



Плекхановская школа бизнеса «Integral»
программа «Master of business administration»

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Преподаватель: Ильин Максим Олегович

Москва, 2015

Информация о преподавателе

Ильин Максим Олегович

Исполнительный директор Некоммерческого партнерства «Саморегулируемая организация оценщиков «Экспертный совет».

Член Национального совета по оценочной деятельности.

Стаж оценочной деятельности – с 2003 года.

Практический опыт в оценочной деятельности – оценка крупных вертикально интегрированных компаний, инвестиционных проектов, интеллектуальной собственности и нематериальных активов, имущественных комплексов.

Опыт экспертизы отчетов об оценке – с 2006 года лично проведена экспертиза более 550 отчетов об оценке.

Стаж преподавательской деятельности по дисциплинам оценочного пула – с 2006 года.

С 2009 года ведет занятия по программам MBA в РЭУ им. Г.В. Плеханова, Плехановской школе бизнеса «Integral», Всероссийской академии внешней торговли; ведет специализированные курсы по оценке и экспертизе отчетов об оценке.

Кандидат экономических наук.

Контакты: imnet@mail.ru, +7 (916) 287-66-34.

Оглавление

Тема	№ слайда
Введение в учебный курс	4
Оценка активов в составе бизнеса:	57
- затратный подход	57
- сравнительный подход	76
- доходный подход	92
- согласование результатов расчетов	110
Оценка бизнеса:	44
- идентификация бизнеса для целей оценки	45
- затратный подход	44, 118
- сравнительный подход	121
- доходный подход	137
- скидки и премии при оценке пакетов акций	158
Оценка специфических активов:	168
- нематериальные активы	169
- вклад в инвестиционный проект	179
- оценка для целей МСФО	192
Основы экспертизы отчетов об оценке	198



«ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА»

Тема 1. Введение в учебный курс

Зачем вам эта учебная дисциплина?



**инструмент
самостоятельного
определения
стоимостных параметров**



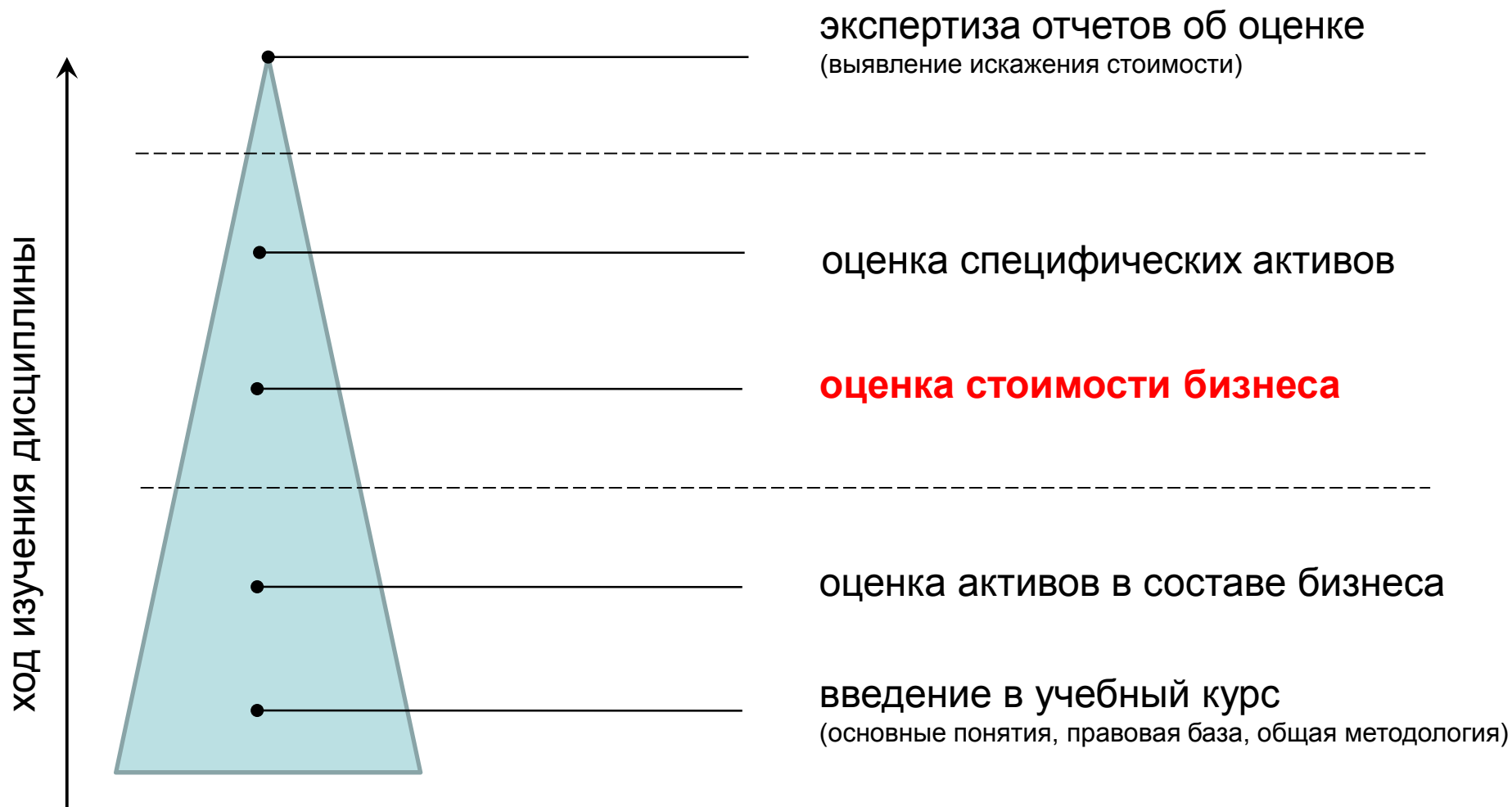
**инструмент обоснованного
выбора управленческих
альтернатив**



**инструмент защиты
от недобросовестной
или некачественной оценки
(стоимостного консалтинга)**

Введение в учебный курс:

структура курса



В учебном курсе использованы материалы
Некоммерческого партнерства «Саморегулируемая организация
оценщиков «Экспертный совет»

Введение в учебный курс:

междисциплинарные связи

Группа дисциплин	Что используется
Экономика	закономерности, зависимости и соотношения (соотношение спроса и предложения, законы конкуренции и пр.)
Математика и мат. статистика	расчетные модели
Право	характеристика и анализ оцениваемых прав, оборотоспособности объектов оценки (формирования объекта, который по законодательству может быть объектом оценки), законодательная разрешенность различных вариантов их использования
Строительно- технические	большую по стоимости часть активов отечественных предприятий представляют объекты недвижимости в виде зданий, строений и сооружений – для оценки данных активов необходимо определение технического состояния указанных объектов
Бухгалтерский учет и делопроизводство	структура потока документов и отчетности предприятия, навыки составления запросов информации, извлечения необходимой информации из разрозненных документов

Группы учебных дисциплин, использующих инструментарий оценки стоимости:

- управление стоимостью компании;
- менеджмент;
- маркетинг.

Введение в учебный курс:

рекомендуемая литература

Оценка бизнеса:

1. **Дамодаран. А. Инвестиционная оценка** – М.: Альпина бизнес букс, 2007.
2. Чиркова Е. Как оценить бизнес по аналогии. – М.: Альпина Бизнес Букс, Альпина Паблишер, 2009.
3. Фишмен Дж., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К. Руководство по оценке стоимости бизнеса. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Квинто-Консалтинг», 2000.

Оценка отдельных видов активов:

1. Фридман Дж., Ордуэй Н. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости – М.: Дело, 1997.
2. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования. Учебное и практическое пособие (под общей редакцией Рутгайзера В.М.) – М.: Дело, 2000.
3. Козырев А.Н., Макаров В.Л. Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности – РИЦ ГШ ВС РФ, 2003.

Управление стоимостью компании

1. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – 3-е изд., перераб. и доп. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005.
2. Ю.В. Козырь. Стоимость компании: оценка и управленческие решения – Альфа-Пресс, 2009.
3. Урубков А. Курс MBA по оптимизации управленческих решений – Альпина Бизнес Букс, Альпина Паблишер, 2006.

Экспертиза отчетов об оценке

1. Каминский А.В., Ильин М.О., Лебединский В.И. и др. Экспертиза отчетов об оценке: Учебник – М.: Книжная Линия, 2014.

Введение в учебный курс:

структура раздаточного материала

**печатный
вид**

слайды теоретической части (> 220 ед.)
основные фрагменты отчетов об оценке (3 ед.)

**электронный
вид**

слайды теоретической части (> 220 ед.)
отчеты об оценке и их фрагменты (7 ед.)
статьи и курс лекций (7 ед.)
нормативные и правовые акты (12 ед.)
прочее

**в сети
Интернет**

maxosite.ru
(раздел «Оценочная деятельность»)

Введение в учебный курс:

структура практических заданий и контрольных мероприятий

1. Анализ фрагментов реальных отчетов об оценке
(в том числе – поиск ошибок)



2. Кейсы практических заданий
2.1. «Оценка стоимости активов»
2.2. «Оценка стоимости вклада в инвестиционный проект»
2.3. «Оценка и управление стоимостью бизнеса»



3. Письменный экзамен

Введение в учебный курс:

используемая терминология

Предприятие – имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. ... В состав предприятия ... входят все виды имущества, предназначенные для его деятельности, включая земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье, продукцию, права требования, долги, а также права на обозначения, индивидуализирующие предприятие, его продукцию, работы и услуги ..., и другие исключительные права ... (ст. 132 ГК РФ).

Бизнес – предпринимательская деятельность, осуществляемая за счет собственных или заемных средств на свой риск и под свою ответственность, ставящая главными целями получение прибыли и развитие собственного дела (www.glossary.ru).

Компания – образуемое на базе паевого капитала объединение предпринимателей, являющееся юридическим лицом (www.glossary.ru).

*В настоящем учебном курсе **термины «бизнес», «предприятие» и «компания» используются как синонимы.***

Оценка:

- мнение, суждение о ценности или значении кого/чего-нибудь (толковый словарь Ожегова С.И.);
- профессиональная деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости (ст. 3 ФЗ №135).

Оценочная деятельность:

основные ситуации, в которых необходима оценка имущества

Общие ситуации:

- совершение сделки купли-продажи;
- получение кредита под залог имущества;
- принятие решения о параметрах инвестиционного проекта;
- определение компенсации при изъятии имущества для государственных нужд;
- определение величины налогооблагаемой базы (например, «оспаривание» кадастровой стоимости);
- участие в судебных процессах.

Применительно к бизнесу дополнительными ситуациями являются:

- проведение акционирования предприятия (IPO, дополнительная эмиссия акций);
- выкуп акций у миноритарных акционеров;
- согласование крупных сделок и сделок с заинтересованностью;
- **оценка эффективности управления.**

Критерии оценки эффективности:

наиболее часто используемые критерии

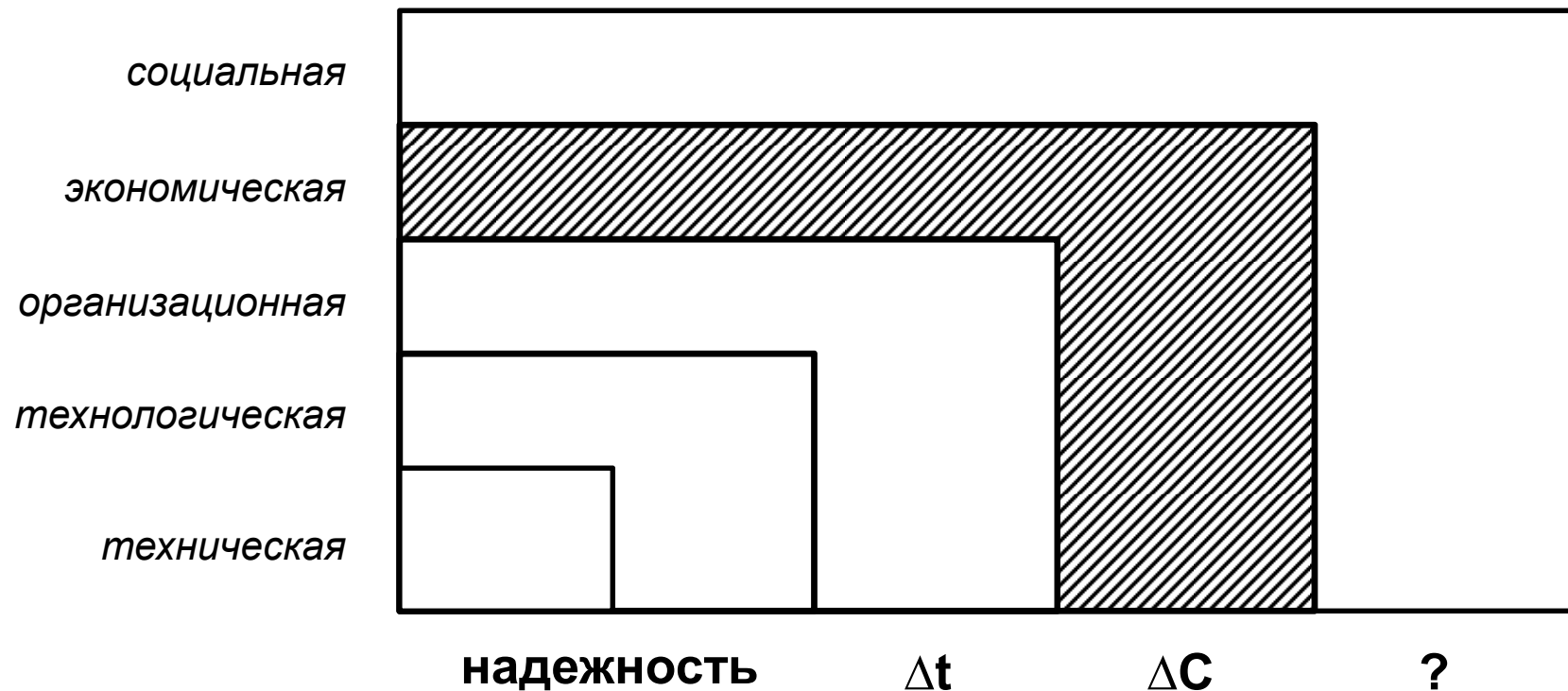
- 1) выручка от продажи;
- 2) динамика выручки от продажи;
- 3) чистая прибыль;
- 4) динамика чистой прибыли;
- 5) рентабельность активов по чистой прибыли;
- 6) динамика рентабельности активов по чистой прибыли;
- 7) рентабельность собственного капитала по чистой прибыли;
- 8) динамика рентабельности собственного капитала по чистой прибыли;
- 9) **стоимость предприятия.**

Управленческие решения должны оцениваться по их влиянию на рыночную стоимость компании

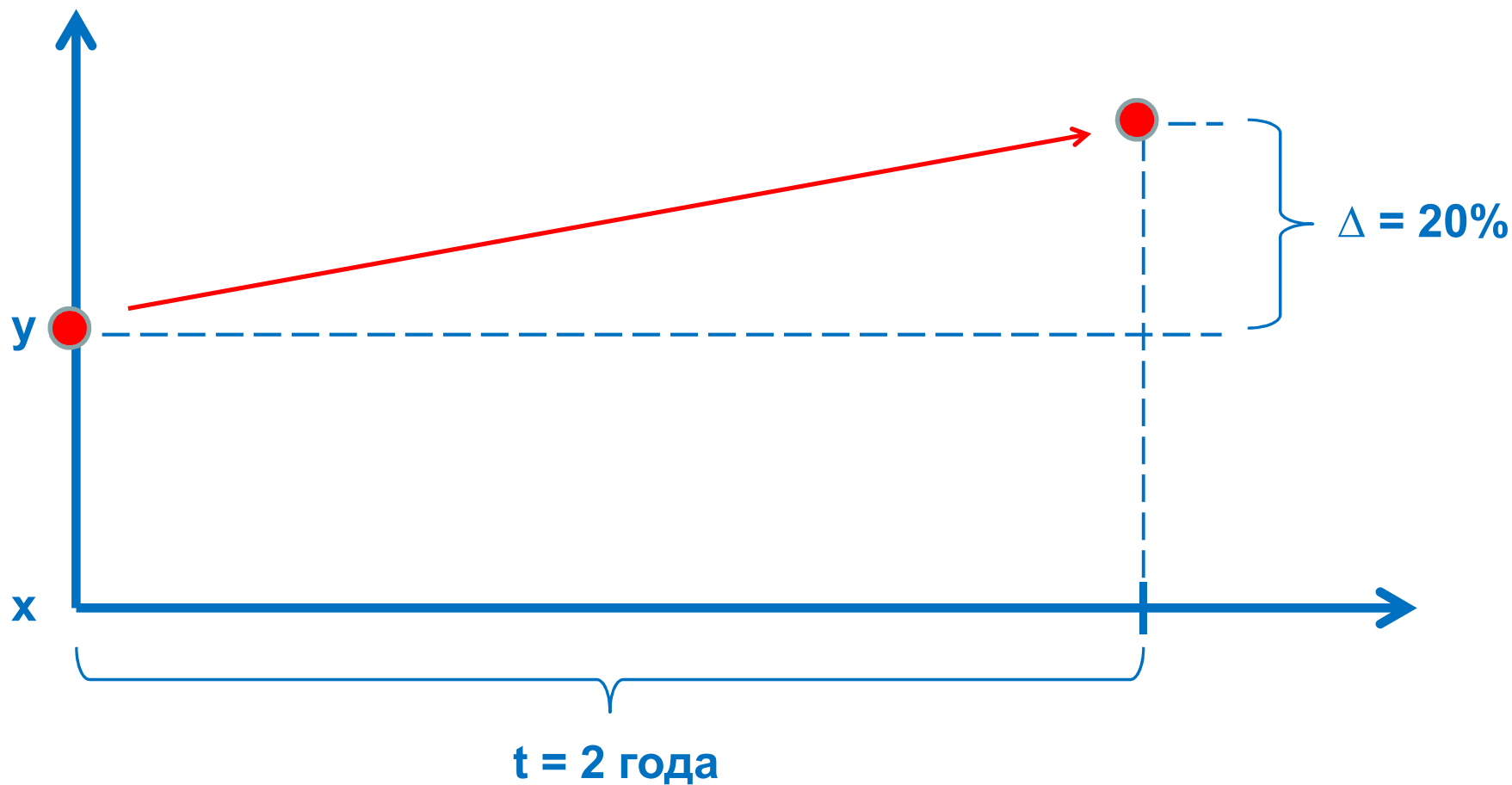
Оценка эффективности на разных уровнях иерархии

Эффективность измеряется только в деньгах?

подсистема компании



Эффективность управленческих решений



$$Eff = \Delta C = C_2 - C_1. \quad \Delta C \Leftrightarrow \Delta C_{\text{СРЕДНЕРЫНОЧНАЯ}}.$$

Оценочная деятельность:

случаи обязательной оценки

Статьей 8 ФЗ №135 установлено, что **оценка является обязательной** в случае вовлечения в сделку объектов оценки, принадлежащих полностью или частично РФ, субъектам РФ либо муниципальным образованиям (*далее на этом слайде – Государству*), в том числе при:

- **определении стоимости объектов оценки, принадлежащих Государству, в целях их приватизации, передачи в доверительное управление либо передачи в аренду;**
- **использовании объектов оценки, принадлежащих Государству, в качестве предмета залога;**
- **продаже или ином отчуждении объектов оценки, принадлежащих Государству;**
- **переуступке долговых обязательств, связанных с объектами оценки, принадлежащими Государству;**
- **передаче объектов оценки, принадлежащих Государству, в качестве вклада в уставные капиталы, фонды юридических лиц, а также при возникновении спора о стоимости объекта оценки, в том числе:**
 - **национализации имущества;**
 - **ипотечном кредитовании физических лиц и юридических лиц в случаях возникновения споров о величине стоимости предмета ипотеки;**
 - **составлении брачных контрактов и разделе имущества разводящихся супругов по требованию одной из сторон или обеих сторон в случае возникновения спора о стоимости этого имущества;**
 - **выкупе** или ином предусмотренном законодательством РФ **изъятии** имущества у собственников для государственных или муниципальных нужд;
 - **проведении оценки объектов оценки в целях контроля за правильностью уплаты налогов** в случае возникновения спора об исчислении налогооблагаемой базы.

Оценочная деятельность:

некоторые этапы развития оценочной деятельности в России

Период	Характеристика
XVIII век	создание мануфактур с участием иностранного капитала
1864 год	выход «Положения о земских учреждениях», предусматривающего частичный переход на налогообложение имущества граждан
1870-1910 годы	инвестиционные проекты по строительству ж/д путей
1950-1985 годы	участие в иностранных инвестиционных проектах
1991-1995 годы	оценка для целей взаимозачетов
1992 год	начало оценки для целей приватизации имущества
1998 год	переоценка основных средств предприятий
2004-2007 годы	массовая оценка эффективности инвестиционных проектов
2007 год	запуск механизма «саморегулирования»
2008-2010 годы	оценка активов, изымаемых в целях подготовки к проведению олимпийских игр в г. Сочи
2012 год	начало оценки в целях «оспаривания» кадастровой стоимости

По ссылке <http://maxosite.ru/page14/page14.html> доступны лекции и нормативные документы по оценке конца XIX – начала XX века.

