналитик должен учитывать тот же процесс при оценке категории активов.

Например, аналитик должен учитывать следующие факторы при оценке стоимостного вклада продажи категории активов для субъекта хозяйствования:

1. Сроки продажи активов; произойдет ли это немедленно? через шесть месяцев? через два года?
2. Любые договорные, юридические или иные ограничения, связанные со сроками (или возможностью завершения) продажи активов
3. Любые расходы холдингового периода в течение периода экспозиции на рынке; эти категории расходов могут включать процентные расходы, расходы по страхованию, расходы по налогу на имущество
4. Любые затраты на подготовку категории активов к продаже; эти категории расходов могут включать расходы на НИОКР, отложенные расходы на техническое обслуживание, капитальные затраты
5. Любые расходы, связанные с продажей; эти категории расходов могут включать судебные издержки, брокерские сборы, комиссионные с продаж
6. Любые расходы, связанные с налогообложением; эти категории расходов могут включать налоги на прирост капитала, которые либо подлежат уплате в момент продажи, либо переносятся на будущий период времени

В соответствии с ликвидационной предпосылкой подхода, основанного на активах, анализ в конечном счете измеряет вклад остатка денежных средств предприятия, связанный с продажей категорий активов предприятия. Конечно, цена продажи актива - это сумма, которую покупатель заплатил бы продавцу за данную категорию имущества. Однако стоимостным вкладом в оценку бизнеса при подходе, основанном на активах, является цена продажи актива - за вычетом любых понесенных расходов или обязательств, возникших в результате продажи имущества.

Другими словами, стоимостной вклад от продажи категории имущества хозяйствующему субъекту представляет собой сумму чистой выручки, доступной для распределения среди владельцев хозяйствующего субъекта.

Этот вопрос иллюстрирует важное количественное различие между подходом, основанным на непрерывности деятельности, и подходом, основанным на ликвидации активов.

При анализе непрерывности деятельности применяется затратный подход или подход, основанный на доходах владельца/оператора, для оценки категорий активов субъекта хозяйствования. В этом анализе подхода, основанного на активах, субъект покупает или воссоздает все свои категории активов. Расходы на продажу активов или связанные с ними обязательства отсутствуют. Это происходит потому, что продажи активов не проводятся.

В отличие от этого, при анализе ликвидации применяется рыночный подход или доходный подход участников рынка для оценки категорий активов текущего владельца. В этом анализе подхода, основанного на активах, субъект хозяйствования продает все свои категории активов. Аналитик должен учитывать расходы и обязательства по продаже активов. Это связано с тем, что такие расходы будут понесены и такие обязательства будут созданы при продаже активов субъекта хозяйствования.

Соответственно, аналитик (а также юрист-консультант и любая другая сторона, полагающаяся на оценку) должны ожидать, что в результате двух различных применений подхода к оценке бизнеса, основанного на активах, будут получены различные показатели стоимости.

Таким образом, выбор того, какие исходные данные о стоимости — и какие подходы и методы оценки имущества — следует применять, является важным фактором при любом анализе оценки бизнеса, основанном на подходе, основанном на активах.

Будущая продажа активов предприятия

В некоторых случаях применения подхода, основанного на активах, аналитик должен предполагать будущую продажу некоторых (или всех) категорий активов субъекта хозяйствования. Это предположение относительно будущей (а не текущей) продажи категорий активов субъекта хозяйствования может быть уместным по нескольким причинам, включая следующие:

1. Предметом оценки является неконтрольная доля предприятия. Доля не может инициировать продажу какого-либо из активов предприятия. Аналитику, возможно, придется спрогнозировать, когда, вероятно, произойдет управляющее событие. Другими словами, аналитику, возможно, придется спрогнозировать, когда текущий владелец контрольного пакета намеревался бы инициировать событие контроля и продать объект управления или категории активов объекта управления.
2. Может существовать соглашение о партнерстве, акционерное соглашение и операционное соглашение ООО или какой-либо другой организационный документ, который ограничивает продажу практически всех активов предприятия до некоторой будущей даты (например, истечения срока действия партнерства или ООО).
3. Могут существовать нормативные, юридические, договорные или иные ограничения на продажу практически всех активов организации. Аналитику, возможно, придется предположить, что продажа активов предприятия не произойдет до истечения срока действия франшизы, лицензии, кредитного соглашения или других ограничений.

4. Владельцу доли может потребоваться обычный период времени для получения соглашений акционеров, директора, регулирующих органов или других разрешений на продажу практически всех активов предприятия.

Если объектом оценки является нерыночная, неконтролирующая доля, аналитику следует серьезно рассмотреть вопрос о том, применим ли подход, основанный на активах, к объекту оценки. Применение подхода, основанного на активах, основано на предпосылке, что владелец объекта интереса может либо купить (воссоздать) активы предприятия, либо продать (ликвидировать) активы предприятия.

Если владелец контрольной доли не может повлиять на такое событие контроля — или если такое событие контроля невозможно разумно предвидеть, — то применение подхода, основанного на активах, может оказаться неприемлемым.

Если такое контрольное событие предсказуемо, но не в течение длительного периода времени, то аналитику придется скорректировать анализ с учетом ожидаемой задержки в контрольном событии.

Например, давайте предположим, что продажа практически всех активов субъекта хозяйствования не может произойти до истечения срока действия соглашения о партнерстве в сфере контроля. Если аналитик все же решит применить подход, основанный на активах, ему, возможно, придется оценить цену продажи активов предприятия на период времени через 20 лет в будущем.