Оценочная деятельность:

стереотипы об оценочной деятельности, сформировавшиеся в обществе

I. Все оценщики – мошенники

Определение стоимости практически всегда осуществляется в условиях конфликта интересов: продавец заинтересован в завышении стоимости, а покупатель – в ее занижении. В условиях внешнего давления Оценщик умышленно искажает стоимость.

II. Собственник знает, сколько стоят его активы

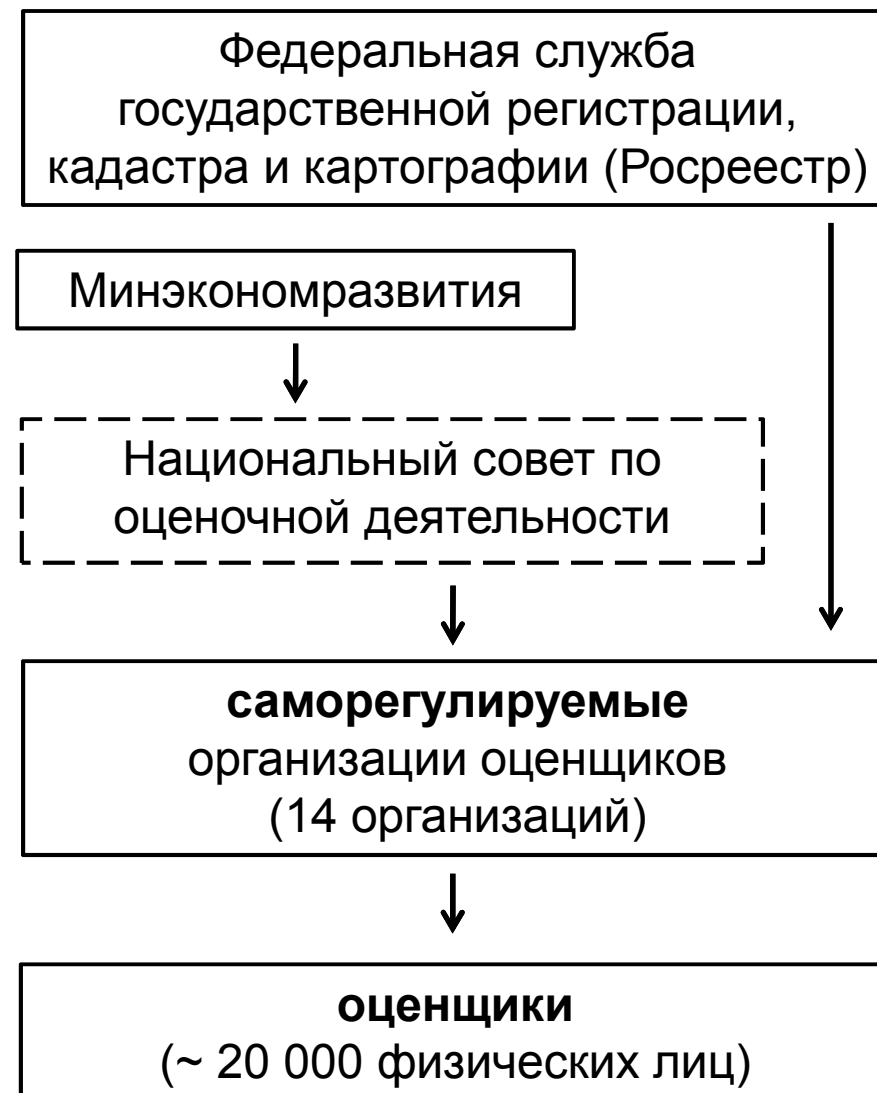
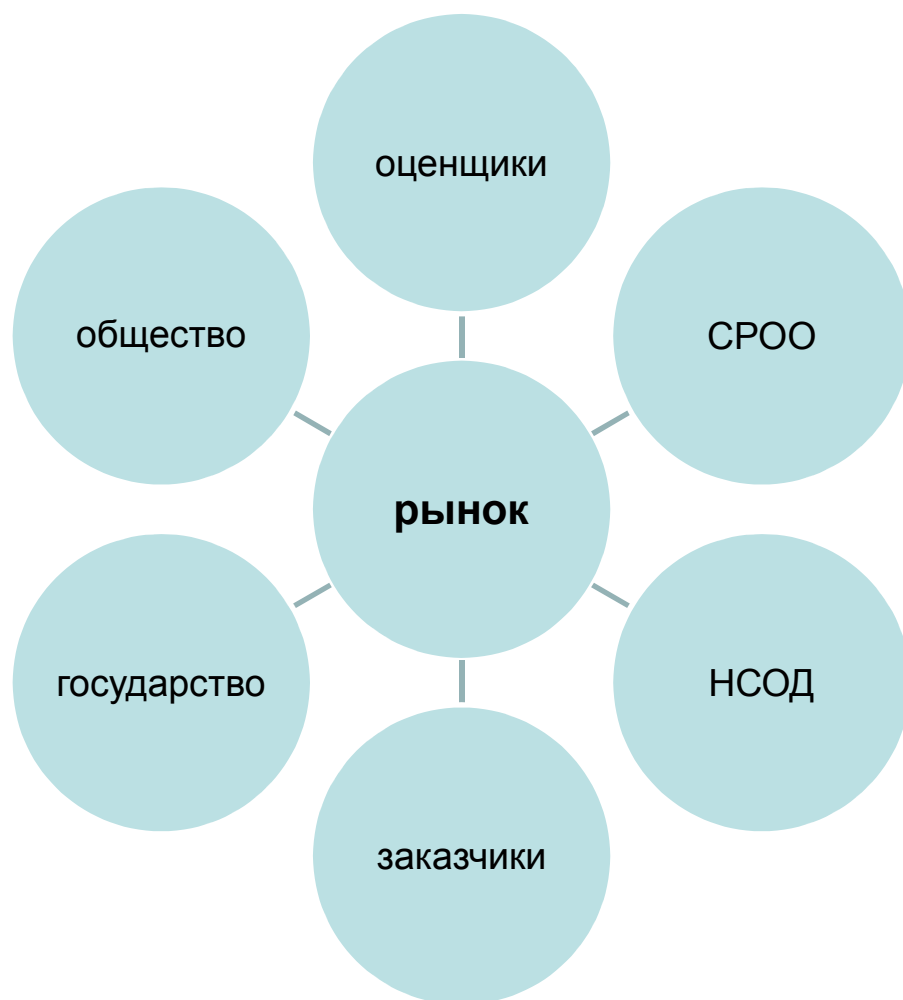
Если я (собственник) лично покупал или создавал актив, то уж точно знаю, сколько он стоит – оценщик не нужен.

III. Оценивать стоимость – легко

Есть множество учебников по оценке, любой человек с экономическим образованием легко разберется в небольшом количестве формул и сможет самостоятельно рассчитать стоимость.

Законодательная база:

субъекты рынка оценочных услуг



Законодательная база:

что нужно для осуществления оценочной деятельности

**документ
об оценочном образовании**



большинство оценщиков
прошли профессиональную
переподготовку
(~ 6 мес.)

страховка



минимальная сумма
страхового возмещения
– 300 тыс.руб.,
максимальная –
10 млрд.руб. и более

вступить в СРОО
(саморегулируемая
организация оценщиков)



вступительный платеж –
от 30 тыс.руб.,
ежегодные членские
взносы ~ 10 тыс.руб. 20

Законодательная база:

ответственность Оценщика

1.
Страховка
(min = 300.000 руб.)

2.
**Личная
имущественная
ответственность**

3.
**Компенсационный
фонд СРОО**

4.
Ответственность оценочной организации
(min = 5.000.000 руб.)

Законодательство об оценочной деятельности предусматривает ответственность Оценщика за недобросовестное/некачественное составление **отчета об оценке**.

На прочие документы («экспресс-оценка», «заключение о стоимости») не распространяется действие ФЗ №135 – оценщик несет только общую ответственность в рамках Гражданского Кодекса.

Законодательная база:

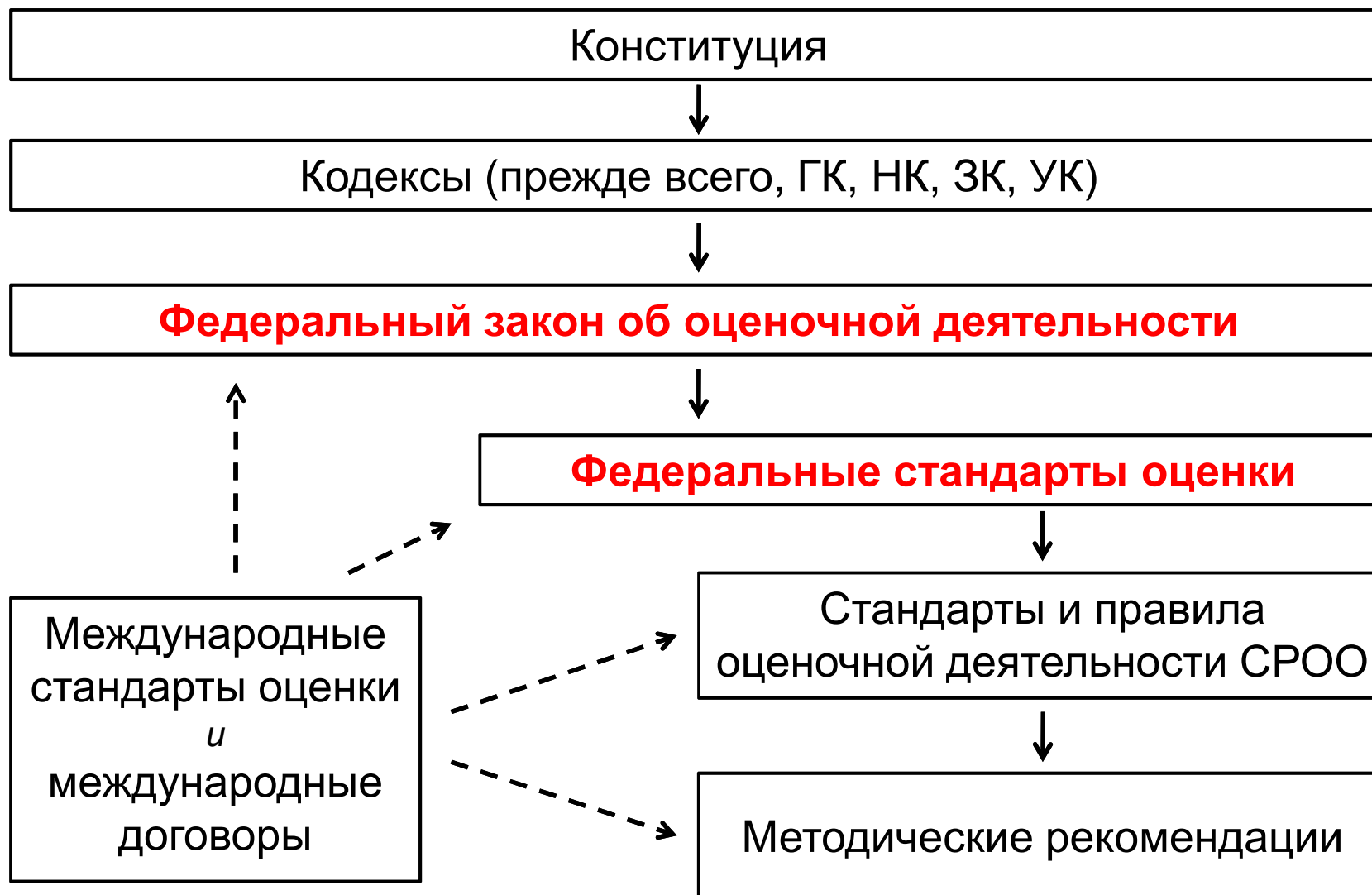
информация о некоторых саморегулируемых организациях оценщиков (СРОО)

Наименование	Комментарий
НП «СРОО «Экспертный совет»	Специализируется на экспертизе отчетов об оценке и образовательных мероприятиях по оценке и экспертизе отчетов об оценке. Демонстрирует лучшую динамику по численности.
СРО «Российское общество оценщиков»	Крупнейшая СРОО. Создана на базе старейшего в России профессионального объединения оценщиков – Общероссийской общественной организации «Российское общество оценщиков».
НП СРО «Сообщество профессионалов оценки»	Созданы по территориальному признаку – Санкт-Петербург, Ростов-на-Дону и Кемерово соответственно.
СРО «Межрегиональный союз оценщиков»	
НП СОО «Сибирь»	



Законодательная база:

иерархия нормативных и правовых актов



В период с 1991 по 1998 годы оценка производилась в условиях отсутствия специальной нормативно-правовой базы.

Законодательная база:

реквизиты основных нормативных и правовых актов

1. Федеральный закон «**Об оценочной деятельности в Российской Федерации**» от 29.07.1998 г. № 135-ФЗ.
2. Федеральный стандарт оценки «**Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО № 1)**», утвержден Приказом МЭР России от 20.07.2007 г. № 256.
3. Федеральный стандарт оценки «**Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)**», утвержден Приказом МЭР России от 20.07.2007 г. № 255.
4. Федеральный стандарт оценки «**Требования к отчету об оценке (ФСО №3)**», утвержден Приказом МЭР России от 20.07.2007 г. № 254.
5. Федеральный стандарт оценки «**Определение кадастровой стоимости объектов недвижимости (ФСО №4)**», утвержден Приказом МЭР от 22.10.2010 г. № 508.
6. Федеральный стандарт оценки «**Виды экспертизы, порядок ее проведения, требования к экспертному заключению и порядку его утверждения (ФСО №5)**», утвержден Приказом МЭР от 04.07.2011 г. №238.
7. Федеральный стандарт оценки «**Оценка недвижимости (ФСО № 7)**», утвержден Приказом МЭР от 25.09.2014 г. № 611.

Еще ряд федеральных стандартов оценки находятся в процессе разработки.

Законодательная база:

основные принципы проведения оценки стоимости

1. Принцип достоверности – информация считается достоверной, если данная информация соответствует действительности и позволяет пользователю отчета об оценке делать правильные выводы о характеристиках, исследовавшихся оценщиком при проведении оценки и определении итоговой величины стоимости объекта оценки, и принимать базирующиеся на этих выводах обоснованные решения (п. 19 ФСО №1).

2. Принцип достаточности:

- информация считается достаточной, если использование дополнительной информации не ведет к существенному изменению характеристик, использованных при проведении оценки объекта оценки, а также не ведет к существенному изменению итоговой величины стоимости объекта оценки (п. 19 ФСО №1);
- отчет об оценке не должен содержать информацию, не используемую при проведении оценки при определении промежуточных и итоговых результатов, если она не является обязательной [согласно требованиям стандартов оценки] (п. 4 ФСО №3).

Законодательная база:

основные принципы проведения оценки стоимости (продолжение)

3. **Принцип обоснованности** – информация, приведенная в отчете об оценке, использованная или полученная в результате расчетов при проведении оценки, существенная с точки зрения стоимости объекта оценки, должна быть подтверждена (п. 4 ФСО №3).
4. **Принцип существенности** – в отчете должна быть изложена вся информация, существенная с точки зрения стоимости объекта оценки (п. 4 ФСО №3).
5. **Принцип однозначности** – содержание отчета об оценке не должно вводить в заблуждение пользователей отчета об оценке, а также допускать неоднозначного толкования (п. 4 ФСО №3).
6. **Принцип проверяемости** – состав и последовательность представленных в отчете об оценке материалов и описание процесса оценки должны позволить полностью воспроизвести расчет стоимости и привести его к аналогичным результатам (п. 4 ФСО №3).
7. Оценщик при проведении оценки не может использовать информацию о событиях, произошедших после даты оценки (п. 19 ФСО №1).

Основные понятия и определения

Имущество (активы) – ресурсы, находящиеся в чьем-либо владении или под чьим-либо управлением, от которых в будущем с достаточным основанием можно ожидать некоторую экономическую прибыль.

Емкость рынка – возможный (при данном уровне цен) объем реализации товаров (услуг), определяемый как размерами платежеспособного спроса, так и величиной их предложения.

Полезность – свойство удовлетворять потребности людей (виды – текущая, потенциальная, для конкретного пользователя).

Выгода – конкретное выражение полезности объекта, формами которой может быть удовлетворение какой-либо потребности, в том числе, получение дохода, экономия расходов.

Срок экспозиции – период времени с даты представления объекта оценки на открытый рынок (публичная оферта) объекта до даты совершения сделки с ним.

Ликвидность – способность актива оборачиваться в денежные средства.

Дата оценки - дата, по состоянию на которую определяется стоимость объекта оценки.

Цена – денежная сумма, предлагаемая, запрашиваемая или уплаченная за объект оценки участниками совершенной или планируемой сделки.

Стоимость – расчетная величина цены объекта оценки, определенная на дату оценки в соответствии с выбранным видом стоимости.

Основные понятия и определения

Рыночная стоимость – наиболее вероятная **цена**, по которой данный объект оценки может быть отчужден на **открытом рынке** в условиях **конкуренции**, когда стороны сделки действуют **разумно**, располагая **всей необходимой информацией**, а на величине цены сделки **не отражаются какие-либо чрезвычайные** обстоятельства, то есть когда:

- одна из сторон сделки **не обязана отчуждать** объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и **действуют в своих интересах**;
- объект оценки представлен на открытом рынке посредством **публичной оферты**, типичной для аналогичных объектов оценки;
- цена сделки представляет собой **разумное вознаграждение** за объект оценки и **принуждения** к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
- платеж за объект оценки выражен в **денежной форме**.

Основные понятия и определения

Инвестиционная стоимость – стоимость для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования объекта оценки (учет возможности отчуждения по инвестиционной стоимости на открытом рынке не обязателен).

Ликвидационная стоимость – расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества. При определении ликвидационной стоимости, в отличие от определения рыночной стоимости, учитывается влияние чрезвычайных обстоятельств, вынуждающих продавца продавать объект оценки на условиях, не соответствующих рыночным.

Кадастровая стоимость – определяется методами массовой оценки рыночная стоимость, установленная и утвержденная в соответствии с законодательством, регулирующим проведение кадастровой оценки (кадастровая стоимость определяется оценщиком, в частности, для целей налогообложения).

Основные понятия и определения

Утилизационная стоимость – стоимость объекта оценки, равная рыночной стоимости материалов, которые он в себя включает, с учетом затрат на утилизацию объекта оценки (близким аналогом данного вида стоимости является понятие «скраповой стоимости»).

Стоимость замещения – сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки, в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, с учетом износа объекта оценки.

Стоимость воспроизводства – сумма затрат в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, на создание объекта, идентичного объекту оценки, с применением идентичных материалов и технологий, с учетом износа объекта оценки.

Стоимость при существующем использовании – стоимость объекта оценки, определяемая исходя из существующих условий и цели его использования.

Данные виды стоимости были установлены «Стандартами оценки, обязательными к применению субъектами оценочной деятельности», утвержденными постановлением Правительства Российской Федерации от 06.07.2002 г. №519; в настоящее время не соответствуют положениям Федеральных стандартов оценки ФСО №1-3.

Законодательная база:

классификация объектов оценки (ст. 5 №135-ФЗ)



$$Д = 1 - Н - НМА.$$

$$ИК = \{Д, Н, НМА\}.$$

$$Бизнес = \{Д, Н, НМА + ПД\}.$$

* – права требования, обязательства (долги), работы, услуги, информация

Законодательная база:

классификация объектов оценки

«**К недвижимым вещам** (недвижимое имущество, недвижимость) относятся земельные участки, участки недр и все, что прочно связано с землей, то есть объекты, перемещение которых без несоразмерного ущерба их назначению невозможно [стационарность], в том числе здания, сооружения, объекты незавершенного строительства...» (ст. 130 ГК РФ).

В состав **имущественного комплекса** входят все виды имущества, ... , включая земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье, продукцию, права требования, долги, а также права на обозначения, индивидуализирующие предприятие, его продукцию, работы, услуги и др. (ст. 132 ГК РФ).

Предприятие — имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. Предприятие в целом как имущественный комплекс признается недвижимостью (ст. 132 ГК РФ).

Нематериальные активы — активы, способные приносить экономические выгоды в будущем, предназначены для использования в течение длительного времени, не имеющие материально-вещественной формы... (ПБУ 14/2007).

Специфика различных активов как объектов оценки

Недвижимость:

- неразрывная связь с землей (кардинальная роль пространственного фактора);
- инвариантность видов;
- капиталоемкость
- длительность срока жизни и воспроизводственного цикла.

Машины и оборудование:

- вариантность;
- ограниченность жизненного цикла.

Специфика бизнеса как объекта оценки

- совокупность (комплекс) различных видов имущества;
- совокупность большого количества имущества;
- эффект «матрешки» (наличие дочерних компаний);
- существенное изменение с течением времени;
- наличие ряда специфических активов (например, персонал, клиентская база);
- уникальность;
- фрагментарность (часто оценке подлежит не все предприятие, а его части – пакеты акций или доли участия);
- сложность сбора необходимой для оценки информации.

Ценообразование на рынке оценочных услуг

$$C_p = f(N, Q, Brend, t, \Delta C, \text{доп.усл.}).$$

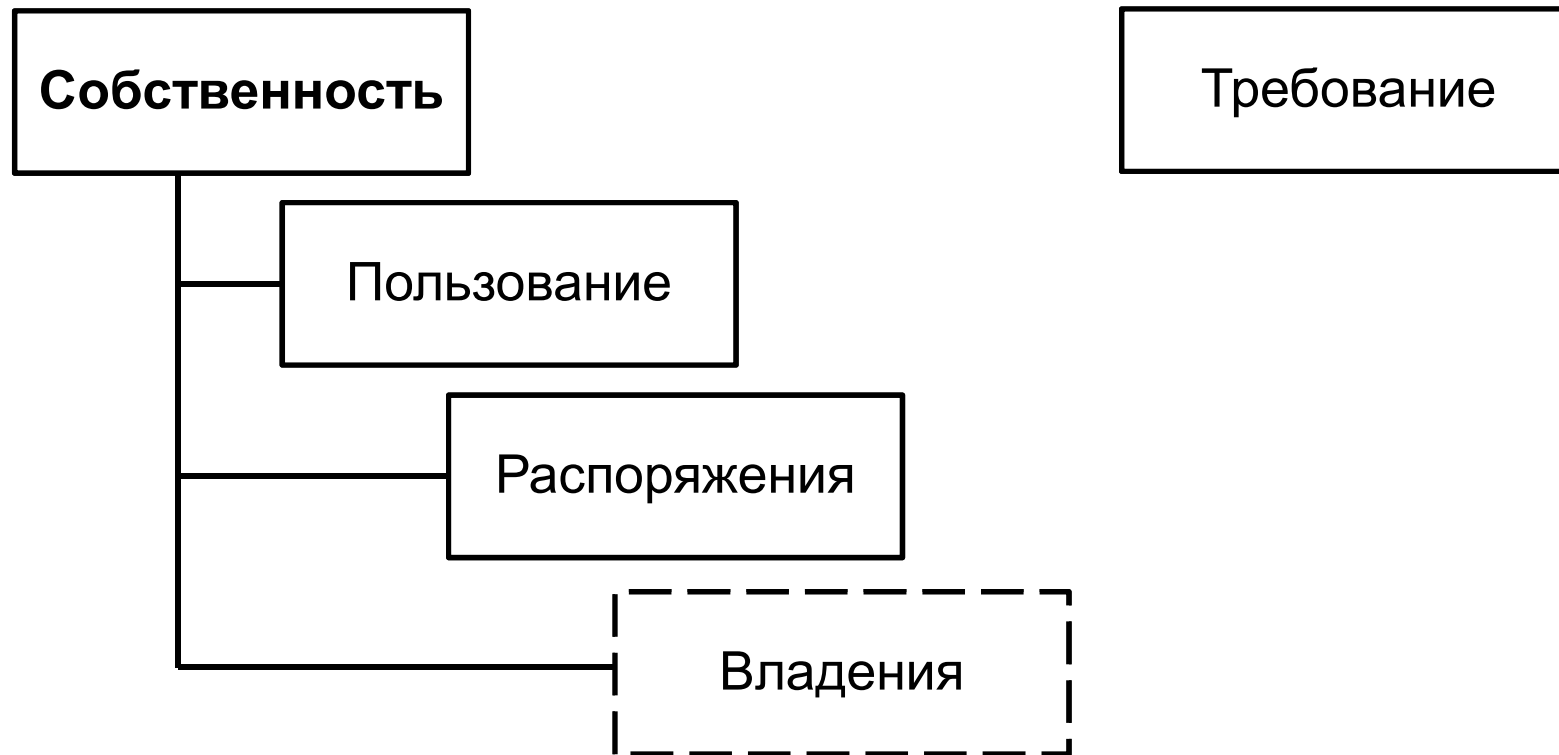
Наиболее высокооплачиваемые оценочные компании – «большая четверка» (E&Y, KPMG, D&TT, PWC).

Известные российские оценочные компании:

- Консалтинговая группа «НЭО-Центр»;
- ЗАО «Российская оценка»;
- ООО «Институт проблем предпринимательства»;
- ООО «Центр независимой экспертизы собственности»;
- НКГ «2К Аудит – Деловые консультации/Morison International».

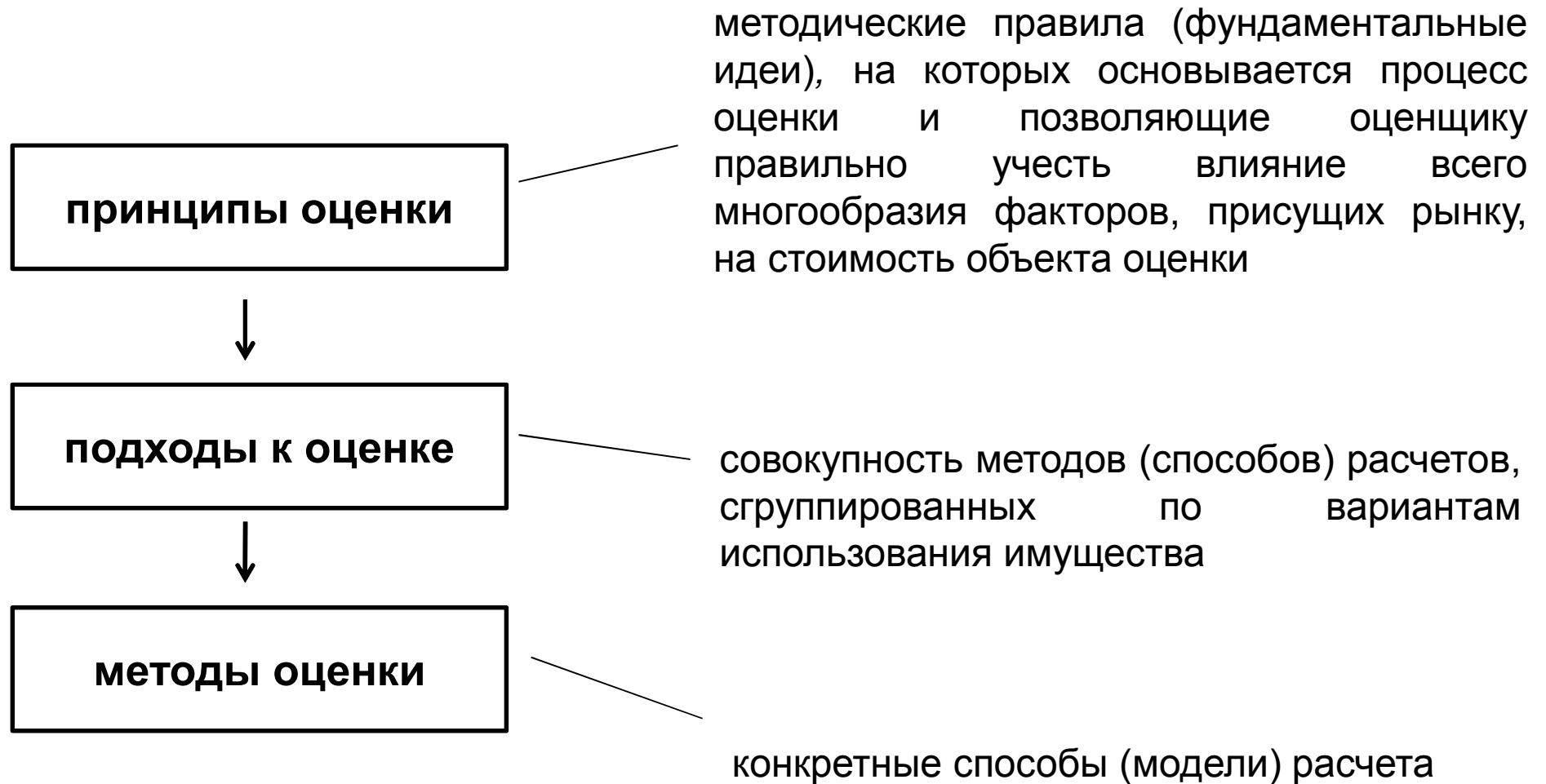
Законодательная база:

оцениваемые права



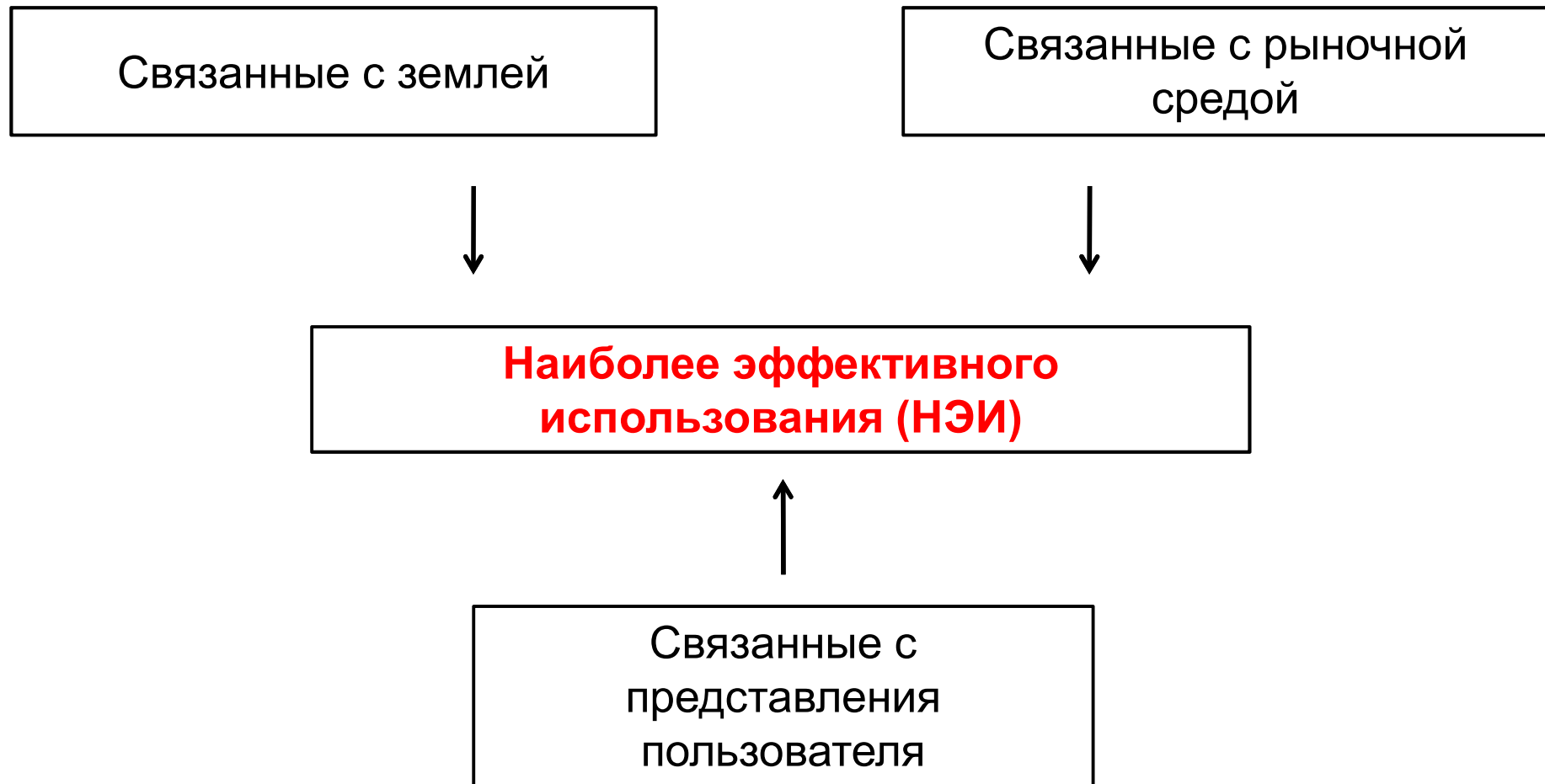
С формальной точки зрения, формулировка «право аренды» является некорректной. Верной является «право пользования на условиях аренды».

Методологическая иерархия оценки



Методологическая иерархия оценки:

принципы оценки



Методологическая иерархия оценки:

принципы оценки, связанные с землей

Принцип остаточной продуктивности	Остаточная продуктивность (например, для земельного участка) измеряется как остаточный чистый доход, отнесённый к земельному участку, после того как были оплачены затраты на три других (кроме земли) фактора производства - труд, капитал и предпринимательство.
Принцип вклада	Стоимость отдельного элемента имущества зависит от величины его вклада в общую стоимость (всего объекта) или размеров уменьшения общей стоимости при отсутствии вклада. Кроме того, данный принцип подразумевает, что стоимость имущества зависит от его вклада в её величину элемента этого имущества.
Принцип изменяющейся доходности (убывающей отдачи)	По мере добавления ресурсов чистые доходы увеличиваются замедляющимися темпами, т.е. привлекаемые к объекту имущества ресурсы обладают свойством насыщения (убывающей отдачи).
Принцип сбалансированности (пропорциональности)	В соответствии с этим принципом любому способу использования имущества соответствует оптимальный (сбалансированный) набор факторов использования, при сочетании которых достигается наибольшая доходность используемого имущества, т.е. максимальная стоимость имущества реализуется при взаимодействии этих факторов в оптимальном сочетании
Принцип оптимальных размеров (величин)	При существующем на данном сегменте рынка имущества тенденция наибольшим спросом пользуются объекты имущества, обладающие определённой (оптимальной) величиной
Принцип оптимального разделения и соединения (экономического разделения)	Имущественные права на объект оценки следует разделять или соединять таким образом, чтобы стоимость объекта в итоге достигла максимальной величины.

Методологическая иерархия оценки:

принципы оценки, связанные с землей и с представлениями пользователя

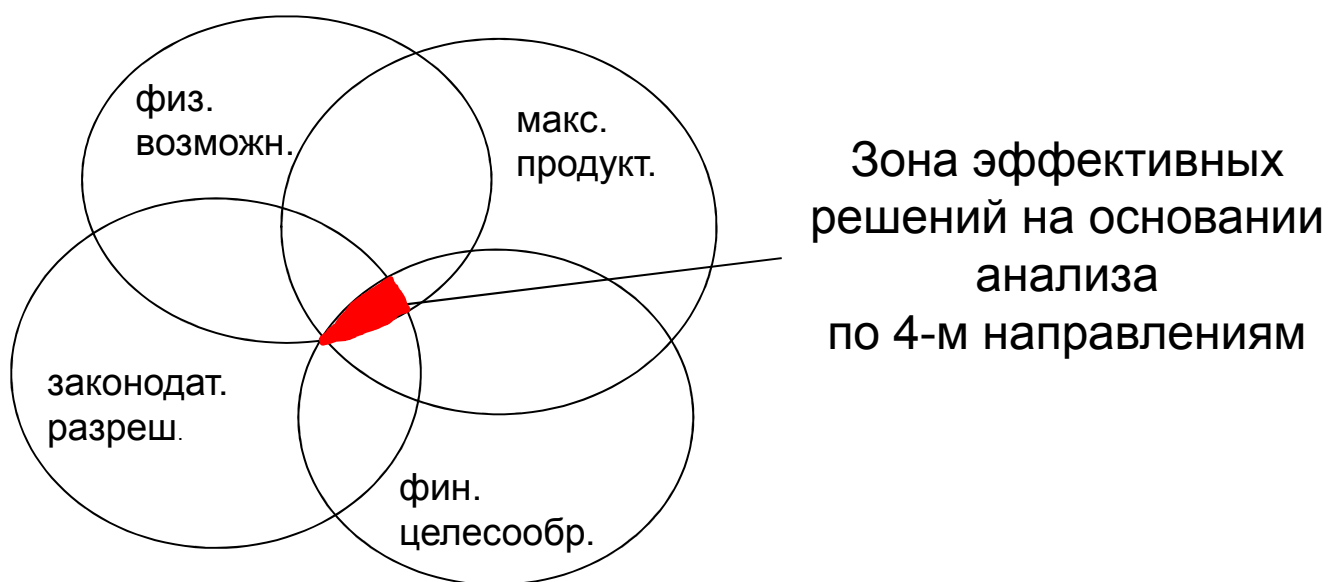
Принцип спроса и предложения	Заключается в требовании выявления взаимосвязи между потребностью в объекте имущества и ограниченностью его предложения. Равновесие между спросом и предложением определяет величину цены имущества.
Принцип конкуренции	При определённых рыночных условиях уровень прибыли на данном сегменте рынка превышает уровень, не обходимый для оплаты факторов производства, на данном сегменте рынка обостряется конкуренция, что, в свою очередь, приводит к снижению среднего уровня доходности.
Принцип жизненного цикла	Стоимость изменяется с течением времени. Типичный жизненный цикл объекта состоит из четырёх основных этапов: этап выведения объекта имущества на рынок; этап роста (развития); этап зрелости; этап упадка.
Принцип зависимости (внешнего развития)	Стоимость конкретного объекта оценки подвержена влиянию окружающих объектов и сама влияет на стоимость других объектов в данном районе.
Принцип соответствия	Показывает, в какой мере архитектурный стиль, уровень соответствующих удобств и услуг, предлагаемых к продаже объектов недвижимого имущества, адекватен потребностям и ожиданиям рынка.

Принцип полезности	Предполагает способность имущества быть полезным, удовлетворять потребности пользователя в определённом месте и в течение определённого времени.
Принцип замещения	Максимальная стоимость имущества определяется наименьшей ценой, по которой может быть приобретено другое имущество с эквивалентной полезностью.
Принцип ожидания	Стоимость объекта имущества, способного приносить доход, определяется текущей (т.е. современной) стоимостью будущих доходов, которые данный объект имущества принесёт в будущем.

Методологическая иерархия оценки:

принцип наиболее эффективного использования

Наиболее эффективное использование (НЭИ) – вариант использования, выбранный из рационально оправданных и правомочных вариантов, который юридически допустим, физически возможен, финансово оправдан, наиболее рентабелен (т.е. даёт оптимальный стоимостной результат, обеспечивает наивысшую текущую стоимость объекта на дату оценки).



Графическая интерпретация принципа НЭИ

Методологическая иерархия оценки:

подходы к оценке

→ благо = затратный подход
объект оценки → товар = сравнительный подход
→ источник доходов = доходный подход

Доходный подход – совокупность методов оценки стоимости, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки.

Сравнительный подход – совокупность методов оценки стоимости, основанных на сравнении объекта оценки с объектами-аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах.

Затратный подход – совокупность методов оценки стоимости, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устареваний.

Материалы для самоподготовки

1. Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.1998 г. №135-ФЗ с изменениями от 30.06.2008 г.
2. Федеральные стандарты оценки (ФСО 1-5).
3. Гражданский Кодекс Российской Федерации (Часть I, ст. 130-132).
4. Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности, утвержденные постановлением Правительства Российской Федерации от 06.07.2002 г. №519.
5. Материалы по истории оценочной деятельности в России.



«ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА»

Тема 2.

Затратный подход к оценке бизнеса

Идентификация бизнеса для целей оценки

1. Юридическая идентификация.
2. Идентификация оцениваемого пакета акций (доли в УК).
3. История и этап развития.
4. Характеристика основной деятельности.
5. Характеристика имущественного комплекса.
6. Характеристика основных контрагентов.
7. Анализ финансового состояния.
8. Планы развития.

Идентификация бизнеса:

юридическая идентификация

- наименование,
- ИНН (ОГРН),
- адрес места нахождения.

Пример юридической идентификации бизнеса

Информация о создании	Акционерное общество создано в соответствии с Распоряжением от 12.09.2007 года № 3264-р, является правопреемником ГУП г. Москвы «Таганское»
Полное фирменное наименование	Открытое акционерное общество «Таганское»
Сокращённое фирменное наименование	ОАО «Таганское»
Место нахождения общества	109052, г. Москва, Автомобильный проезд, д. 15
ИНН	7709343904
Основные виды деятельности	Предоставление офисных и складских помещений с оборудованием в аренду

Идентификация бизнеса:

идентификация оцениваемого пакета акций (доли участия)

Уставный капитал:

- начальный капитал учредителей, вложенный в развитие предприятия;
- определяет минимальный размер имущества предприятия, гарантирующего интересы его кредиторов.

Структура уставного капитала (УК) – распределение уставного капитала между учредителями предприятия.

Абсолютный контроль ($>75\%$ УК) – позволяет полностью контролировать деятельность предприятия.

Блокирование ($>25\%$ или $a+b>25\%$) – возможность блокирования решений общего собрания акционеров.

Блокконтроль ($50\% < a+b < 75\%$) – возможность присоединения к другому пакету акций для создания абсолютного контроля.