Одна из процедур, которую мог бы использовать аналитик, заключается в том, чтобы начать с одновременной оценки активов предприятия. Затем аналитик мог бы применить коэффициент тренда для представления чистого изменения цен на соответствующие активы за предполагаемый 20-летний период времени. Этот коэффициент тренда может представлять собой ожидаемые совокупные годовые темпы роста (compound annual growth rate, "CAGR") или совокупные годовые темпы снижения (compound annual decline rate, "CADR") стоимости соответствующей категории активов.

Конечно, этот CAGR (или CADR) должен быть "чистым" фактором тренда. То есть выбранный коэффициент должен отражать ожидаемое повышение цены соответствующего актива за вычетом любого ожидаемого снижения стоимости соответствующих активов.

Например, если аналитик ожидал, что цена определенной категории активов будет расти на 5 процентов в год, но при этом обесцениваться на 2 процента в год, то аналитик может применить 3-процентный "чистый" CAGR к текущей стоимости соответствующих активов.

В этом примере, допустим, текущая стоимость категории активов составляет 10 000 000 долларов США при среднегодовом доходе в 3 процента, будущая стоимость категории активов по истечении 20 лет составит:

*Текущая стоимость × Процентный коэффициент будущей стоимости = Будущая стоимость*¹ = \$10,000,000 × 1.8061 = \$18,061,000

¹ В оригинале: Present Value × Future Value Interest Factor = Future Value

Процентный коэффициент будущей стоимости 1,8061 представляет собой будущую стоимость, равную 1 в течение 20 лет, умноженную на 3 процента годовых.

Конечно, приведенный выше расчет сообщает аналитику ожидаемую стоимость категории активов на 20 лет вперед. Аналитику все еще необходимо оценить стоимость этой категории активов сегодня — на текущую дату оценки. Таким образом, аналитику придется предварительно оценить стоимость при $t = 20$ лет, чтобы вывести значение, которое можно было бы включить в анализ современного подхода, основанного на активах.

Давайте предположим, что аналитик выбирает 10-процентную ставку дисконтирования по приведенной стоимости в качестве ставки дисконтирования, применимой к любым оценкам активов доходным подходом, включенным в анализ подхода, основанного на активах.

В этом случае аналитик может рассчитать текущую стоимость объекта на дату оценки будущей стоимости объекта, используя следующий расчет:

$$\text{Будущая стоимость} \times \text{Процентный коэффициент текущей стоимости} = \text{Текущая стоимость}^2 = \$18,061,000 \times 0.1486 = \$2,090,000$$

Процентный коэффициент приведенной стоимости 0,1486 представляет собой приведенную стоимость в размере 1 за 20 лет, дисконтированную по ставке дисконтирования 10 процентов.

Приведенный выше расчет говорит аналитику, что категория активов объекта может быть продана сегодня за 10 000 000 долларов, если, на самом деле, активы объекта могут быть проданы сегодня. Если показательное предметное партнерство не может быть расторгнуто в течение 20 лет, а доля владения объектом не может инициировать контрольное мероприятие по продаже активов, владельцу доли придется ждать 20 лет, чтобы реализовать доходы от продажи активов.

Исходя из ожидаемых темпов роста стоимости (за вычетом любой амортизации), ожидается, что данная категория активов будет продана за 18 061 000 долларов США через 20 лет. Однако текущая стоимость выручки от продажи активов составляет всего 2 090 000 долларов США на дату текущей оценки.

Следовательно, в этом иллюстративном примере аналитик использовал бы приведенную стоимость в размере 2 090 000 долларов США в качестве стоимости соответствующей категории активов при анализе оценки бизнеса с использованием подхода, основанного на активах. Таким образом, стоимость этого актива будет отражать почти 80-процентную скидку по сравнению с ожидаемой текущей ценой продажи соответствующей категории активов в размере 10 000 000 долларов.

Такая неявная скидка по цене будет отражать последствия того, что владелец доли не сможет продать группу активов предприятия в течение следующих 20 лет. Один из способов учесть это влияние на оценку заключается в том, что этот иллюстративный анализ подхода, основанного на активах, отражает неявный DLOC, составляющий почти 80 процентов.

² В оригинале: Future Value \times Present Value Interest Factor = Present Value

Кроме того, приведенный выше расчет еще не отражает влияние каких-либо расходов на продажу активов или каких-либо обязательств по налогу на прибыль, связанных с будущей продажей оцененного имущества. Далее обсуждается подход, основанный на учете активов, учитывающий затраты холдингового периода и расходы на продажу.

Затраты холдингового периода и расходы на продажу

Когда аналитик применяет рыночный подход к оценке активов субъекта в рамках анализа, основанного на подходе к активам, аналитик учитывает затраты на холдингового периода и затраты на продажу. Такие транзакционные расходы не являются релевантным фактором, если аналитик применяет затратный подход для определения стоимости активов субъекта, подлежащих оценке в рамках продолжения текущей деятельности.

Однако такие транзакционные расходы являются важным фактором, когда аналитик применяет рыночный подход для определения стоимости ликвидации активов предприятия.

Категория расходов холдингового периода обычно включает в себя по меньшей мере два типа расходов:

1. Расходы владения в течение ожидаемого периода продажи – такие расходы на владение могут включать расходы на содержание имущества, налоги на имущество, расходы по страхованию имущества и проценты по инвестициям в недвижимость.
2. Расходы на подготовку к продаже - такие расходы могут включать в себя любые расходы, необходимые для подготовки категории активов субъекта хозяйствования к продаже по ожидаемой цене продажи.