Миноритарий – акционер, владеющий неконтролирующим пакетом акций.

Идентификация бизнеса:

права акционеров

Действие/право	Размер пакета	Источник (ФЗ «Об АО»)
Право на ознакомление со списком лиц, участвующих в голосовании на ОСА	от 1% ГА	п.4 ст.51
Право обратиться в суд с иском к членам совета директоров (исп. органа) о возмещении убытков, причиненных обществу	от 1% размещенных обыкновенных акций	п.5 ст.71
Внесение вопросов в повестку дня годового ОСА, выдвижение кандидатов в исполнительные органы	от 2% ГА	п.1 ст.53
Обязательное привлечение государственного финансового контрольного органа	от 2% государственных (муниципальных) ГА	п.3 ст.77
Право проведения внеочередного ОСА	от 10% ГА	п.1 ст.55
Зависимое общество	от 20% ГА у другого (преобладающего) общества	п.4 ст.6
Информирование о заинтересованности в сделке	от 20% ГА	п.1 ст.81; ст.82
Право доступа ко всем документам общества	от 25% ГА	п.1 ст.91
Ограничения по реорганизации субъектов естественных монополий	от 25% акций в федеральной собственности	п.1 ст.15
Блокирование решений, которые принимаются большинством в 3/4 голосов	от 25% ГА	п.1 ст.48, п.4 ст.49 и др.
"Контрольный пакет" обеспечивает кворум ОСА и принятие решений, принимаемые простым большинств.	от 50% ГА (размещенных)	п.1 ст.58, п.2 ст.49

ГА – голосующая акция

Идентификация бизнеса:

идентификация оцениваемого пакета акций

Обыкновенная акция

- дивиденды начисляются в зависимости от результатов деятельности общества;
- имеет право голоса.

Привилегированная акция

- дивиденды начисляются постоянно по фикс. ставке;
- право голоса появляется в том случае, когда из-за низких результатов деятельности общества дивиденды по не были выплачены.

Вопрос: как соотносятся цены обыкновенной и привилегированной акций?

Структура идентификации оцениваемого пакета акций:

- размер оцениваемой доли (% УК);
- количество акций;
- виды акций;
- структура УК по основным собственникам (до уровня, исключающего блокконтроль);
- аффилированность основных собственников;
- реквизиты выпуска акций.

Идентификация бизнеса:

характеристика основной деятельности

Продукция

- номенклатура;
- краткое описание сущности и основных отличий от конкурентов
- класс

Производство

- объемы производства;
- загрузка мощностей;
- возможность увеличения мощностей.

Маркетинг

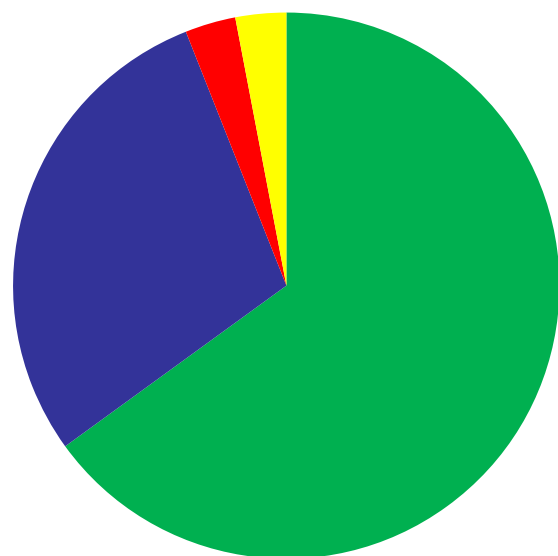
- схема реализации;
- стратегия маркетинга;
- соотношение спроса и предложения

Финансы

- ценообразование;
- схема оплаты товара.

Идентификация бизнеса:

характеристика имущественного комплекса



■ Недвижимость

■ Машины и
оборудование

■ Ценные бумаги
и денежные
средства

■ Прочее

- структура имущества предприятия;
- правовое описание;
- месторасположение основных производственных площадок (имущественных комплексов);

- количественная характеристика фондов (по группам);
- качественная характеристика фондов (по группам).
- анализ наиболее эффективного использования наиболее крупных активов.

Затратный подход к оценке:

экономическая сущность

Основан на принципе замещения – изучаются возможности инвестора в приобретении имущества, исходя из того, что он, проявляя должную благоразумность, не заплатит за нее большую сумму, чем та, в которую обойдется создание аналогичного предприятия, как действующего имущественного комплекса.

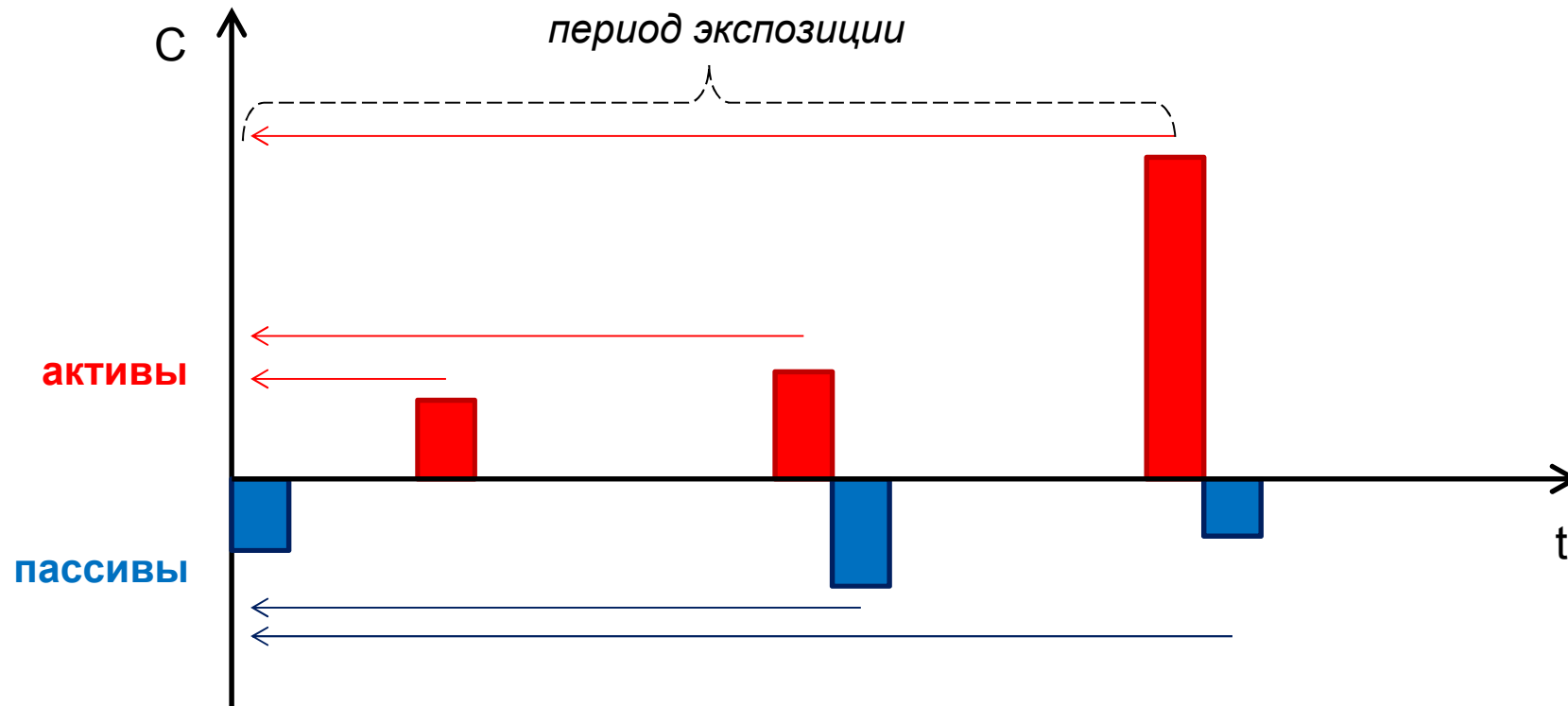
- **метод чистых активов** – бизнес оценивается с точки зрения издержек на его создание при условии, что бизнес останется действующим, у него имеются значительные материальные активы, небольшая часть стоимости продукции связана с таким фактором, как труд.
- **метод плановой ликвидации** – применяется, когда бизнес находится в стадии банкротства или ликвидации, либо есть серьезные сомнения в способности бизнеса оставаться действующим.

Выбор метода осуществляется по результатам анализа отрасли, рынка, финансового состояния предприятия и планов его развития.

$$C_P = f(Изд) = \sum_{i=1}^n Изд_i. \quad C_P = \sum_{i=1}^n A - \sum_{j=1}^m Об.$$

Затратный подход к оценке:

метод плановой ликвидации (продолжение)



В первую очередь прогнозируется погашение наиболее «опасных» пассивов, неуплата которых может привести к негативным последствиям, например, к начислению пеней, штрафов, наложению ареста на активы предприятия.

Затратный подход к оценке:

метод чистых активов

$$C_P = \sum_{i=1}^n A - \sum_{j=1}^m Об.$$

Активы	Код строки
I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	
Нематериальные активы	1110
Результаты исследований и разработок	1120
Основные средства	1150
Доходные вложения в мат. ценности	1160
Финансовые вложения	1170
Отложенные налоговые активы	1180
Прочие внеоборотные активы	1190
Итого по разделу I	1100
II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	
Запасы	1210
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220
Дебиторская задолженность	1230
Финансовые вложения	1240
Денежные средства	1250
Прочие оборотные активы	1260
Итого по разделу II	1200
БАЛАНС	1600

Пассивы	Код строки
III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ	
Уставный капитал	1310
Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320
Переоценка внеоборотных активов	1340
Добавочный капитал (без переоценки)	1350
Резервный капитал	1360
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370
Итого по разделу III	1300
IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	
Заемные средства	1410
Отложенные налоговые обязательства	1420
Резервы под условные обязательства	1430
Прочие обязательства	1450
Итого по разделу IV	1400
V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	
Заемные средства	1510
Кредиторская задолженность	1520
Доходы будущих периодов	1530
Резервы предстоящих расходов	1540
Прочие обязательства	1550
Итого по разделу V	1500
БАЛАНС	1700

$$C_B \neq C_P.$$

$$A \rightarrow A_P.$$

Цветом выделены статьи, не учитываемые при определении рыночной стоимости бизнеса методом чистых активов.

Затратный подход к оценке:

метод чистых активов

Принцип полезности – стоимость имеют те активы, которые обладают полезностью (используются или могут использоваться в деятельности предприятия) даже в том случае, когда они не учтены на балансе.

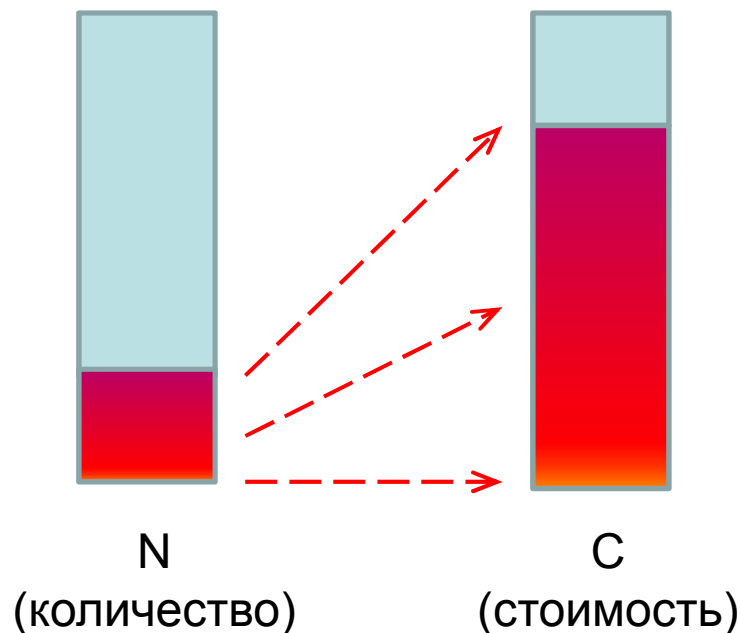
Наиболее часто неучтенными активами являются:

- НМА (деловая репутация, товарные знаки, ноу-хау);
- основные средства, числящиеся на забалансовых счетах или балансовая стоимость которых полностью амортизирована;
- безвозмездно используемые основные средства;
- возмездно используемые на нерыночных условиях основные средства;
- портфель заказов;
- персонал.

Затратный подход к оценке:

метод чистых активов

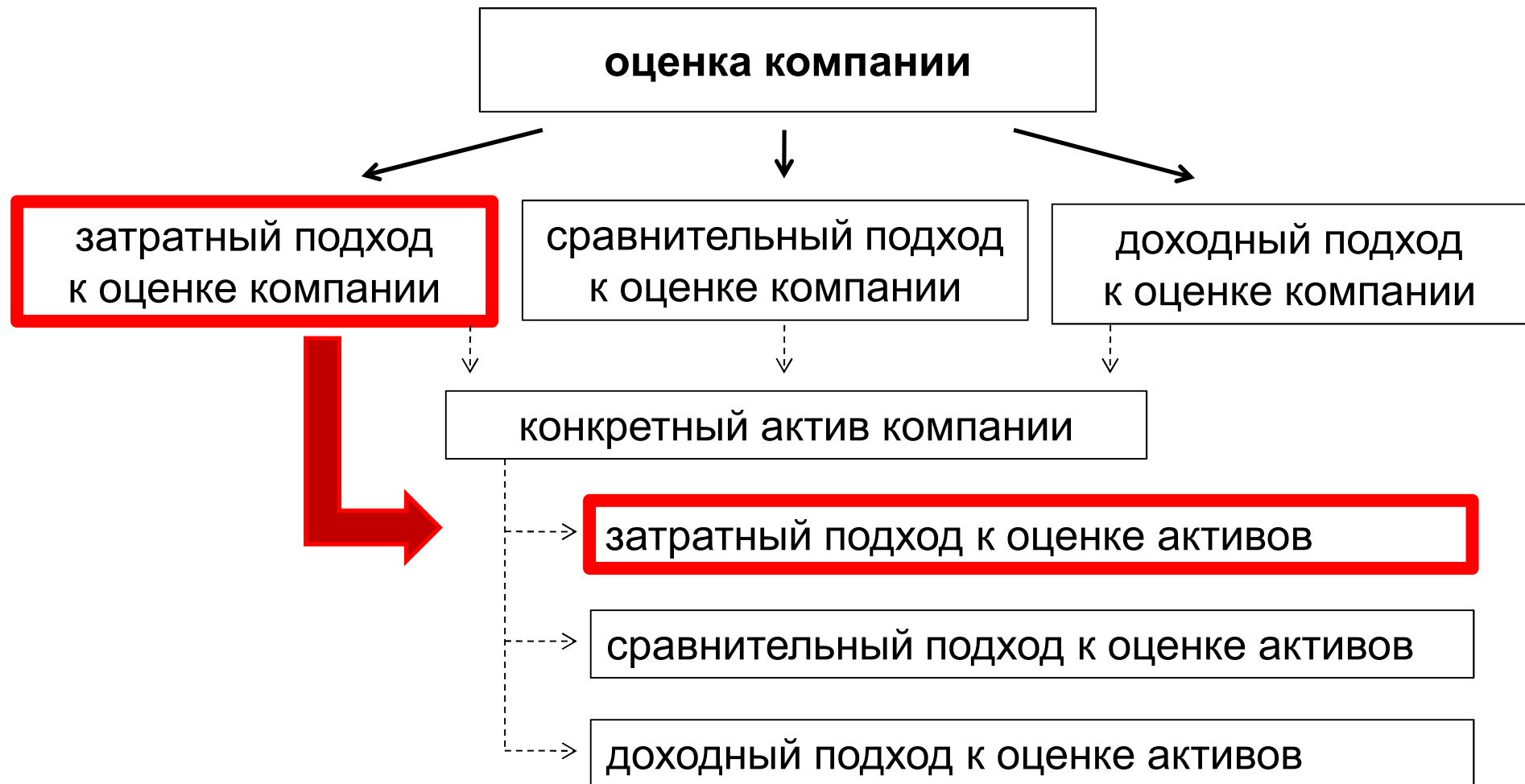
Принцип существенности основан на законе Парето – 20% от количества активов/пассивов определяют 80% от их суммарной стоимости.



Наиболее точно следует
рассчитать стоимость
дорогостоящих позиций,
стоимость прочих объектов
определяется по
остаточному принципу.

Как правило, наиболее существенно рыночная стоимость отличается от балансовой у следующих групп активов: нематериальные активы, основные средства, незавершенное строительство, долгосрочные финансовые вложения, дебиторская задолженность.

Оценка активов в составе бизнеса

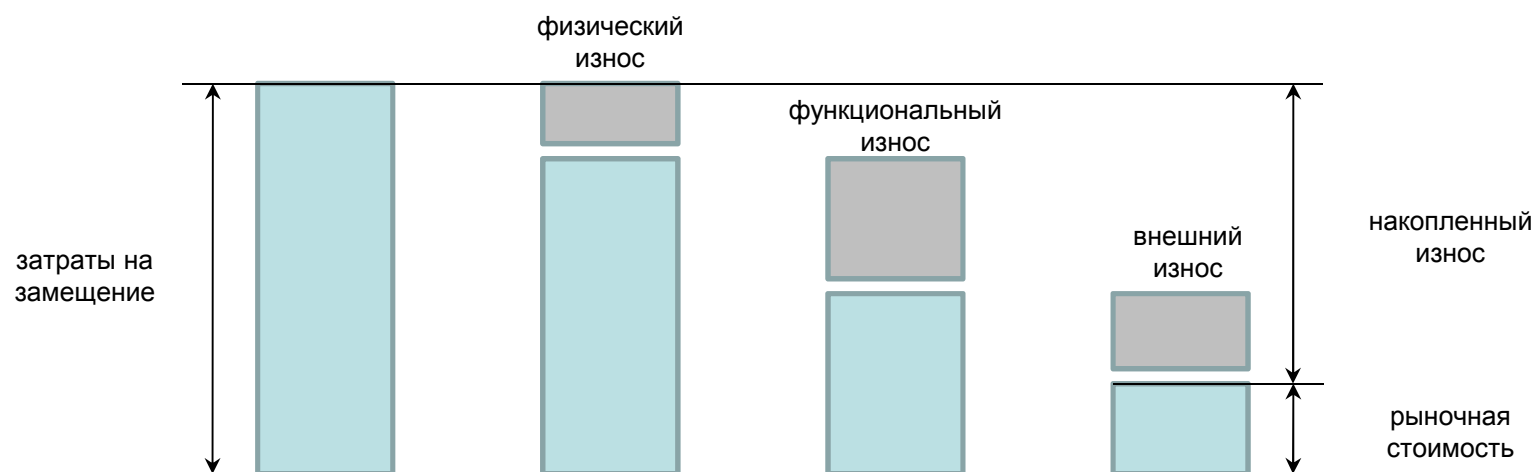


Далее оценка рыночной стоимости активов будет рассмотрена на примере основных средств (земельных участков, зданий, машин и оборудования).

Концепция затратного подхода

к оценке активов

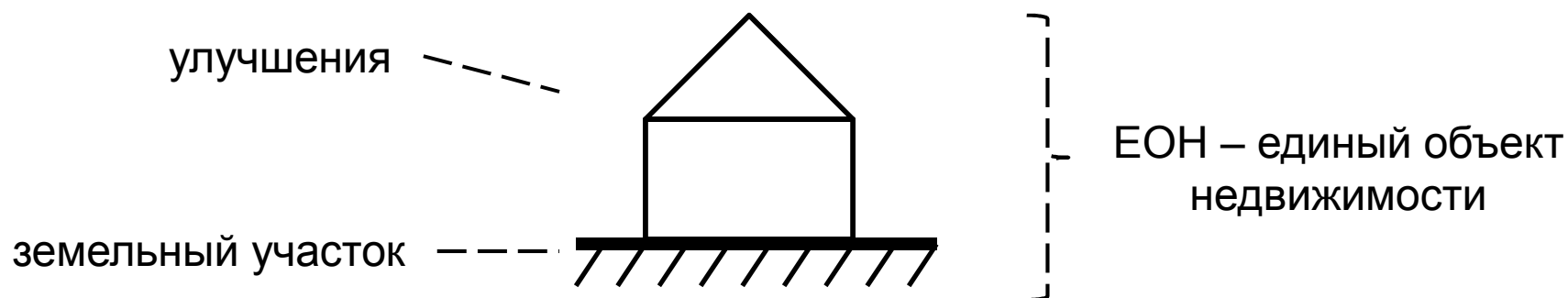
Затратный подход применяется, когда существует возможность заменить объект оценки другим объектом, который либо является точной копией объекта оценки, либо имеет аналогичные полезные свойства. Если объекту оценки свойственно уменьшение стоимости в связи с физическим состоянием, функциональным или экономическим устареванием, при применении затратного подхода необходимо учитывать износ и все виды устареваний (п. 23 ФСО №1).



$$C_P = f(Затр).$$

Концепция затратного подхода

к оценке активов



$$C = C_H \times \left(1 - \frac{I_H}{100\%}\right) + C_{зу},$$

где:

C - рыночная стоимость объекта оценки, ден. ед.;

C_H - затраты на замещение или воспроизводство
(рыночная стоимость улучшений как новых), ден. ед.;

I_H - величина накопленного износа, %;

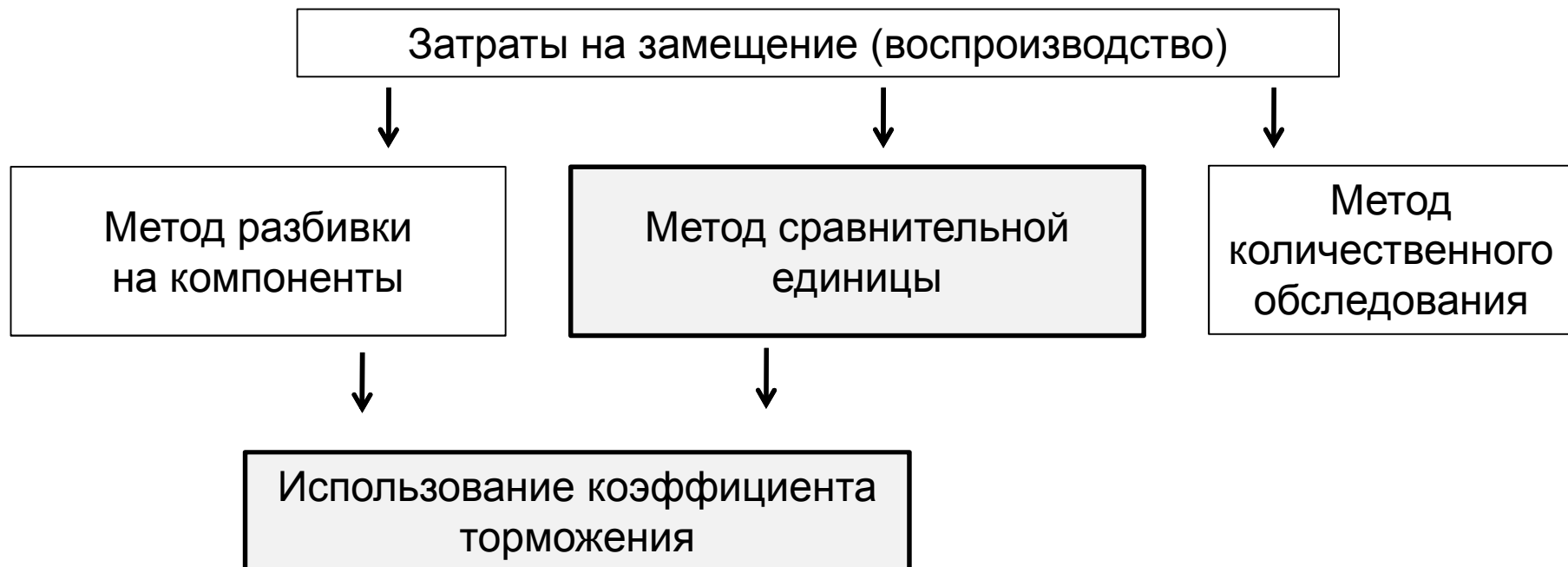
$C_{зу}$ - рыночная стоимость прав на земельный участок, ден.ед.

Затратный подход к оценке:

затраты на замещение и воспроизводство

$$C_H = \sum_{i=1}^n \text{Изод}_i + \text{ПП},$$

где: ПП - прибыль предпринимателя, ден. ед.



Затратный подход к оценке:

затраты на замещение и воспроизводство

$$\sum_{i=1}^n \text{Изд}_i = (BC \times k_1 \times k_2 \times \dots \times k_n \pm \Delta BC) \times S(V) \times k_{\text{прив}},$$

где:

- $\sum \text{Изд}_i$ - затраты на замещение/воспроизводство (стоимость объекта как нового без учета прибыли предпринимателя), ден. ед.;
- BC - затраты на замещение/воспроизводство удельной единицы в составе объекта оценки в уровне цен базисного года, ден.ед./кв.м (куб.м, м);
- $k_1, k_2, \dots, k_n$ - относительные корректировки затрат на замещение/воспроизводство объекта-аналога на различия с объектом оценки, доли ед.;
- ΔBC - абсолютная корректировка затрат на замещение/воспроизводство объекта-аналога на различия с объектом оценки, ден. ед.;
- $S(V)$ - количество удельных единиц в составе объекта оценки, ед.;
- $k_{\text{прив}}$ - коэффициент приведения затрат на замещение/воспроизводство в уровень цен на дату оценки с учетом уплачиваемых налогов (например, НДС), ед.

Наиболее распространенные источники информации о величине удельных затрат на замещение/воспроизводство:

- УПСС компании «КО-Инвест»,
- РСС,
- УПВС,
- региональные ЦЦС,
- крупные компании-застройщики.

Затратный подход к оценке:

пример расчета затрат на замещение (воспроизводство)

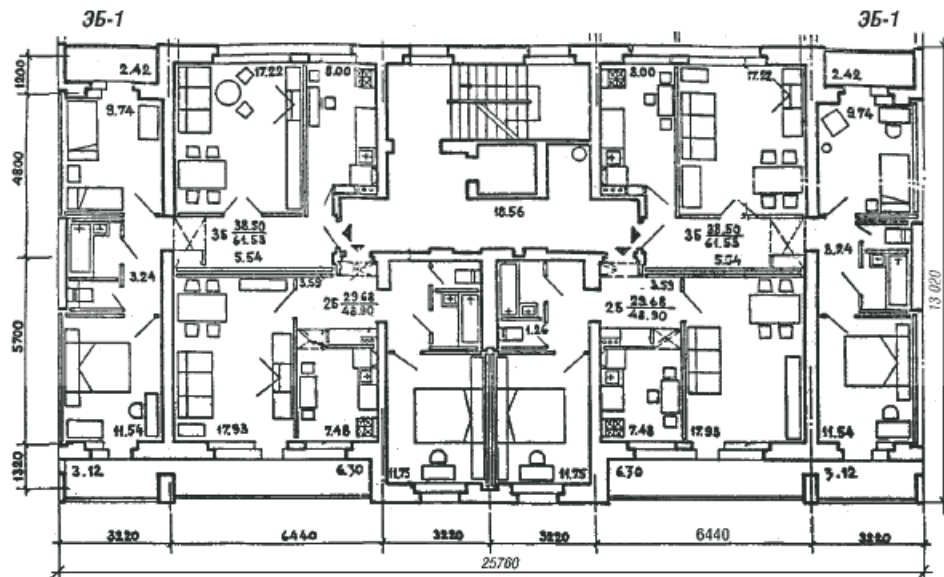


Рис. План типового этажа блок-секции 85-012/1.2

Определение величины индекса пересчета

Параметр	Значение
Индекс пересчета из уровня на 01.12.1999 г. в уровень цен на декабрь 2007 г.	4,014
Индекс пересчета из уровня на 01.12.1999 г. в уровень цен на 01.01.2003 г.	1,937
Индекс пересчета из уровня цен на 01.01.2003 г. в уровень цен на декабрь 2007 г.	2,07

Расчет суммарных затрат на реализацию проекта

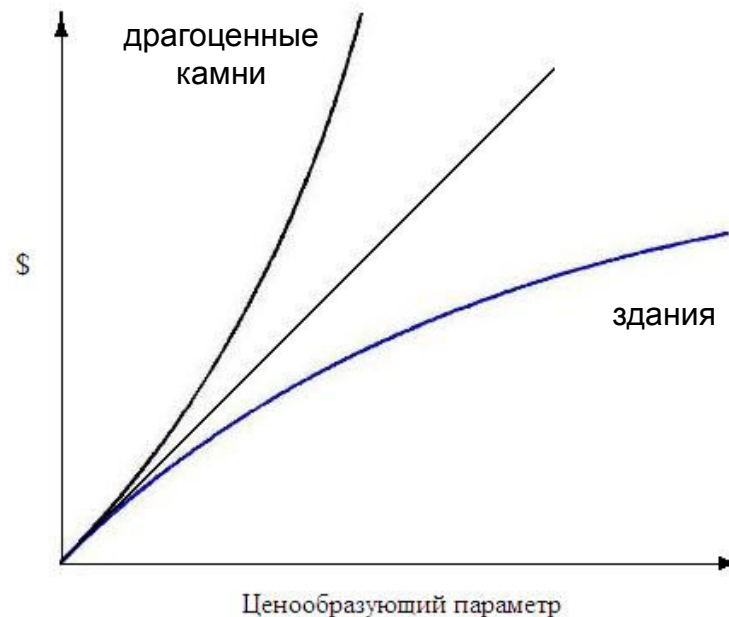
Параметр	Значение
Затраты на СМР с учетом отделки в уровне цен на 01.01.2003 г. без учета НДС, руб./кв. м	9 636,67
Затраты на отделочные работы в уровне цен на 01.01.2003 г. без учета НДС, руб./кв. м	971,77
Затраты на СМР без учета отделки в уровне цен на 01.01.2003 г. без учета НДС, руб./кв. м	8 664,90
Индекс пересчета в уровень цен на дату проведения оценки	2,07
Индекс, учитывающий НДС	1,18
Суммарные затраты на СМР для улучшений с учетом НДС, руб./кв. м	21 165
Общая площадь возводимых зданий, кв. м	50 232
Суммарные затраты на СМР для улучшений с учетом НДС, тыс.руб.	1 063 154
Затраты на подключение к общегородским инженерным сетям, % от стоимости СМР	20
Затраты на подключение к общегородским инженерным сетям с учетом НДС, тыс. руб.	212 631
Прибыль предпринимателя, %	20
Затраты на замещение с учетом НДС (округленно), тыс. руб.	1 530 900

Затратный подход к оценке:

учет нелинейного характера изменения величины затрат (формула Чилтона)

$$\frac{C_1}{C_2} = \left(\frac{V_1}{V_2} \right)^\alpha,$$

где: C_1, C_2 – рыночная стоимость объекта, ден. ед.;
 V_1, V_2 – величина основного ценообразующего показателя, ед.;
 α – коэффициент торможения, ед.



Затратный подход к оценке:

прибыль предпринимателя

Прибыль предпринимателя – величина наиболее вероятного вознаграждения за инвестирование капитала в создание улучшений земельных участков.

Следует различать:

- прибыль подрядной организации,
- прибыль инвестора,
- прибыль заказчика.

$$ПП = f(t, V, Risk, \frac{D}{E}, \dots).$$

Методы определения величины прибыли предпринимателя:

- экспертно (на основе анализа рынка),
- рыночная экстракция (по аналогичным реализованным проектам),
- по расчетным моделям (например, Озерова, Тарасевича).

Износ и устаревания:

определение

Износ (устаревание) – потеря стоимости объекта из-за снижения его полезности.

Физический износ (I_{Φ}) – это потеря стоимости за счет естественных процессов в ходе эксплуатации. Физический износ является результатом нормального износа в процессе эксплуатации (например, разложение, гниение, выветривание цементного раствора, появление ржавчины) или вследствие техногенные аварий.

Функциональное устаревание (моральный износ, I_M) – это потеря стоимости вследствие относительной неспособности данного сооружения обеспечить полезность по сравнению с новым сооружением, созданным для таких же целей. Он обычно вызван плохой планировкой, несоответствием техническим и функциональным требованиям по таким параметрам как размер, стиль, срок службы и т.д.

Экономическое устаревание (внешний износ, I_B) – вызывается внешними по отношению к объекту оценки факторами – изменением ситуации на рынке, изменением финансовых и законодательных условий и т. д.

Накопленный износ – совокупность всех присущих объекту износов и устареваний.

Износ и устаревания:

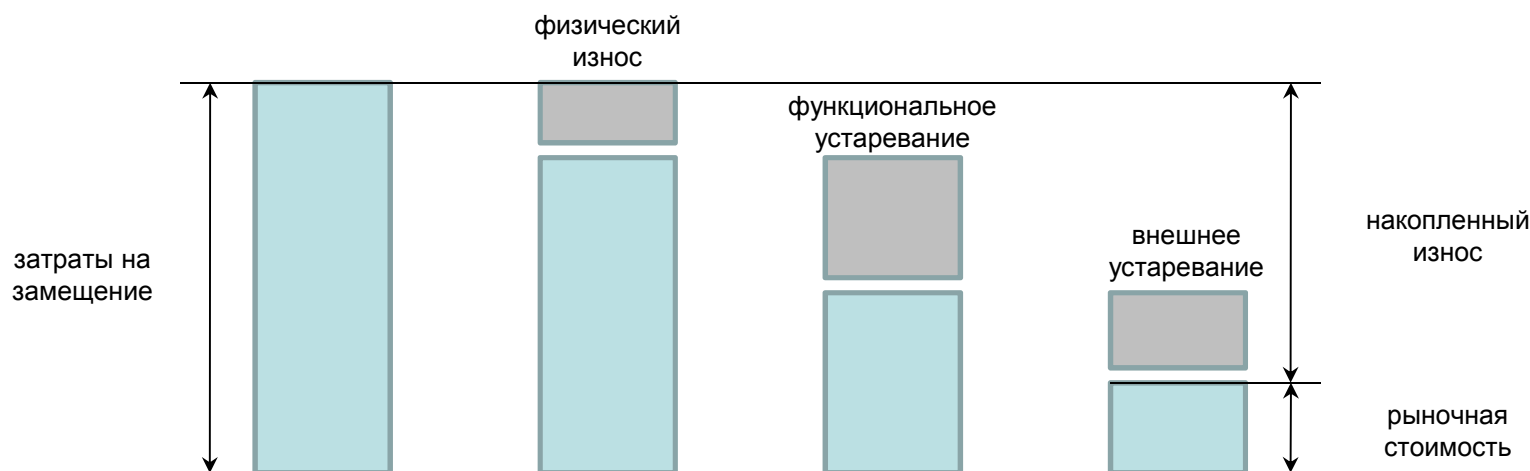
методы обоснования величины

Аддитивный

$$I_H = I_\Phi + I_M + I_B.$$

Мультипликативный

$$\left(1 - \frac{I_H}{100\%}\right) = \left(1 - \frac{I_\Phi}{100\%}\right) \times \left(1 - \frac{I_M}{100\%}\right) \times \left(1 - \frac{I_B}{100\%}\right).$$



Основные методы обоснования величины износа и устареваний:

- экспертно,
- срока жизни,
- компенсационных затрат,
- парных продаж,
- по нормативным документам.

Износ и устаревания:

методы обоснования величины

1. Метод срока жизни:
$$И_{\phi} = \frac{T_{\phi}}{T_{НОРМ}} \times 100\% = \frac{T_{ТЕК} - T_{ПОСТР}}{T_{НОРМ}} \times 100\%.$$

2. Метод парных продаж:
$$И_M = \frac{C_{A1} - C_{A2}}{C_{A1}} \times 100\% = \frac{(C_{A1} - \Delta Zamp) - C_{A2}}{C_{A1}} \times 100\%.$$

3. Метод компенсационных затрат:
$$И_{B(M)} = \sum_{i=1}^n \text{Изд.устран.}_i.$$

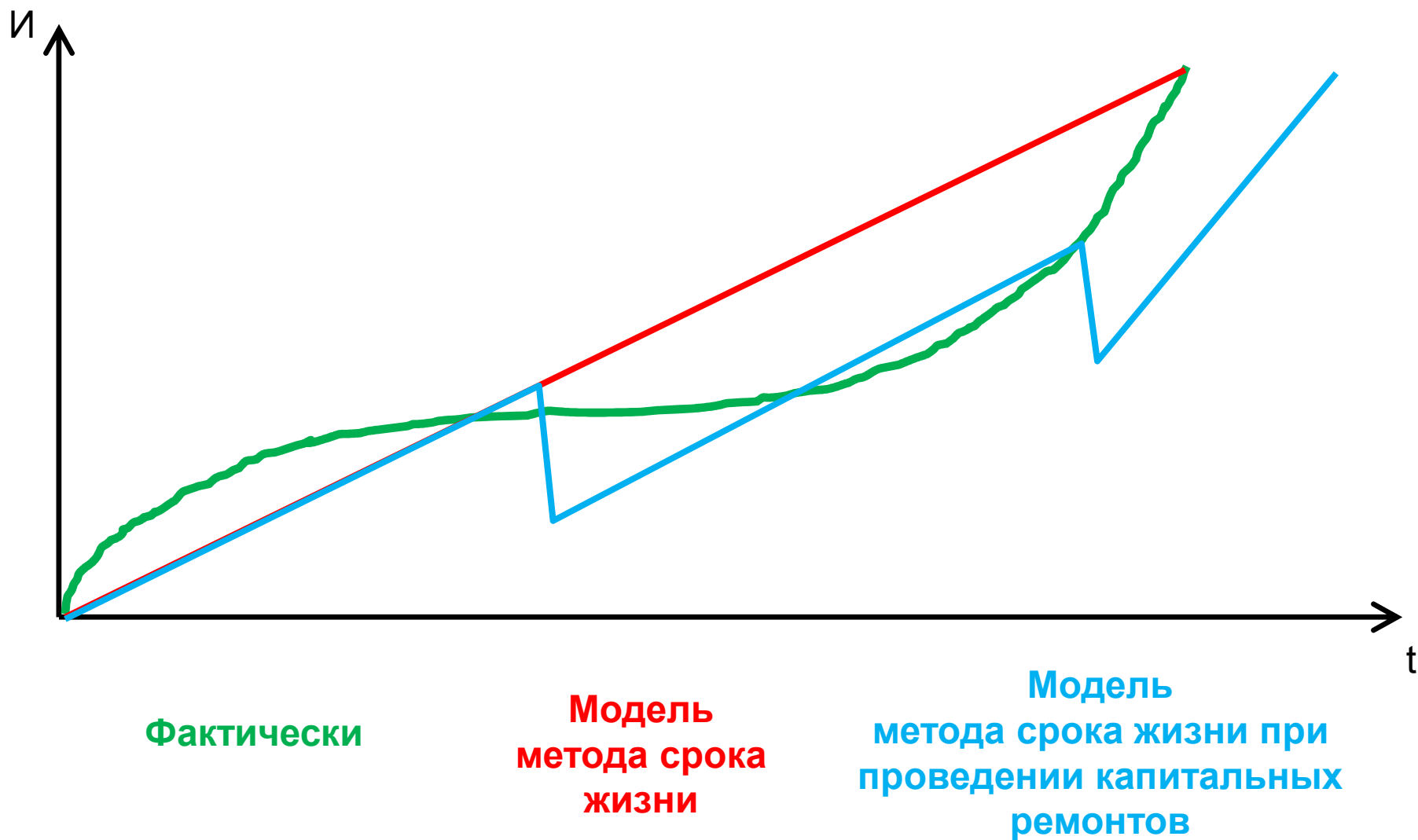
4. Метод капитализации потерь:
$$И_{B(M)} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{Потери}_i}{R}.$$

5. По статистическим данным.

6. Экспертный.

Износ и устаревания:

динамика физического износа



Износ и устаревания:

метод экспертной оценки

Шкала экспертной оценки величины физического износа (для оборудования)

Оценка состояния	Характеристика технического состояния	Оставшийся срок службы, %	Физический износ, %
Новое	Новое, установленное и еще не эксплуатировавшееся оборудование в отличном состоянии	100 95	0 5
Очень хорошее	Практически новое оборудование, бывшее в недолгой эксплуатации и не требующее ремонта или замены каких-либо частей	90 85	10 15
Хорошее	Бывшее в эксплуатации оборудование, полностью отремонтированное или реконструированное, в отличном состоянии	80 75 70 65	20 25 30 35
Удовлетворительное	Бывшее в эксплуатации оборудование, требующее некоторого ремонта или замены отдельных мелких частей, таких как подшипники, вкладыши и др.	60 55 50 45 40	40 45 50 55 60
Условно-пригодное	Бывшее в эксплуатации оборудование в состоянии, пригодном для дальнейшей эксплуатации, но требующее значительного ремонта или замены главных частей, таких как двигатель или других ответственных узлов.	35 30 25 20	65 70 75 80
Неудовлетворительное	Бывшее в эксплуатации оборудование, требующее капитального ремонта, такого как замена рабочих органов основных агрегатов	15 10	85 90
Не годное к применению или лом	Оборудование, в отношении которого нет разумных перспектив на продажу, кроме как по стоимости основных материалов, которые можно из него извлечь.	2,5 0	97,5 100 (практически не встречается)

Оценка стоимости прав на земельные участки

Вклад стоимости земельного участка в стоимость ЕОН

Тип ЕОН	Вклад, %
МЖС в крупных городах (кроме Москвы и Санкт-Петербурга)	10-15
МЖС в Московской области на удалении до 15 км от МКАД	10-20
МЖС Садовым кольцом и МКАД (Москва)	~ 30
МЖС в пределах Садового кольца (Москва)	70
Башни-близнецы Всемирного торгового центра	95
Коттеджи в элитном месте (Бeverли-Хиллз, Калифорния, США и с. Жуковка в Московской области, Россия)	до 98

Методы определения стоимости прав на земельный участок

сравнения продаж

предполагаемого
использования

капитализации
земельной ренты

выделения

распределения

остатка

Оценка земельных участков:

метод сравнения продаж

Используется для оценки застроенных и незастроенных земельных участков. Условие применения — наличие информации о ценах сделок (предложений) с земельными участками-аналогами.

$$C_{3y} = \frac{\sum_{i=1}^n C_{CKOP}^{Ai}}{n} = \sum_{i=1}^n (C_{CKOP}^{Ai} \times d_i).$$

Алгоритм расчета:

- выбор основных ценообразующих параметров;
- выбор земельных участков-аналогов;
- определение отличий участков-аналогов от оцениваемого участка;
- определение корректировок цен участков-аналогов;
- корректировка цен каждого участка-аналога, сглаживающая отличия от оцениваемого земельного участка;
- расчет стоимости земельного участка как средневзвешенного значения скорректированных цен сопоставимых объектов.