Категория расходов на продажу обычно включает в себя по меньшей мере два типа расходов:

1. Брокерские сборы или комиссия за продажу – этот вид расходов обычно оплачивается посреднику, который организует продажу активов.
2. Плата за переход права – этот тип расходов может включать налоги на переход, регистрационные сборы и юридические расходы, связанные со сделкой.

Эти затраты холдингового периода и расходы на продажу могут быть вычтены из ожидаемой цены продажи соответствующей категории активов предприятия.

В конце концов, подход, основанный на активах, основан на чистой выручке от продажи категории активов хозяйствующему субъекту.

Часто при анализе подхода, основанного на активах, предполагаемые затраты холдингового периода и расходы на продажу признаются либо как отрицательный актив, либо как обязательство.

При такой форме представления любая сторона, полагающаяся на оценку, может наблюдать две составляющих:

1. ожидаемую цену продажи категории активов и
2. ожидаемые расходы, понесенные для достижения указанной цены продажи актива.

Разумеется, предприятие не понесет расходов на продажу до тех пор, пока категория активов не будет продана. Таким образом, если бизнес-активы не могут быть проданы в течение 20 лет (как в предыдущем примере), субъект хозяйствования понесет расходы на продажу только через 20 лет в будущем. Конечно, этому же предприятию пришлось бы понести расходы на 20-летний период владения (например, страхование, проценты, налог на имущество) до тех пор, пока соответствующие активы не будут проданы.

Обязательства по налогу на прибыль

Когда аналитик применяет рыночный подход к оценке активов в рамках анализа подхода, основанного на активах, аналитик учитывает любые расходы или обязательства по налогу на прибыль (т.е. отложенные расходы), которые возникают в результате продажи активов. Такое обязательство по налогу на прибыль не является релевантным фактором, если аналитик применяет затратный подход для определения стоимости активов субъекта хозяйствования в условиях непрерывной деятельности.

Однако такое обязательство, созданное в результате транзакции, является важным фактором, когда аналитик применяет рыночный подход для определения стоимости ликвидации активов предприятия.

Чтобы оценить обязательства по налогу на прибыль, связанные с продажей категории активов, аналитику необходимо знать следующее:

1. Ожидаемая цена продажи актива
2. База налога текущего владельца актива
3. Претендовал ли нынешний владелец на вычет по амортизации по налогу на прибыль, относящийся к активу.

Если ожидаемая цена продажи превышает налоговую базу актива, то от продажи актива будет получена налогооблагаемая прибыль. Обычно эта прибыль признается продавцом субъекта хозяйствования как прирост капитала. Если субъект хозяйствования потребовал либо обесценение, либо вычет из амортизационных отчислений, связанных с активом, эта часть прибыли от продажи будет признана как обычный доход, а не как прирост капитала.

Технически, эта часть прибыли будет признана как возмещение ранее заявленных расходов на амортизацию. За этим вычетом любая прибыль, превышающая сумму возмещения амортизации, будет признана как прирост капитала.

Конечно, никаких последствий по налогу на прибыль, связанных со сделкой, не возникает до тех пор, пока сделка по продаже активов не будет совершена. Таким образом, если анализ подхода, основанного на активах, учитывает будущую продажу активов (скажем, из-за договорных ограничений), то в будущем также будет создано обязательство по налогу на прибыль.

Однако при отсутствии договорных, юридических или иных ограничений на продажу активов анализ рыночного подхода предполагает, что рассматриваемые активы продаются довольно быстро — исходя из разумной доступности их на соответствующем вторичном рынке.

То есть затратный подход обычно предполагает, что активы субъекта хозяйствования покупаются сразу. Кроме того, рыночный подход обычно предполагает, что активы субъекта хозяйствования продаются сразу же. Таким образом, при применении рыночного подхода к оценке бизнеса на основе активов обязательство по налогу на прибыль также создается сразу.

При отсутствии акционерного соглашения или других договорных ограничений (или соображений уровня стоимости) намерение фактических владельцев бизнеса (продавать или не продавать) не влияет на сумму обязательства по налогу на прибыль.

Подход, основанный на активах, как один из подходов к оценке бизнеса, разработанных в ходе анализа.

В этом примере аналитик решил применить затратный подход для оценки большинства отдельных категорий активов компании Alpha.

На это решение могло повлиять количество и качество имеющихся данных или другие соображения. Тем не менее, аналитик понимает, что включение показателей стоимости, полученных с использованием затратного подхода для каждой категории активов позволит сделать вывод о стоимости предприятия Alpha для обеспечения непрерывности деятельности.

Чтобы убедиться, что анализ охватывает всю нематериальную ценность предприятия в виде гудвила, и проверить наличие какого—либо экономического устаревания, аналитик будет применять СЕЕМ в качестве последнего компонента оценки бизнеса на основе подхода, основанного на активах.

В консолидированном формате (в иллюстративных целях) бухгалтерский баланс на основе Alpha GAAP представлен в Таблице 1.

Таблица 1. Отчет о финансовом положении Alpha Corporation по состоянию на 30 июня 2018 года (в 000 долларах США)

Активы		Обязательства и Собственные средства	
Текущие активы	10,000	Текущие обязательства	10,000
Недвижимость и оборудование		Долгосрочный долг	
Недвижимость (по цене приобретения)	40,000	Ноты, подлежащие оплате	20,000
Движимое имущество (по цене приобретения)	60,000	Подлежащая выплате ипотека	20,000
Минус: Накопленное обесценение	(40,000)	Всего Долгосрочный долг	40,000
Недвижимость и оборудование, нетто	60,000		
Нематериальные активы		Собственные средства	
Приобретенное программное обеспечение (цена приобретения за вычетом накопленного обесценения)	10,000	Основной капитал	10,000
		Нераспределенная прибыль	20,000
		Всего Собственные средства	30,000

Всего Активы	80,000	Всего Собственные средства и Обязательства	80,000
---------------------	---------------	---	---------------

Поскольку настоящий бухгалтерский баланс подготовлен в соответствии с U.S. GAAP, остатки по счетам представлены на основе первоначальных затрат.

Основываясь на наличии данных и доступе к ним, а также на сотрудничестве, оказываемом руководством Alpha, аналитик мог бы использовать метод AA. То есть у аналитика была возможность (а также время и бюджет) индивидуально оценить каждую категорию активов Alpha.

В качестве альтернативы аналитик мог бы использовать метод ANAV для совокупной переоценки всех чистых активов Alpha.

В рамках процесса оценки аналитик рассмотрел счета текущих активов Alpha. Аналитик пришел к выводу, что бухгалтерские остатки денежных средств, товарно-материальных запасов и дебиторской задолженности компании достоверно отражают текущую стоимость этих категорий активов.

Аналитик полагался на сторонних специалистов для оценки недвижимости и материального движимого имущества Alpha. Аналитик работал как с оценщиком недвижимости, так и с оценщиком оборудования, чтобы:

1. разобраться в их процедурах оценки активов и
2. убедиться, что эти процедуры соответствовали общему процессу оценки бизнеса аналитика.

Как оценщик недвижимости, так и оценщик оборудования применяли затратный подход и, в частности, метод затрат замещения за вычетом обесценения ("RCNLD") для оценки ими соответствующих категорий активов.

Оценщик недвижимости пришел к выводу, что текущая стоимость недвижимости Alpha составляет 50 миллионов долларов. Кроме того, оценщик оборудования пришел к выводу, что текущая стоимость движимого имущества Alpha составляет 30 миллионов долларов.

Оба этих вывода о текущей стоимости отражают RCNLD для соответствующих категорий активов. Аналитик пришел к выводу, что ни один из анализов RCNLD не включал поправку на экономическое устаревание конкретного объекта недвижимости.

Затем аналитик определил и оценил все нематериальные активы Alpha. В балансовом отчете Alpha отражены исторические затраты приобретенного компьютерного программного обеспечения.

Проведенное аналитиком due diligence расследование показало, что Альфа владеет и управляет следующими категориями нематериальных активов:

1. Компьютерное программное обеспечение, включая приобретенное и разработанное собственными силами программное обеспечение, настройку программного обеспечения во время установки и автоматизированные базы данных (совместно именуемые "программное обеспечение")
2. Запатентованная технология, инженерные чертежи и техническая документация, а также другая документация, составляющая коммерческую тайну (совместно именуемая "технология")

3. Руководства по процедурам, инструкции по технике безопасности, учебные пособия и документация, руководства для сотрудников и т.п. (совместно именуемые "документация")
4. Товарные знаки, фирменные наименования, знаки обслуживания, названия сервисов и доменные имена (совместно именуемые "товарные знаки")
5. Обученная и собранная рабочая сила, состоящая из руководства и квалифицированных сотрудников (совместно именуемых "рабочая сила")

Аналитик мог бы оценить каждую из этих категорий нематериальных активов независимо.

Чтобы упростить этот наглядный пример, давайте предположим, что аналитик оценил все эти нематериальные активы в совокупности.

Аналитик использовал затратный подход и метод RCNLD для оценки всех этих категорий нематериальных активов. Прежде чем рассматривать вопрос о каком-либо экономическом устаревании, аналитик пришел к выводу, что текущая стоимость нематериального актива составляет 20 миллионов долларов.

Затем аналитик рассмотрел счета текущих обязательств Alpha.

Аналитик пришел к выводу, что остатки на счетах по этим обязательствам представляют собой достоверное представление о текущей стоимости этих обязательств.

Далее аналитик рассмотрел долгосрочные обязательства Альфа-банка.

Аналитик пришел к выводу, что условия векселя, подлежащего оплате, соответствовали текущим рыночным условиям, поэтому корректировка оценки не потребовалась.

Аналитик отметил особенно низкую процентную ставку по ипотеке коммерческой недвижимости. Аналитик пришел к выводу, что владелец ипотеки позволит Alpha погасить коммерческую ипотеку единовременным платежом в размере 18 миллионов долларов.

В рамках процесса должной осмотрительности аналитик не выявил каких-либо других условных или иных обязательств, которые должны были быть включены в оценку.

Предварительные значения, полученные в результате вышеупомянутых анализов, обобщены в Таблице 2.

Таблица 2. Подход к оценке бизнеса Alpha Corporation, основанный на активах. Предварительное указание стоимости. По состоянию на 30 июня 2018 года (в 000 долларов США)

Активы		Обязательства и собственные средства	
Текущие активы	10,000	Текущие обязательства	10,000
Недвижимость и оборудование		Долгосрочный долг	
Недвижимость	50,000	Ноты, подлежащие оплате	20,000
Материальное движимое имущество	30,000	Подлежащая выплате ипотека	18,000
Всего	80,000	Всего долгосрочный долг	38,000
Нематериальные активы		Собственные средства	62,000

Идентифицированные нематериальные активы	20,000		
Всего активов	110,000	Всего обязательства и собственные средства	110,000

Прежде чем анализ подхода, основанного на активах, будет завершен, аналитик должен обратить внимание

(1) на нематериальную стоимость в виде гудвила, либо

(2) на наличие экономического устаревания.