Оценка земельных участков:

метод выделения

$$C_{3y} = \sum_{i=1}^n (C_{CKOP}^{Ai} \times d_i) - C_{yЛ}.$$

Применяется для оценки застроенных земельных участков:

- выбор объектов-аналогов ЕОН (земельный участок с улучшениями);
- определение отличий объектов-аналогов от объекта оценки (ЕОН);
- корректировка цен предложения (цен сделок) объектов-аналогов;
- расчет рыночной стоимости ЕОН, включающего в себя оцениваемый земельный участок;
- расчет затрат на замещение (воспроизводство) улучшений оцениваемого земельного участка;
- расчет рыночной стоимости оцениваемого земельного участка путем вычитания из рыночной стоимости ЕОН, включающего в себя оцениваемый земельный участок, стоимости замещения (воспроизводства) улучшений земельного участка.

Оценка земельных участков:

метод предполагаемого использования

$$C_{3y} = \sum_{j=1}^n \frac{(ДХ_j - Расх_j)}{(1+i)^t}.$$

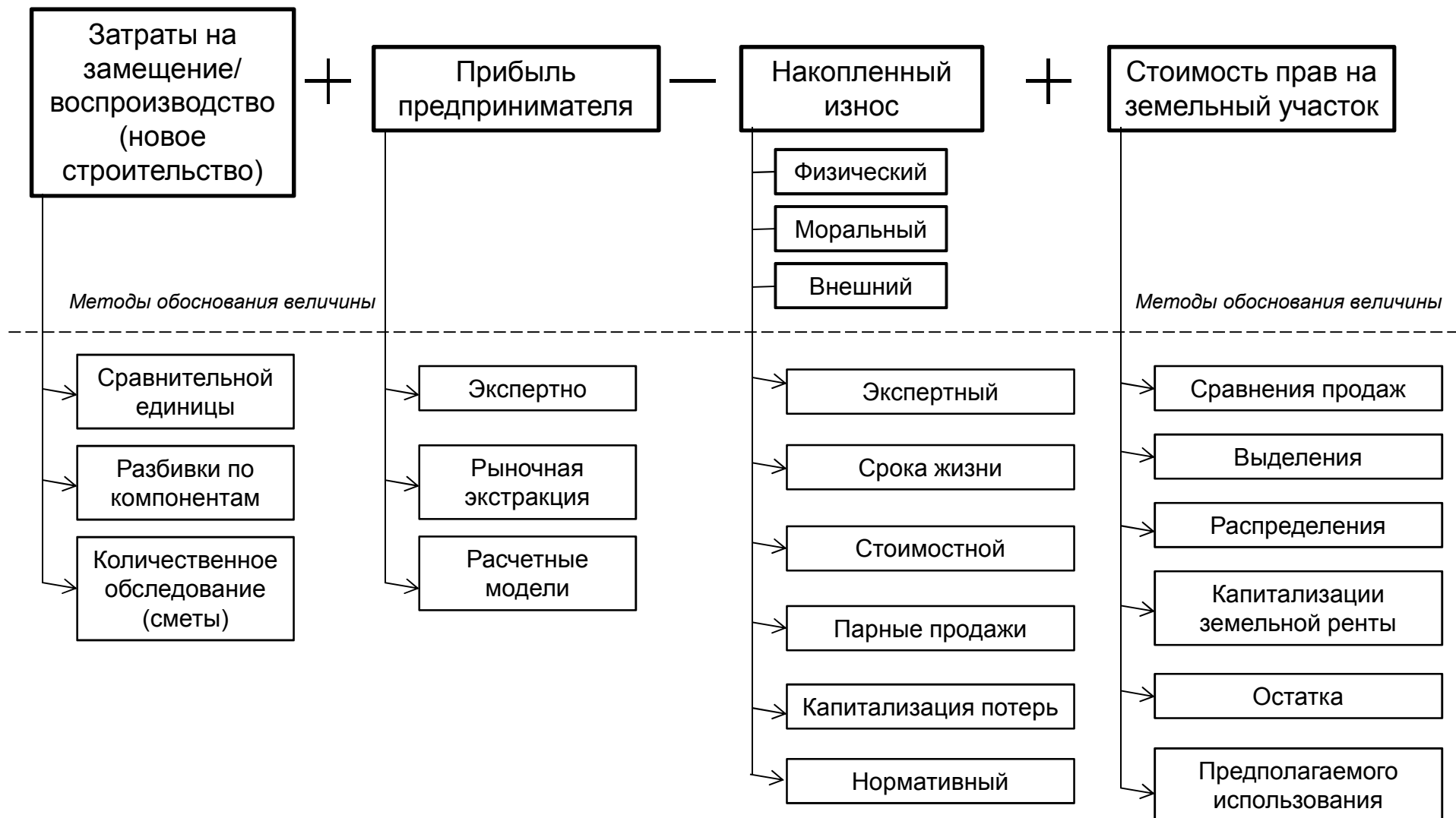
Применяется для оценки застроенных и незастроенных земельных участков:

- определение суммы и временной структуры расходов, необходимых для использования земельного участка в соответствии с вариантом его наиболее эффективного использования (НЭИ);
- определение величины и временной структуры доходов от НЭИ земельного участка;
- определение величины и временной структуры операционных расходов, необходимых для получения доходов от НЭИ земельного участка;
- определение величины ставки дисконтирования;
- расчет стоимости земельного участка путем дисконтирования всех доходов и расходов, связанных с использованием земельного участка.

По методологии расчета и используемому математическому аппарату метод относится к доходному подходу к оценке, который подробно рассмотрен далее.

Затратный подход :

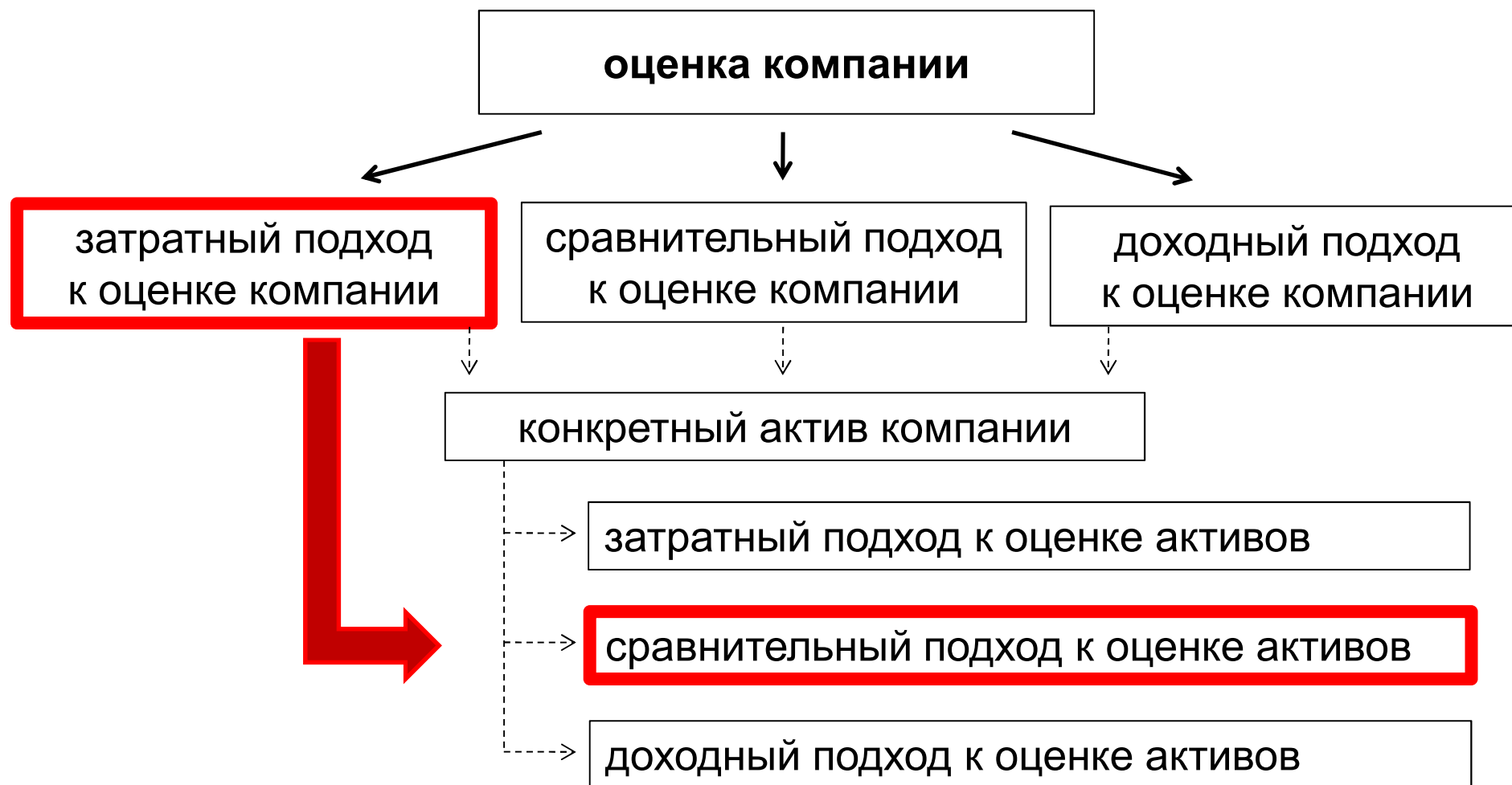
обобщение



Материалы для самоподготовки

1. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г. №208-ФЗ.
2. Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» от 08.02.1998 г. №14-ФЗ.
3. Статья Калинкиной К.Е. «Идентификация объекта оценки при оценке стоимости предприятия».
4. Пример описания предприятия для целей оценки.
5. Сборники укрупненных показателей восстановительной стоимости (УПВС, «КО-Инвест»).
6. Статья О.М. Красноперова «Учет затрат на создание элементов инженерной инфраструктуры, благоустройство территории и выполнение технических условий по подключению к магистральным инженерным сетям при оценке объектов недвижимости, вовлекаемых в инвестиционную деятельность».
7. «Методические рекомендации по определению рыночной стоимости земельных участков» № 568-р от 06.03.2002 г.

Оценка активов в составе компании

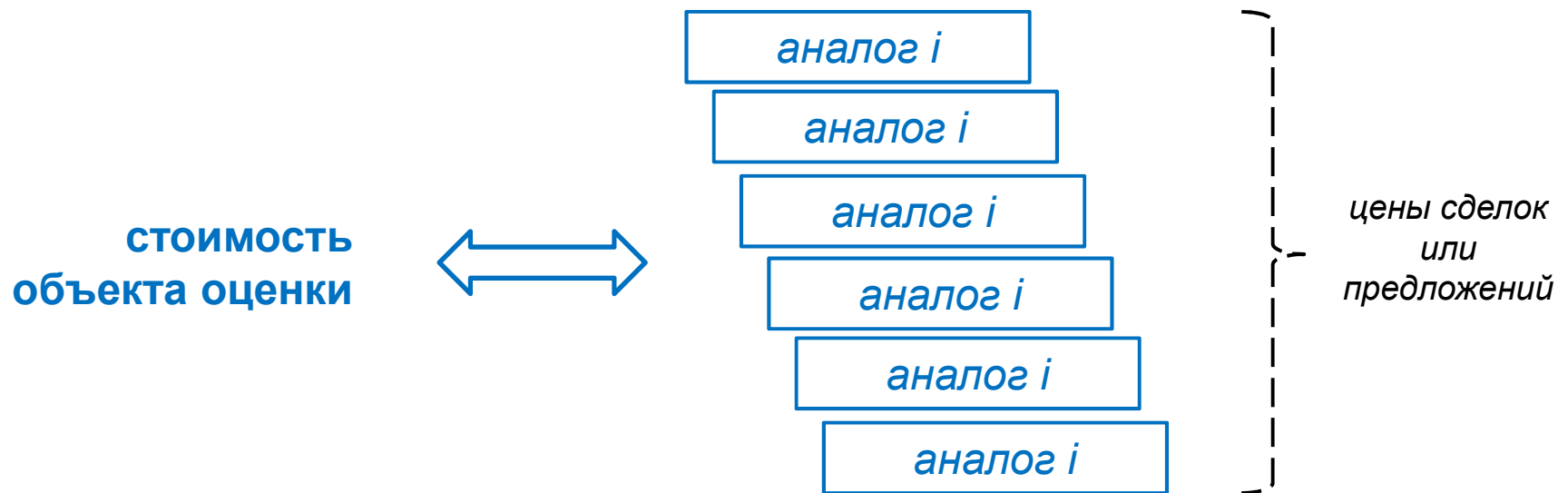


Далее оценка рыночной стоимости активов тремя подходами к оценке будет рассмотрена на примере основных средств (**земельных участков, зданий, машин и оборудования**). 76

Оценка активов:

концепция сравнительного подхода к оценке

Основан на принципе замещения – рациональный покупатель не заплатит за конкретную собственность больше, чем обойдется приобретение другой сходной собственности, обладающей такой же полезностью.



$$C_P = f(C_{\text{аналога}}).$$

Сравнительный подход к оценке:

алгоритм оценки стоимости активов

1. Определение варианта НЭИ объекта оценки.
2. Проведение анализа рынка (необходим для всех подходов к оценке).
3. Выявление основных ценообразующих параметров.
4. Выбор объектов-аналогов, по которым известна цена сделки (предложения), а также значение основных ценообразующих параметров
5. Выявлений различий характеристик объектов-аналогов от объекта оценки по основным ценообразующим параметрам.
6. Корректировка цены предложения объектов-аналогов на различия с объектом оценки.
7. Определение рыночной стоимости объекта оценки путем взвешивания скорректированных стоимостей объектов-аналогов.

Анализ рынка:

назначение, структура

Основные цели проведения анализа рынка:

- позиционирование объекта оценки среди аналогов,
- определение основных ценообразующих показателей объекта оценки;
- определение соотношения спроса и предложения;
- определение диапазона стоимости объекта оценки.

Рекомендуемая структура анализа рынка:

- история (ретроспективный анализ);
- основные игроки;
- основные ценообразующие параметры и их диапазоны;
- конъюнктура рынка (соотношение спроса и предложения, емкость, активность, ликвидность объекта оценки);
- прогнозная динамика основных параметров рынка;
- типичные условия совершения сделок;
- примеры оферт по объектам-аналогоам и вывод о наиболее вероятном диапазоне величины стоимости объекта оценки.

Выбор объектов-аналогов

Ценообразующий параметр – параметр, изменение которого приводит к изменению стоимости соответствующего имущества.

Основной ценообразующий параметр – параметр, изменение которого в наибольшей степени оказывает влияние на итоговую величину стоимости имущества (как правило, не больше 10 параметров).

Примеры основных ценообразующих параметров

Нефтяной танкер (корабль)	Здание	Ювелирные изделия
1. Тоннаж (размер). 2. Район плавания. 3. Мощность силовой установки. 4. Наличие второго корпуса.	1. Месторасположение. 2. Площадь. 3. Класс. 4. Состояние.	1. Масса чистых драгоценных металлов. 2. Размер камней. 3. Чистота камней. 4. Качество обработки.

Примечание: цена сделки отличается от цены предложения на скидку/рост в процессе торгов (или рост в ходе аукциона).

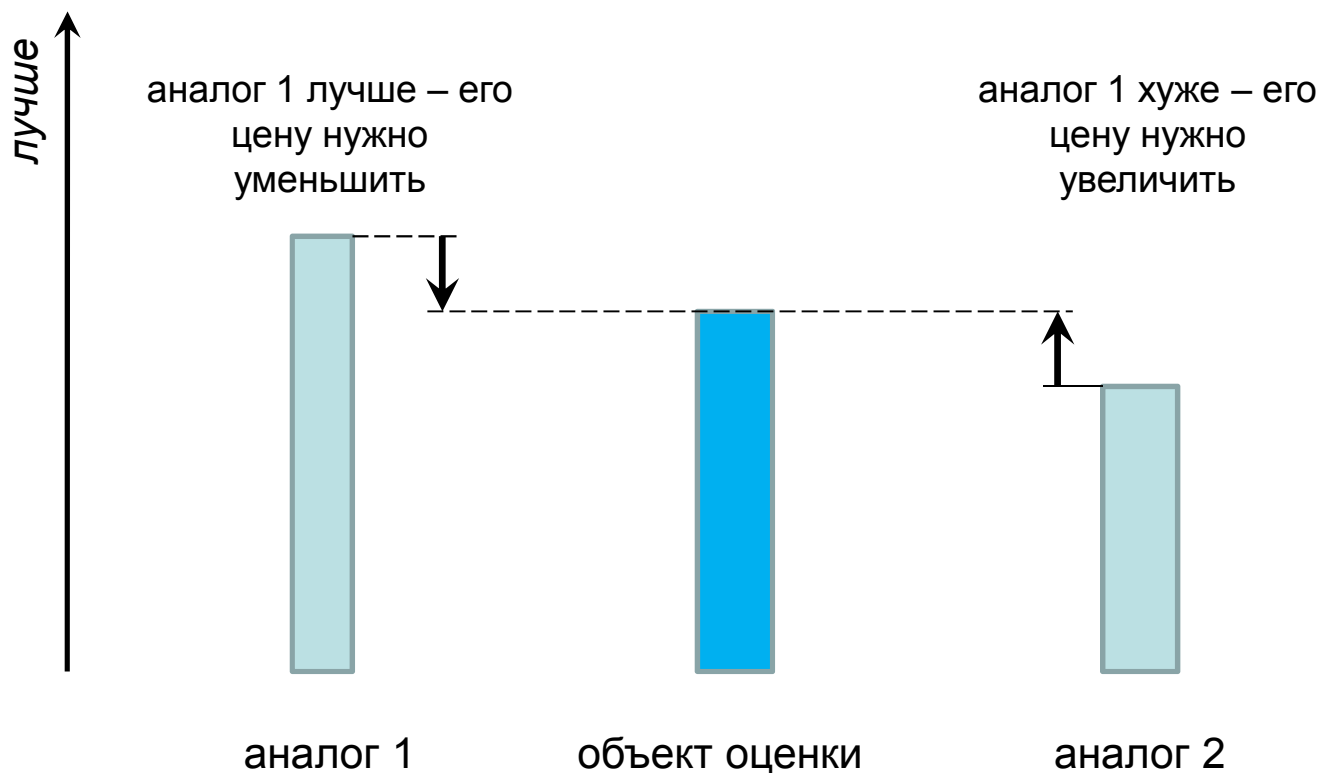
$$C_{CD} = C_{IP} \mp \Delta.$$

Принципы выбора объектов-аналогов

1. Информация по объектам-аналогам должна описывать все **основные** ценообразующие параметры.
2. Значения основных ценообразующих параметров должны быть **близки** к объекту оценки.
3. Выборка объектов-аналогов должна быть **репрезентативна** текущей ситуации на рынке.
4. Источники получения информации по объектам-аналогам должны быть **открытыми**, либо информация должна быть документально **подтверждена**.
5. Следует использовать аналоги, существенное различие в цене которых относительно прочих аналогов **могут быть объяснены** известными значениями ценообразующих параметров.
6. Следует использовать аналоги, различия в ценообразующих параметрах которых **могут быть учтены** оценщиком в расчетах.

Внесение корректировок:

направление (знак) корректировок



Цель внесения корректировок – устранение различий между объектом оценки и объектами-аналогами по основным ценообразующим параметрам.

Внесение корректировок:

группы корректировок

$$C = f(C_A) = \sum_{i=1}^n C_A^{CKOP} \times d_i.$$



$$C_A^{CKOP} = C_A \times k_1 \times k_2 \times \dots \times k_i + k^1 + k^2 + \dots + k^j \pm C_{доп},$$

где:

- C - рыночная стоимость объекта оценки, ден. ед.;
- C_A^{CKOP} - скорректированная цена объектов-аналогов, ден. ед.;
- $k_1, k_2, \dots, k_i$ - относительные корректировки цены объектов-аналогов, ед. (%);
- $k^1, k^2, \dots, k^j$ - абсолютная корректировка цены объекта-аналога, ден. ед.;
- $C_{доп}$ - стоимость дополнительных улучшений, не учтенных ранее, ден.ед.