Давайте предположим, что аналитик пришел к выводу, что справедливая норма доходности чистых активов Alpha (т.е. совокупных активов за вычетом текущих обязательств) составила 12,5 процента.

Давайте предположим, что аналитик рассчитал справедливую норму прибыли в размере 12,5% Альфа, как средневзвешенную стоимость капитала после уплаты налогов ("WACC").

Во-первых, давайте предположим, что аналитик пришел к выводу, что Alpha будет генерировать нормализованный уровень операционного денежного потока после уплаты налогов в размере 13,5 миллионов долларов.

Основываясь на вышеуказанных предположениях, аналитик может выполнить анализ СЕЕМ, представленный в Таблице 3.

Таблица 3. Нематериальная стоимость Alpha Corporation в виде гудвила, капитализируемая методом сверхприбыли. По состоянию на 30 июня 2018 года (в 000 долларов США)

	Стоимость чистых активов (из Таблицы 2)	
	(совокупные активы минус текущие обязательства)	100,000
умножить	Справедливая ставка доходности чистых активов (WACC)	12,5%
равно	Справедливая рентабельность чистых активов (требуемый уровень дохода)	12,500
	Нормализованный операционный денежный поток (фактический доход)	13,500
минус	Справедливая рентабельность чистых активов (требуемый уровень дохода)	12,500
равно	Избыточный доход	1,000
разделить	Ставка прямой капитализации	12,5%
равно	Нематериальная стоимость по природе гудвилла	8,000

Стоимость чистых активов в размере 100 миллионов долларов США в Таблице 3 представляет собой общую стоимость активов в размере 110 миллионов долларов США минус стоимость текущих обязательств в размере 10 миллионов долларов США, как показано в Таблице 2.

В приведенном выше анализе аналитик предполагает, что годовой темп изменения сверхнормативной прибыли Alpha составляет 0 процентов.

Следовательно, ставка прямой капитализации Alpha равна WACC Alpha (т.е. 12,5% WACC минус 0% долгосрочного роста = 12,5% Ставка прямой капитализации).

Основываясь на приведенном выше анализе СЕЕМ, аналитик завершит оценку бизнеса с использованием подхода, основанного на активах Alpha, как представлено в Таблице 4.

Таблица 4. Подход к оценке бизнеса Alpha Corporation, основанный на активах, Окончательный вывод о стоимости. По состоянию на 30 июня 2018 года (в 000 долларов США)

Активы		Обязательства и собственные средства	
Текущие активы	10,000	Текущие обязательства	10,000
Недвижимость и оборудование		Долгосрочный долг	
Недвижимость	50,000	Ноты, подлежащие оплате	20,000
Материальное движимое имущество	30,000	Подлежащая выплате ипотека	18,000
Всего	80,000	Всего долгосрочный долг	38,000
Нематериальные активы		Собственные средства	70,000
Идентифицированные нематериальные активы	20,000		
Нематериальная стоимость по природе гудвилла	8,000		
Всего активов	118,000	Всего обязательства и собственные средства	118,000

Во-вторых, давайте предположим, что аналитик вместо этого пришел к выводу, что Alpha будет генерировать нормализованный уровень операционного денежного потока после уплаты налогов в размере всего 10 миллионов долларов. Основываясь на этом пересмотренном допущении о нормализованном доходе, аналитик теперь может выполнить анализ СЕЕМ (или CILM), представленный в Таблице 5.

Таблица 5. Метод капитализации потерь дохода в связи с экономическим устареванием Alpha Corporation. По состоянию на 30 июня 2018 года (в 000 долларов США)

	Стоимость чистых активов (из Таблицы 2) (совокупные активы минус текущие обязательства)	100,000
умножить	Справедливая ставка доходности чистых активов (WACC)	12,5%
равно	Справедливая рентабельность чистых активов (требуемый уровень дохода)	12,500
	Нормализованный операционный денежный поток (фактический доход)	10,000
минус	Справедливая рентабельность чистых активов (требуемый уровень дохода)	12,500
равно	Избыточный доход	- 2,500
разделить	Ставка прямой капитализации	12,5%
равно	Нематериальная стоимость по природе гудвилла	- 20,000

В анализе, представленном в Таблице 5, аналитик снова предположил, что ставка прямой капитализации Alpha равна Альфа-WACC. Это предположение подразумевает изменение ожидаемой потери дохода на 0 процентов в будущем. Приведенный выше анализ CILM показывает, что процент экономического устаревания составляет 20 процентов, как рассчитано в Таблице 6.

Таблица 6. Процент экономического устаревания корпорации "Альфа". По состоянию на 30 июня 2018 года (в 000 долларах США)

	Модуль степени экономического устаревания (из Таблицы 5)	- 20,000
разделить	Материальные и нематериальные активы, оцениваемые с применением затратного подхода — метод RCNLD (из Таблицы 2)	100,000
равно	Процент экономического устаревания	20%

Соответственно, исходя из 20-процентного процента экономического устаревания, аналитик должен будет завершить анализ оценки RCNLD соответствующей категории активов, как представлено в Таблице 7.

Таблица 7. Применение экономического устаревания корпорации "Альфа" к значениям подхода к оценке стоимости материальных и нематериальных активов. По состоянию на 30 июня 2018 года (в 000 долларах США)

Категории активов	Стоимость затратного подхода (до экономического устаревания)	Минус: Процент экономического устаревания	Окончательная стоимость затратного подхода после учета экономического устаревания
Недвижимость, машины и оборудование			
Недвижимость	50,000	20%	40,000
Материальное движимое имущество	30,000	20%	24,000
Всего	80,000		64,000
Нематериальные активы			
Идентифицированные нематериальные активы	20,000	20%	16,000
Всего	20,000		16,000

В Таблице 8 представлено окончательное заключение аналитика о стоимости бизнеса, основанное на применении подхода, основанного на активах.

Таблица 8. Подход к оценке бизнеса Alpha Corporation, основанный на активах, Окончательный вывод о стоимости. По состоянию на 30 июня 2018 года (в 000 долларов США)

Активы	Обязательства и собственные средства
---------------	---

Текущие активы	10,000	Текущие обязательства	10,000
Недвижимость и оборудование		Долгосрочный долг	
Недвижимость	40,000	Ноты, подлежащие оплате	20,000
Материальное движимое имущество	24,000	Подлежащая выплате ипотека	18,000
Всего	64,000	Всего долгосрочный долг	38,000
Нематериальные активы		Собственные средства	42,000
Идентифицированные нематериальные активы	16,000		
Всего	16,000		
Всего активов	90,000	Всего обязательств и собственные средства	90,000

Это заключение о стоимости бизнеса включает предполагаемую оценочную переменную, связанную с признанием суммы потери дохода и вытекающего из этого экономического устаревания.

Эта корректировка значения обусловлена предполагаемой комбинацией

1. 10 миллионов долларов нормализованного операционного денежного потока Alpha и
2. стоимость чистых активов Alpha в размере 100 миллионов долларов США - основана на затратном подходе к оценке отдельных категорий активов.

В Таблице 8 отражен учет экономического устаревания в затратном подходе к оценке отдельных категорий активов Alpha. Конечно, заключение анализа CILM указывает на то, что нематериальная стоимость в виде гудвилл не имеет места (исходя из ожидаемого уровня операционного денежного потока в размере 10 миллионов долларов). Таким образом, историческая стоимость (или бухгалтерская чистая балансовая стоимость) собственного капитала Alpha составила 30 миллионов долларов. Аналитик использовал подход к оценке бизнеса, основанный на активах, и затратный подход к оценке имущества, чтобы оценить акционерный капитал Alpha, исходя из предпосылки о непрерывности деятельности.

В первом сценарии (в котором Alpha генерирует сверхприбыль и имеет положительную стоимость гудвила) стоимость 100 процентов собственного капитала на рыночной основе с контрольным пакетом акций составляет 70 миллионов долларов.

Во втором сценарии (в котором Alpha генерирует потерю дохода и испытывает экономическое устаревание) стоимость 100 процентов акционерного капитала на рыночной основе с контрольным пакетом акций составляет 42 миллиона долларов.

Иллюстративный пример ликвидационной оценки

В этом разделе представлено второе упрощенное применение подхода, основанного на активах, к оценке бизнеса.

Давайте предположим, что аналитик нанят для оценки 100 процентов обыкновенных акций компании, которая по сути идентична Alpha. Давайте назовем эту вторую компанию Beta Corporation ("Beta").

Опять же, аналитик оценит 100 процентов обыкновенных акций на основе рыночной, контрольной доли владения. И снова аналитик решает использовать подход к оценке бизнеса, основанный на активах.

Опять же, аналитик имеет доступ к оценкам, относящимся к конкретной категории активов, и с ним сотрудничает руководство компании. Таким образом, аналитик может применить метод AA подхода, основанного на активах.

Единственное различие между Beta и предыдущим примером заключается в том, что аналитик решает применить рыночный подход к оценке категорий активов Beta. Следовательно, такое применение подхода, основанного на активах, приведет к выводу о ликвидации - или стоимости в обмене — предпосылке стоимости для Beta. Опять же, как описано выше, использование рыночного подхода не подразумевает ни принудительной ликвидации, ни сценария недобровольной ликвидации. Это просто подразумевает сценарий транзакции — между желающим покупателем и желающим продавцом, — при котором каждая категория активов Beta продается индивидуально.

Но каждая категория активов будет продана покупателю, который будет управлять этими активами в рамках своего действующего предприятия. И каждая категория активов будет продана после обычного размещения на наиболее выгодном вторичном рынке — для достижения максимально возможной цены для этой категории активов.

Чтобы провести прямое сравнение между альтернативными приложениями, основанными на подходе, основанном на активах, давайте предположим, что баланс Beta по первоначальной стоимости, основанный на GAAP, точно такой же, как баланс Alpha по первоначальной стоимости. То есть начальный баланс Beta выглядит точно так же, как показано в Таблице 1.

Опять же, аналитик начал процесс оценки с рассмотрения счетов текущих активов Beta. Давайте снова предположим, что для оборотных активов Beta не требуется никаких процедур переоценки.

В этом применении подхода, основанного на активах, аналитик полагался на сторонних специалистов для оценки недвижимости и оборудования Beta. На этот раз, проконсультировавшись с аналитиком, оценщик недвижимости применил рыночный подход к оценке коммерческой недвижимости Beta. И, проконсультировавшись с аналитиком, оценщик оборудования применил рыночный подход к оценке материального движимого имущества Beta.