Внесение корректировок:

виды корректировок

- **характеристики предложения** (дата публичной оферты, возможность уторгования/аукционного удорожания, место поставки);
- **условия совершения сделки** (способ финансирования/расчета, несущая дополнительные транзакционные издержки сторона, необходимость уплаты налогов);
- **передаваемые права** (имущественные права, разрешенное использование, наличие сервитутов, *качество оформления правоустанавливающих документов*);
- **физические характеристики** (**местоположение**, площадь, материал стен, уровень отделки, физическое состояние);
- **прочее** (наличие дополнительных улучшений, гарантии, дополнительного сервиса).

Внесение корректировок:

методы обоснования величины

В зависимости от наличия информации по объектам-аналогам (количество аналогов, их сопоставимость с объектом оценки) выделяют следующие основные методы обоснования величины корректировок:

- парного сравнения продаж - $k = C_A^1 - C_A^2, \quad k = \frac{C_A^1 - C_A^2}{C_A^1}.$

- корреляционно-регрессионного анализа -

$$k = f(\{A_1, A_2, \dots, A_i\}) = f(\text{хар}_1, \text{хар}_2, \dots, \text{хар}_i).$$

- экспертно:

- прямое определение величины корректировки,
- оцифровка качественных характеристик.

Внесение корректировок:

основы корреляционно-регрессионного анализа

Корреляция – систематическая и обусловленная связь между двумя рядами данных; связь переменных, при которой одному значению одного признака соответствует несколько значений другого признака, отклоняющегося в ту или иную сторону от своего среднего значения.

Регрессия используется для анализа воздействия на отдельную зависимую переменную (например, стоимость) значений одной или более независимых переменных.

$$C_p = f(x, y, z)$$

Алгоритм построения модели:

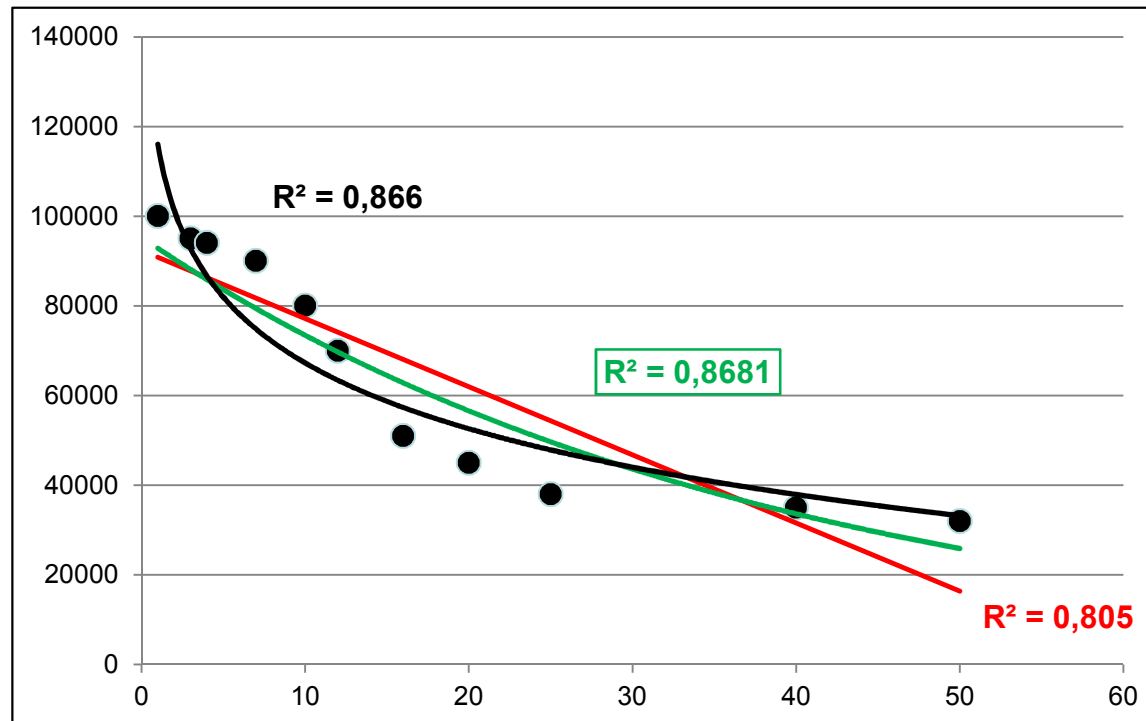
- обоснование и выбор основных ценообразующих параметров;
- выбор объектов-аналогов ($n > N + 1$);
- проверка выборки объектов-аналогов на репрезентативность рынку;
- проверка выбранных ценообразующих параметров на мультиколлинеарность, построение регрессионной модели и анализ регрессионной статистики, а также адекватности построенной модели;
- корректировка выборки аналогов и регрессионной модели по результатам анализа регрессионной статистики;
- расчет рыночной стоимости объекта оценки.

Внесение корректировок:

основы корреляционно-регрессионного анализа

Мультиколлинеарность – взаимосвязь между факторными признаками (ценообразующими параметрами). Примеры :

- площадь и объем здания;
- мощность двигателя и объем камеры сгорания у разного рода машин;
- возраст крупно-рогатого скота и его масса (до определенного момента).



Внесение корректировок:

основы корреляционно-регрессионного анализа

Одним из параметров, характеризующих достоверность модели, является **коэффициент детерминации R^2** – показывает, какой процент дисперсии известных рыночных данных объясняется с помощью регрессионной зависимости. Значение R^2 является индикатором степени подгонки модели к данным (близкое к 1,0 значение показывает, что модель объясняет почти всю изменчивость соответствующих переменных).

Шкала Чеддока

Количественная мера тесноты связи	Качественная характеристика силы связи
0,1 - 0,3	Слабая
0,3 - 0,5	Умеренная
0,5 - 0,7	Заметная
0,7 - 0,9	Высокая
0,9 - 0,99	Весьма высокая

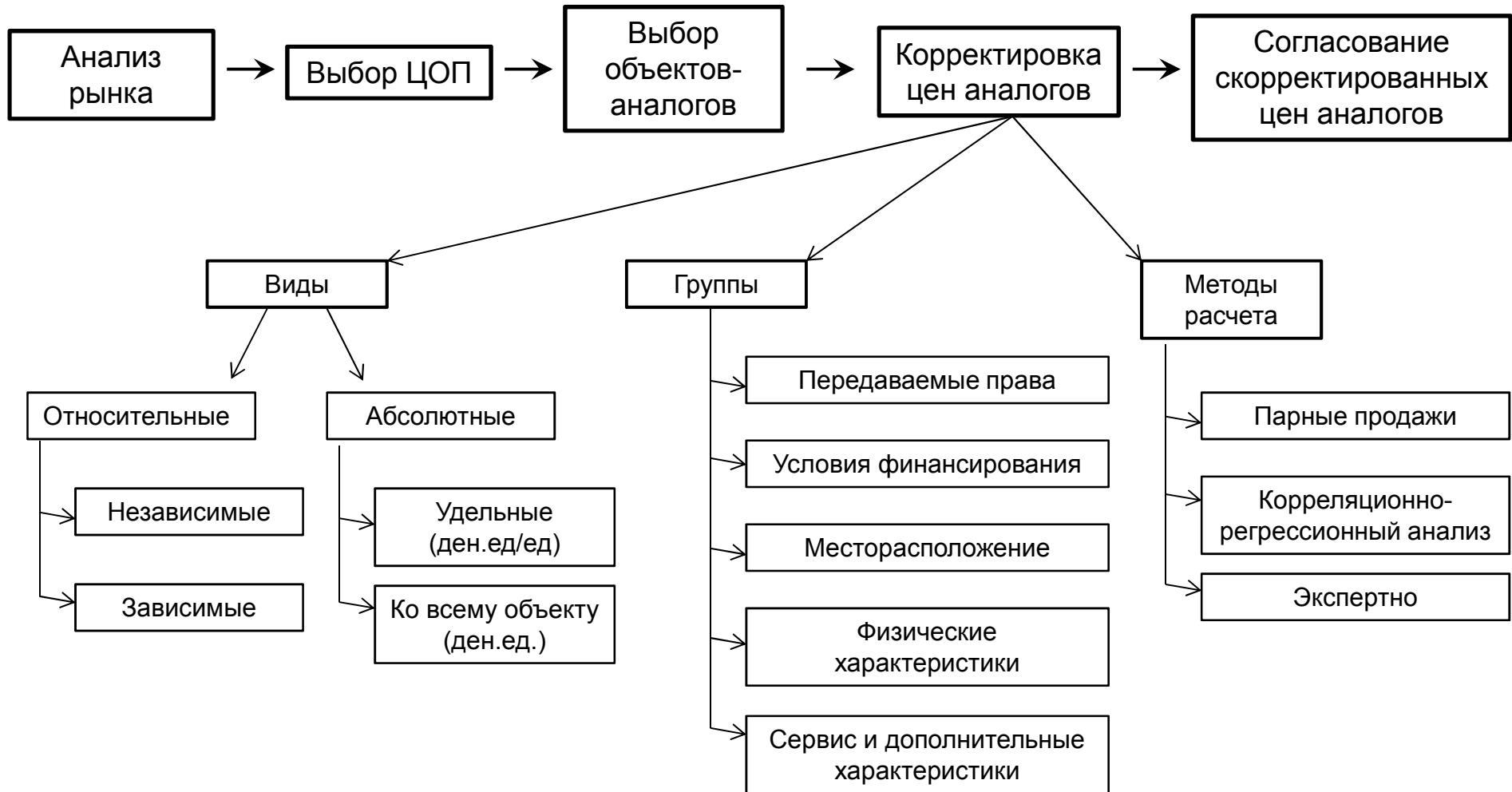
Внесение корректировок:

сравнение методов внесения корректировок

Парные продажи	Корреляционно-регрессионное моделирование	Квалиметрия / экспертная оценка
<i>Преимущества/недостатки</i>		
точность расчетов простота расчетов наглядность сложность поиска аналогов	отсутствие субъективизма сложность поиска достаточного числа аналогов	независимость от аналогов возможность учета различий в качественных характеристиках субъективизм
<i>Виды имущества, при оценке которых применяются</i>		
квартиры в крупных городах автотранспорт (распространенные модели)	оборудование (технологические станки, линии) земельные участки	уникальные объекты любые объекты на неразвитом рынке

Сравнительный подход:

обобщение



Материалы для самоподготовки

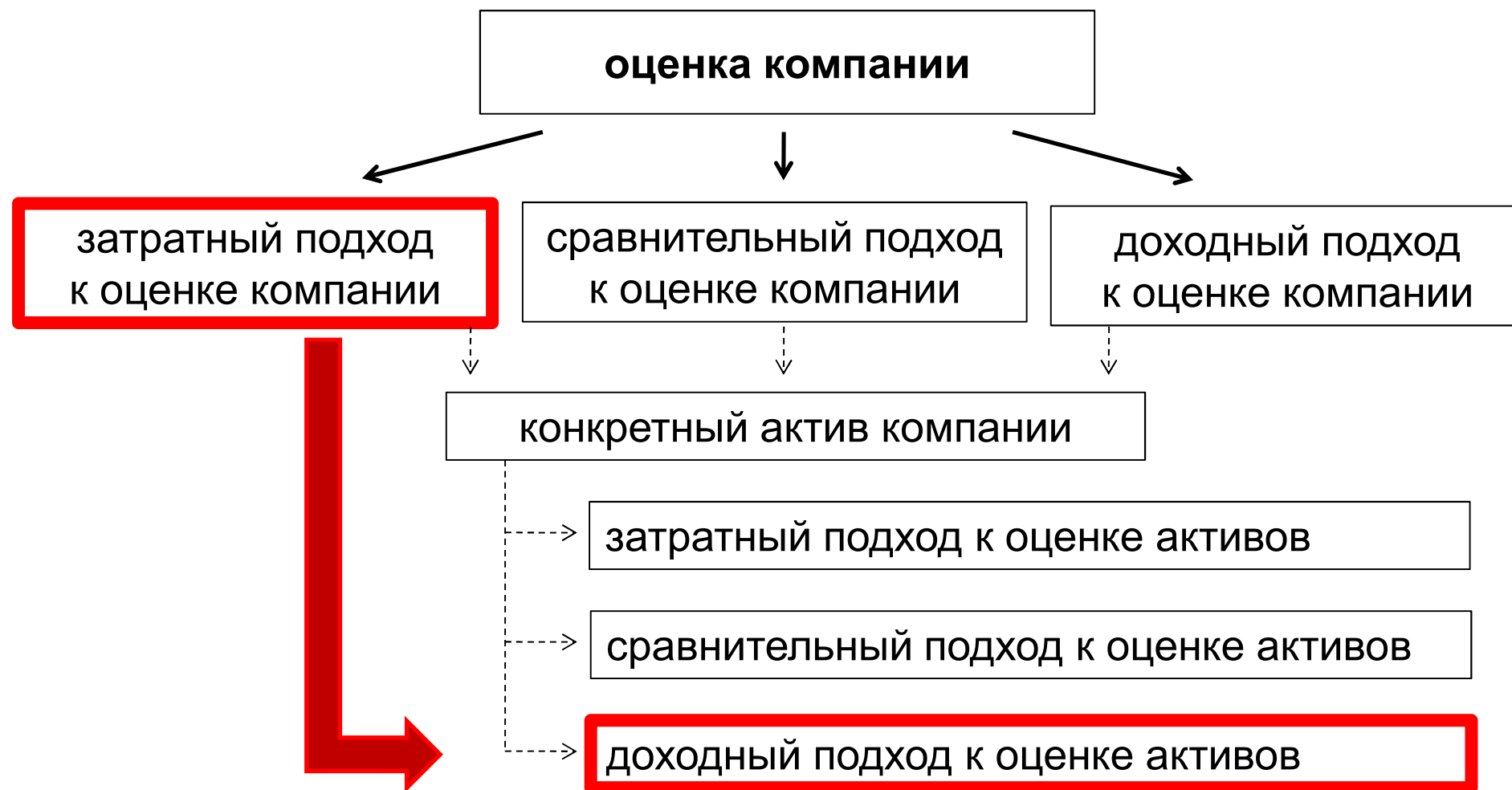
1. Федеральные стандарты оценки (ФСО №1-4) – применительно к сравнительному подходу к оценке.
2. Пример анализа рынка недвижимости.
3. Пример расчета стоимости объекта недвижимости методом сравнения продаж.
4. Пример корреляционно-регрессионного анализа.

Самостоятельная работа:

- поиск объектов-аналогов, выделение 5-ти основных ценообразующих параметров;
- решение задач по сравнительному подходу к оценке активов.



Оценка активов в составе компании

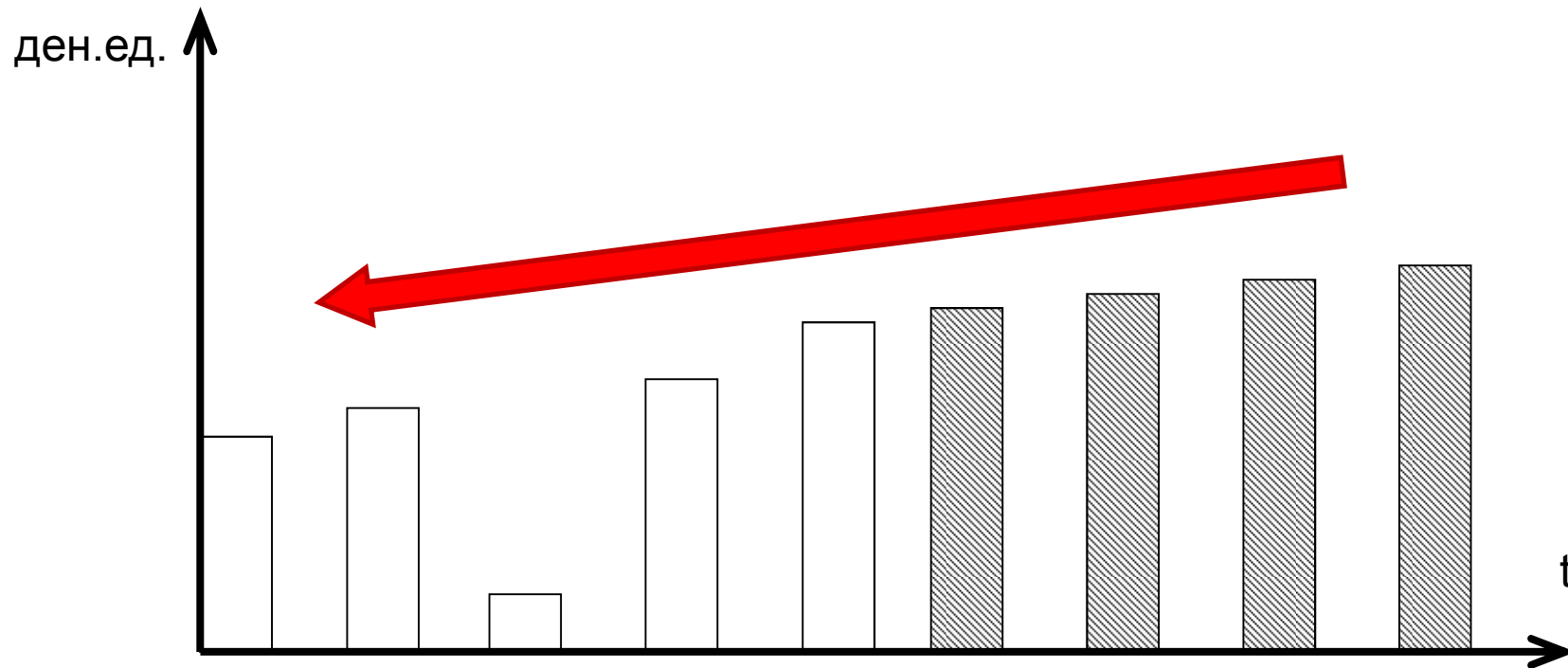


Далее оценка рыночной стоимости активов тремя подходами к оценке будет рассмотрена на примере основных средств (**земельных участков, зданий, машин и оборудования**). 92

Оценка активов:

концепция доходного подхода к оценке

Основан на принципе ожидания – типичный инвестор или покупатель приобретает недвижимость, ожидая в будущем доходы или выгоды. Иными словами, стоимость объекта может быть определена, как его способность приносить доход в будущем.



$$C_P = f(ДХ) = f(V, t_1, t_2, d).$$

Стоимость денег во времени

$$C_{\$} = f(t).$$

Основные факторы, влияющие на стоимость денег во времени:

- инфляция,
- риски,
- упущенная выгода.

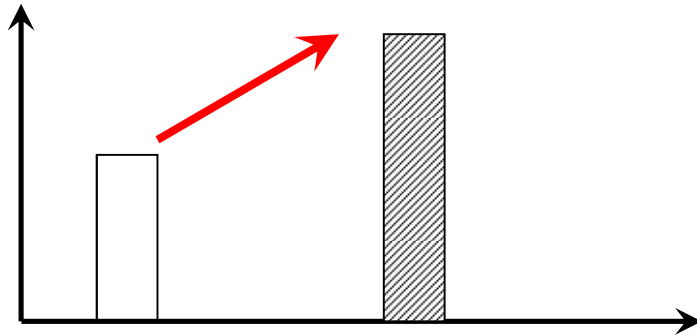
Ставка дисконтирования (i) характеризует скорость изменения стоимости денег во времени.

$$i = f(\text{инфл}, \text{риски}, \text{упущенная выгода}).$$



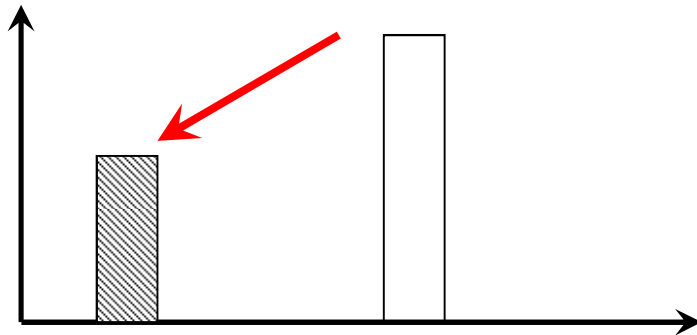
6 функций сложного процента.