Оценщик недвижимости определил стоимость недвижимости в 60 миллионов долларов. Кроме того, оценщик оборудования пришел к выводу о стоимости оборудования в 35 миллионов долларов.

Аналитик определил те же категории нематериальных активов Beta, которые были описаны в анализе Alpha. При анализе рыночным подходом аналитик пришел к выводу, что некоторые категории нематериальных активов имеют незначительную стоимость.

Например, конкуренты, имеющие собственную документацию или рабочую силу, заплатили бы низкую цену за приобретение этих категорий нематериальных активов Beta. И, поскольку покупателям категории активов придется самим

генерировать свой будущий доход, эти покупатели могут заплатить небольшую цену или вообще не платить за какую-либо нематериальную стоимость в виде гудвила. Основываясь на анализе рыночного подхода к каждой категории нематериальных активов, аналитик пришел к выводу, что общая стоимость всех идентифицируемых нематериальных активов Beta составляет 10 миллионов долларов.

Аналитик рассмотрел версии счетов текущих обязательств Beta. Аналитик пришел к выводу, что отраженные остатки на счетах достоверно отражают текущую стоимость этих обязательств.

Аналитик рассмотрел вексель Beta, подлежащий оплате, и ипотеку Beta, подлежащую оплате. Аналитик решил не корректировать отраженный остаток по векселю, подлежащему оплате, но решил переоценить сумму, подлежащую выплате по ипотеке (исходя из разницы между фактической процентной ставкой и текущей рыночной процентной ставкой), до 18 миллионов долларов.

Наконец, аналитик должен был рассмотреть любые обязательства, которые будут созданы как часть цены продажи актива. Аналитик выделил два таких типа обязательств.

Во-первых, аналитик должен был признать начисленные расходы, связанные с затратами холдингового периода и комиссиями за продажу недвижимости.

Во-вторых, аналитик должен был признать обязательство по подоходному налогу, связанное с продажей недвижимости.

Что касается начисленных расходов, аналитик учел следующее:

1. Расходы на предпродажное техническое обслуживание
2. Проценты, страхование и налог на имущество в период до продажи
3. Брокерские и другие комиссионные за продажу.

И аналитику пришлось рассмотреть возможность продажи

- (1) недвижимости,
- (2) оборудования и
- (3) идентифицируемых нематериальных активы Beta.

Аналитик пришел к выводу, что в общей сложности такие начисленные расходы составят примерно 10 процентов от продажной цены для каждой категории бета-активов. Аналитик количественно оценил это начисленное расходное обязательство, как представлено в Таблице 9.

Таблица 9. Анализ обязательств по начисленным расходам Beta Corporation. По состоянию на 30 июня 2018 года (в 000 долларов США)

	Ожидаемая цена продажи недвижимости	60,000
	Ожидаемая цена продажи оборудования	35,000
	Ожидаемая цена продажи нематериальных активов	10,000
	Общая ожидаемая цена продажи активов	105,000
умножить	Расходы за холдинговый период и расходы по продаже	10%
равно	Начисленные обязательства по расходам, связанным с продажей активов	10,500

Наконец, аналитик должен был количественно оценить налоговые обязательства по приросту капитала, связанные с продажей каждой категории бета-активов. Давайте предположим, что анализ основан на данных налоговой базы по категориям активов, представленных в Таблице 10.

Рисунок 10. Налоговая база активов корпорации Beta по подоходному налогу. По состоянию на 30 июня 2018 года (в 000 долларах США)

Категория активов	Первоначальные затраты	База подоходного налога	Заявленное накопленное обесценение
Недвижимость	40,000	30,000	10,000
Материальное движимое имущество	60,000	30,000	30,000
Нематериальные активы	20,000	10,000	10,000

В Таблице 10 представлена сумма накопленного обесценения, которое может привести к признанию обычного дохода (связанного с суммой вычета расходов на амортизацию), в зависимости от текущих значений, присвоенных каждой категории активов Beta.

Предполагая упрощенную ставку налога на прирост капитала в размере 20 процентов и обычную ставку налога на прибыль в размере 35 процентов (связанную с суммой возмещения расходов на амортизацию), давайте предположим, что аналитик количественно определил обязательство по налогу на прибыль, созданное на основе оценки активов, представленной в Таблице 11.

Таблица 11. Обязательства Beta Corporation по подоходному налогу по состоянию на 30 июня 2018 года (в 000 долларов США)

Категории активов	(A) Цена продажи	(B) База подоходного налога	(C=A-B) Общая прибыль от продажи активов	(D) Возврат вычета амортизационных отчислений (из примера 10)	(E) Ставка подоходного налога	(F=D×E) Обычное обязательство по подоходному налогу	(G=C-F) Оставшийся прирост капитала	(H) Ставка налога на прирост капитала	(I=H×G) Обязательство по налогу на прирост капитала	(J=F+I) Общее налоговое обязательство
Недвижимость	60,000	30,000	30,000	10,000	35%	3,500	20,000	20%	4,000	7,500
Материальное движимое имущество	35,000	30,000	5,000	5,000	35%	1,750	0	20%	0	1,750
Нематериальные активы	10,000	10,000	0	0	35%	0	0	20%	0	0
Всего										9,250
Округлённо										9,300

Соответственно, аналитик включил обязательство по начисленным расходам в размере 10,5 млн. долларов США и обязательство по налогу на прибыль в размере 9,3 млн. долларов США (округлено) в анализ оценки, основанный на подходе, основанном на активах. В рамках процесса due diligence аналитик не выявил каких-либо условных или других обязательств.

Основываясь на всех процедурах оценки активов и пассивов, кратко описанных выше, аналитик разработал основанный на активах подход к оценке бизнеса, представленный в Таблице 12.

Таблица 12. Подход, основанный на активах, к оценке бизнеса Beta Corporation. Окончательный вывод о стоимости. По состоянию на 30 июня 2018 года (в 000 долларах США)

Активы		Обязательства и собственные средства	
Текущие активы	10,000	Текущие обязательства	10,000
Недвижимость и оборудование		Долгосрочный долг	
Недвижимость	60,000	Ноты, подлежащие оплате	20,000
Материальное движимое имущество	35,000	Подлежащая выплате ипотека	18,000
Всего	95,000	Всего долгосрочный долг	38,000
		Обязательства, связанные со сделкой	
Нематериальные активы		Начисленные расходы	10,500
Идентифицированные нематериальные активы	10,000	Подлежащий уплате подоходный налог	9,300
Всего	10,000	Всего	19,800
		Всего Собственные средства	47,200
Всего активов	115,000	Всего обязательства и собственные средства	90,000

Таким образом, историческая стоимость (или бухгалтерская чистая балансовая стоимость) совокупного капитала владельцев Beta составила 30 миллионов долларов. Аналитик использовал подход к оценке бизнеса, основанный на активах, и подход к рыночной оценке имущества, чтобы оценить капитал Beta на основе ликвидационной предпосылки стоимости.

После приведения всех счетов активов и пассивов Beta к текущей стоимости (и после учета начисленных расходов и налоговых обязательств, связанных с продажей активов Бета), стоимость 100 процентов собственного капитала, исходя из рыночной контрольной доли владения, составляет 47,2 миллиона долларов.

Резюме и заключение

Подход, основанный на активах, является общепринятым подходом к оценке бизнеса.

Он может быть использован для оценки тесно связанного бизнеса, долей владения бизнесом и ценных бумаг для целей сделок, налогообложения, бухгалтерского учета, стратегического планирования и судебных разбирательств.

Тем не менее, многие аналитики (а также юридические консультанты и другие стороны, которые полагаются на оценку бизнеса) не особенно знакомы с применением подхода, основанного на активах, к оценке бизнеса.

Хотя он чаще используется для оценки компаний, владеющих активами, подход, основанный на активах, может быть применен и к оценке операционных компаний. Существует несколько общепринятых методов оценки, основанных на подходе к активам. Наиболее распространенными методами являются метод накопления активов и метод скорректированной стоимости чистых активов.

Однако все методы подхода, основанного на активах, позволяют получить рыночный уровень стоимости контролирующей доли владения. Если объектом оценки является нерыночная, неконтролирующая доля, подход, основанный на активах, может оказаться не самым применимым подходом к оценке бизнеса.

Если аналитик решает применить подход, основанный на активах, для определения нерыночного, неконтролируемого уровня стоимости, он должен применить соответствующие корректировки DLOM и DLOC. Кроме того, аналитик должен понимать, что уровень таких корректировок может отличаться при анализе подхода, основанного на активах, от подхода, основанного на доходах, или рыночного подхода.

Когда аналитики разрабатывают подход к оценке бизнеса, основанный на активах, возникает ряд общих вопросов, которые включают в себя следующее:

1. Указывает ли заключение о стоимости на стоимость продолжения деятельности или стоимость ликвидации?
2. Когда и как аналитик должен включать измерения гудвила в оценку?
3. Каким образом обязательства по налогу на прибыль должны быть включены в анализ?
4. Как при анализе следует учитывать сценарий, при котором субъект хозяйствования (или доля в нём) не может продать категории активов субъекта хозяйствования — из-за нормативных, юридических, договорных или других ограничений?
5. Какими методами или процедурами оценки наиболее применимы к оценке бизнеса, основанной на активах?

В ходе этого обсуждения были рассмотрены вышеупомянутые общие вопросы, касающиеся применения подхода, основанного на активах. Как обсуждалось выше, ответ на многие распространенные вопросы аналитиков зависит от того, какие подходы, методы и процедуры оценки имущества используются для оценки активов субъекта хозяйствования, поэтому аналитики, которые не знакомы с механикой подходов и методов оценки имущества, могут оказаться недостаточно квалифицированными для разработки подхода оценки бизнеса, основанного на активах.

Одна простая лакмусовая бумажка такова: аналитик должен быть в состоянии объяснить (и защитить) все различия между подходом к оценке бизнеса, основанным на активах, и затратным подходом к оценке имущества.

Практически каждое коммерческое предприятие является либо предприятием с интенсивным использованием материальных активов, либо предприятием с интенсивным использованием нематериальных активов. Таким образом, подход, основанный на активах, применим для оценки стоимости практически любого коммерческого предприятия.

Подход, основанный на активах, может использоваться в качестве основного подхода к оценке бизнеса, в качестве одного из двух или трех подходов к оценке бизнеса или в качестве подтверждающего анализа - для проверки обоснованности результатов доходного подхода или рыночного подходов.

Но во всех этих сценариях аналитик должен быть достаточно хорошо знаком с процедурами практического применения подхода, основанного на активах, чтобы разработать (а также понять и защитить) обоснованный вывод о стоимости бизнеса.