Шесть функций сложного процента



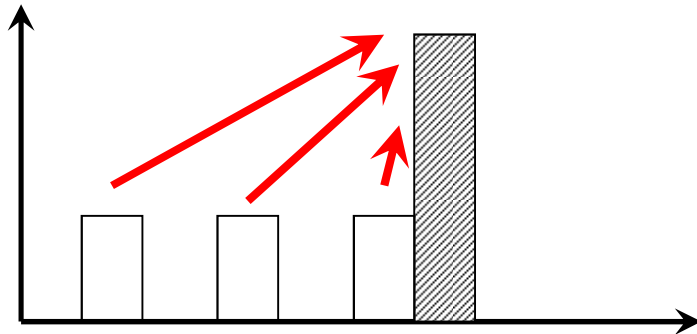
накопленная сумма единицы

$$FV = PV \times (1 + i)^t.$$



текущая стоимость единицы

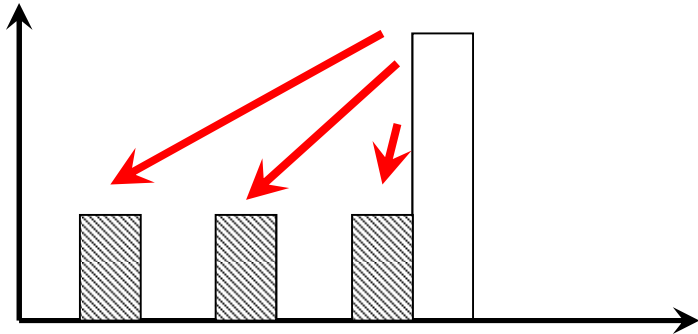
$$PV = \frac{FV}{(1 + i)^t}.$$



накопление единицы за период

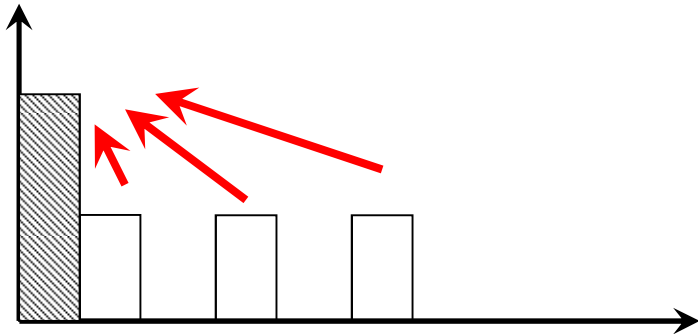
$$FV = \frac{(1 + i)^n - 1}{i} \times PMT.$$

Шесть функций сложного процента



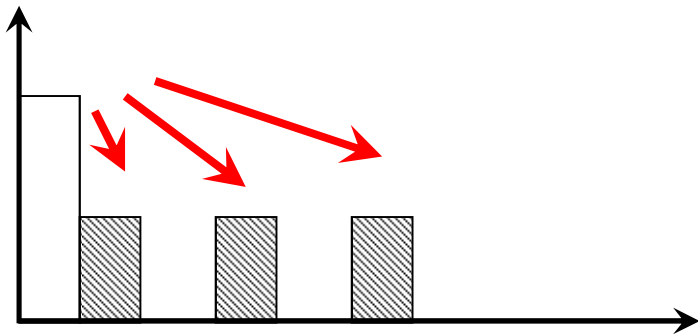
фактор фонда возмещения

$$PMT = \frac{FV \times i}{(1+i)^n - 1}.$$



текущая стоимость обычного аннуитета

$$PV = PMT \times \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}.$$



взнос на амортизацию единицы

$$PMT = \frac{PV \times i}{1 - (1+i)^{-n}}.$$

Алгоритм расчета стоимости

1. Определение варианта НЭИ объекта оценки.
2. Проведение анализа рынка.
3. Обоснование длительности прогнозного периода.
4. Прогноз доходов.
5. Прогноз расходов.
6. Моделирование денежных потоков.
7. Обоснование величины ставки дисконтирования и коэффициента капитализации (при необходимости).
8. Расчет рыночной стоимости объекта оценки как приведенной стоимости денежных потоков.

Доходы и расходы:

виды

Виды дохода:

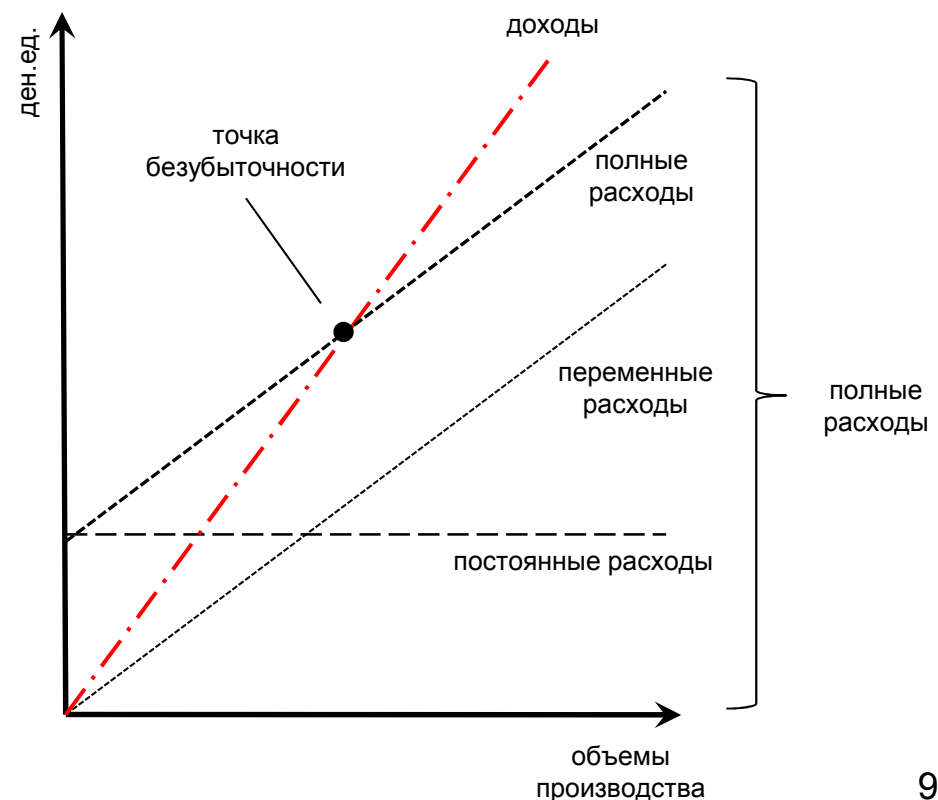
- потенциальный валовый доход (ПВД);
- действительный валовый доход (ДВД);
- чистый операционный доход (ЧОД).

Постоянные расходы:

- платежи за земельный участок,
- налог на имущество,
- расходы на страхование.

Переменные расходы:

- коммунальные услуги,
- управление,
- ремонт,
- сырье и материалы.



Доходы и расходы:

методы прогнозирования

1. Трендовый (аппроксимационный) $DX = f(x) = \{kx; e^x; \ln_x\}$

2. По среднерыночным данным $DX_t = DX_{t-1} \times (1 + i)$

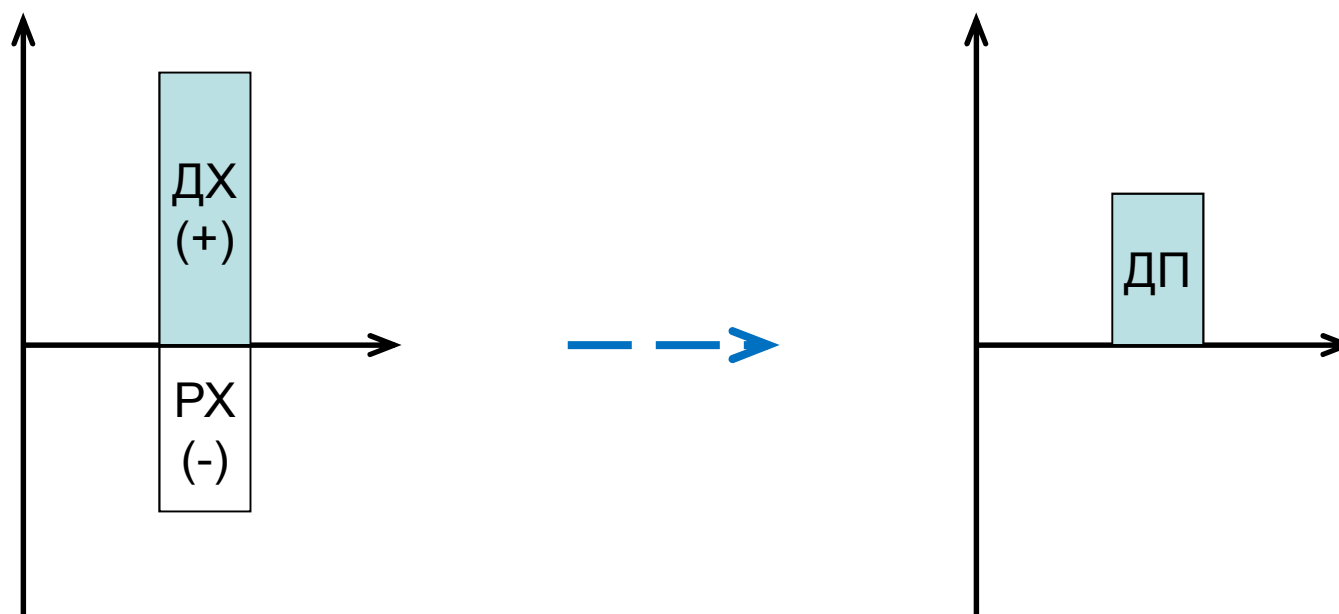
3. По натуральным показателям $DX_t = S \times AP_t$

4. Через рентабельность $DX_t = Себ_t \times (1 + \text{рент})$

Примечание: всего выделяют 30 основных «методов футурологии», часть из которых может быть использована при оценке стоимости и стоимостном консалтинге (источник – А.Турчин, и М.Батин «Футурология», краткая выжимка – mi3ch.livejournal.com/2352626.html).

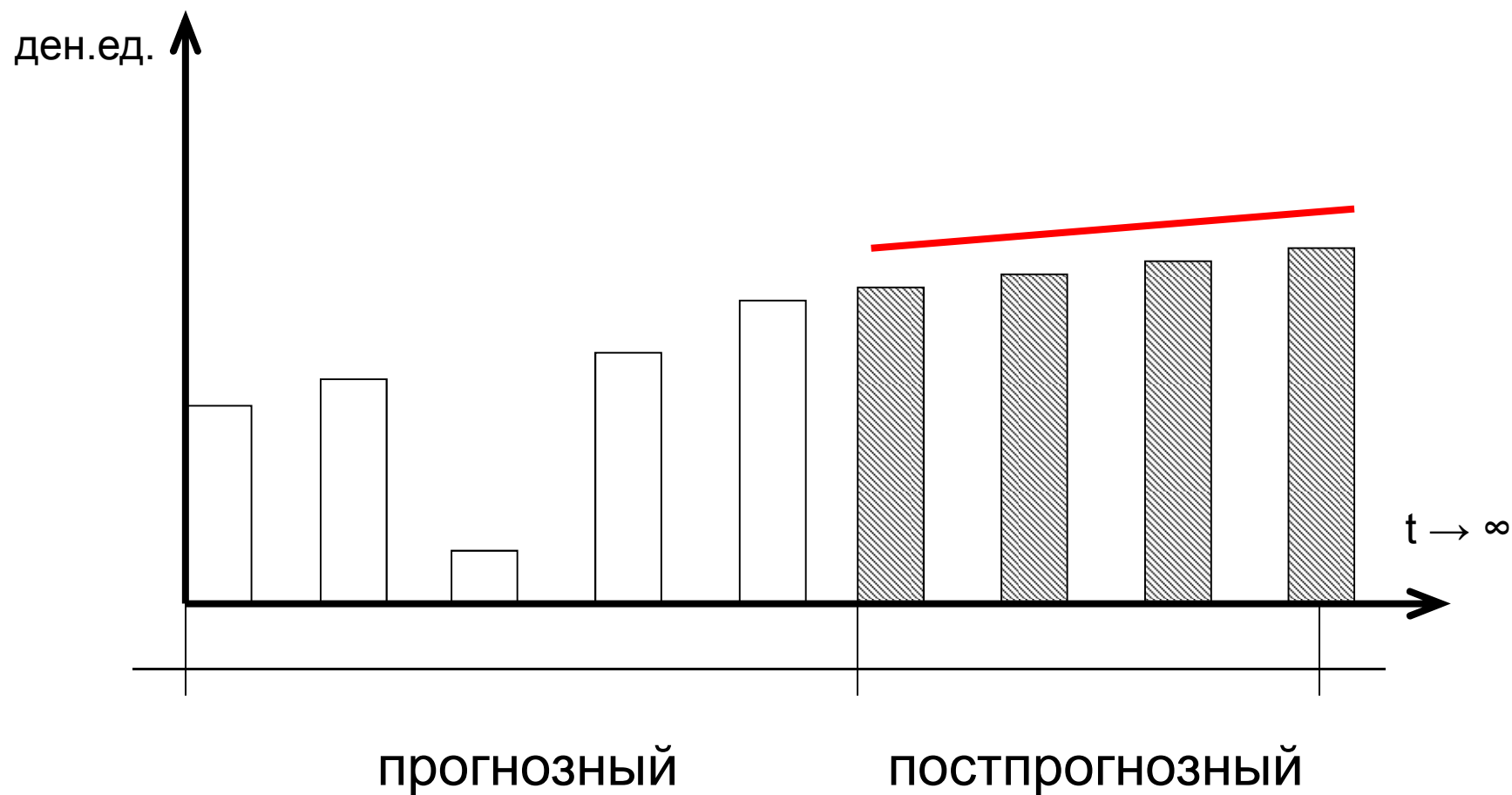
Моделирование денежных потоков

Денежный поток (Cash flow, ДП, CF) – сальдо доходов и расходов за соответствующий период времени.



$$ДП = \sum_{i=1}^n Дх_i - \sum_{j=1}^m Рх_j.$$

Моделирование денежных потоков



К концу прогнозного периода денежные потоки стабилизируются.

Ставка дисконтирования:

определение

Ставка дисконтирования характеризует скорость изменения стоимости денег во времени.

Факторы, влияющие на стоимость денег во времени:

- инфляция;
- риски;
- упущенная выгода.

Методы обоснования величины:

- метод рыночной экстракции;
- метод кумулятивного построения;
- по средневзвешенной стоимости капитала (WACC).

Ставка дисконтирования может меняться на разных этапах жизненного цикла объекта оценки.

Ставка дисконтирования:

метод кумулятивного построения

$$i = i_{БР} + i_P.$$

$$i_P = \sum_{j=1}^n i_j.$$

Структура рисковей составляющей

Фактора риска	Интервал значений, %
Премия за риск правового поля	0—5
Премия за риск рынка недвижимости	0—5
Премия за низкую ликвидность	0—5
Премия за риск управление проектом	0—5
Премия за рентабельность и прогнозируемость доходов	0—5
Премия за техногенные риски	0—5

Шкала Харрингтона

Качественная характеристика вероятности	Количественная Характеристика вероятности, %	Количественная характеристика вероятности применительно к рисковому составляющим, %
Очень высокая	80-100	5
Высокая	63-80	4
Средняя	37-63	3
Низкая	20-37	2
Очень низкая	0-20	1

Метод капитализации

как частный случай метода дисконтирования

Метод капитализации – частный случай метода дисконтирования, применяется при одновременном выполнении следующих условий:

- период генерации доходов объектом оценки относительно бесконечен;
- доходы поступают через равные промежутки времени;
- величина доходов изменяется линейно.

$$C_P = \frac{CF}{R}.$$

Всем условиям удовлетворяет (должен удовлетворять) постпрогнозный период существования недвижимости.

В общем виде:

$$R = i + i_{BOЗBP}(\pm g).$$

Метод капитализации:

методы обоснования величины нормы возврата

Три основных метода определения величины нормы возврата:

- метод Ринга – для истощаемых (изнашиваемых) активов;
- метод Инвуда – для высокоприбыльных активов;
- метод Хоскольда – для активов, генерирующих постоянные потоки доходов.

Метод Ринга используется, когда ожидается, что возмещение основной суммы будет осуществляться равными частями. Годовая норма возврата капитала определяется по следующей формуле:

$$i_{\text{ВОЗВР}} = \frac{1}{n} \times 100\%.$$

Норма возврата – ежегодная доля первоначального капитала, помещенная в беспроцентный фонд возмещения:

Метод капитализации:

методы обоснования величины нормы возврата

Метод Инвуда применяется, когда сумма возврата капитала реинвестируется *по ставке доходности инвестиции*. В этом случае норма возврата как составная часть коэффициента капитализации равна фактору фонда возмещения при той же **ставке процента, что и по инвестициям**.

Метод Хоскольда применяется в тех случаях, когда ставка дохода первоначальных инвестиций несколько *высока* и реинвестирование по той же ставке маловероятно. Для реинвестируемых средств предполагается получение дохода **по безрисковой ставке**.

$$i_{BO3BP} = \frac{i}{(1+i)^n - 1}.$$



Метод капитализации

математическая модель

$$i = 15\%.$$

$$C_P = \sum_{t=1}^T \frac{ДП}{(1+i)^t}.$$

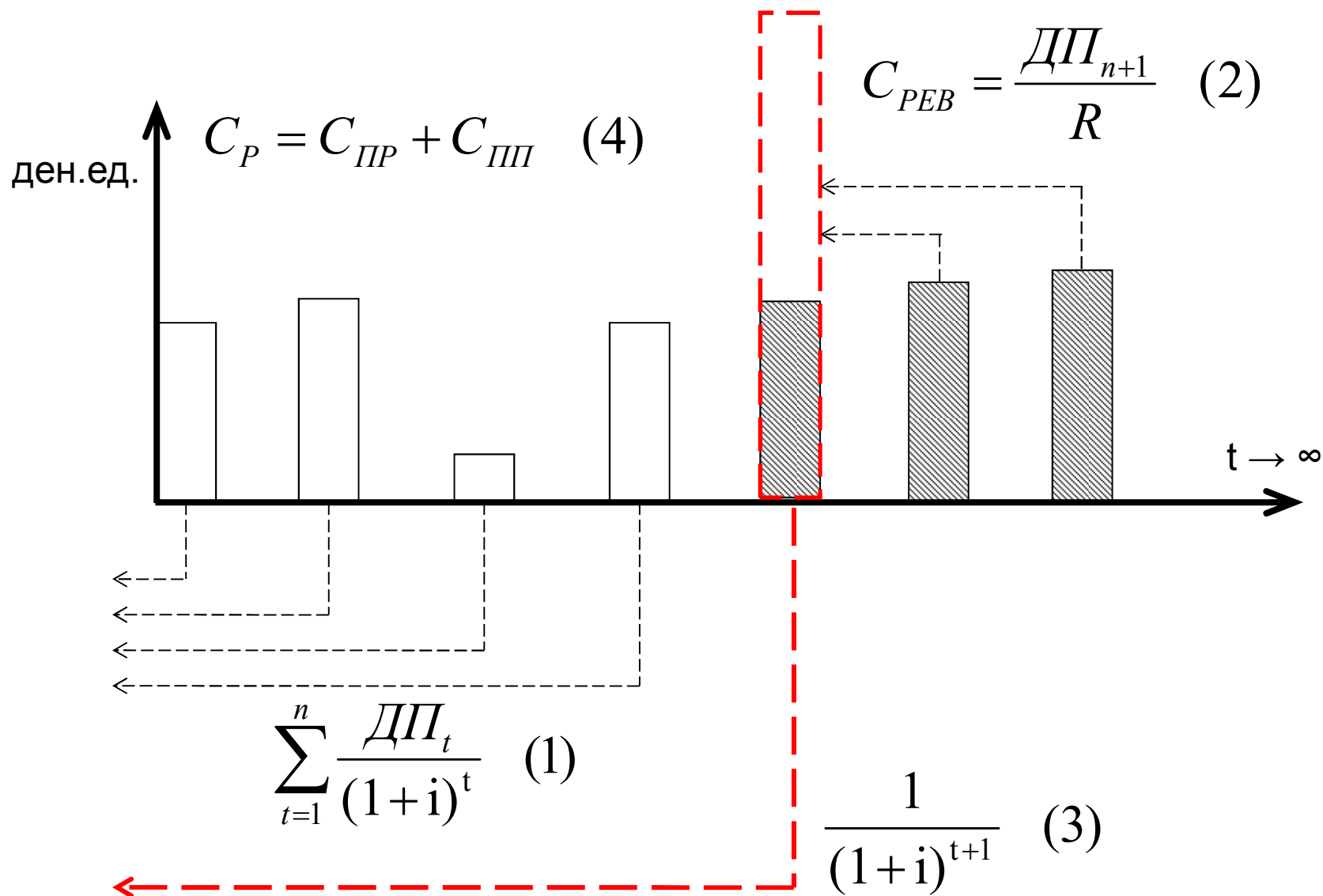
$$C_P = \frac{ДП}{R}.$$

№ периода	Денежный поток	Дисконтный множитель	Текущая стоимость
1	1000	0,869565217	869,57
2	1000	0,756143667	756,14
3	1000	0,657516232	657,52
-//-			
48	1000	0,001220404	1,22
49	1000	0,001061221	1,06
50	1000	0,000922801	0,92
Суммарная текущая стоимость			6 660,51

$$i_{ВОЗВР} = \frac{i}{(1+i)^n - 1}.$$

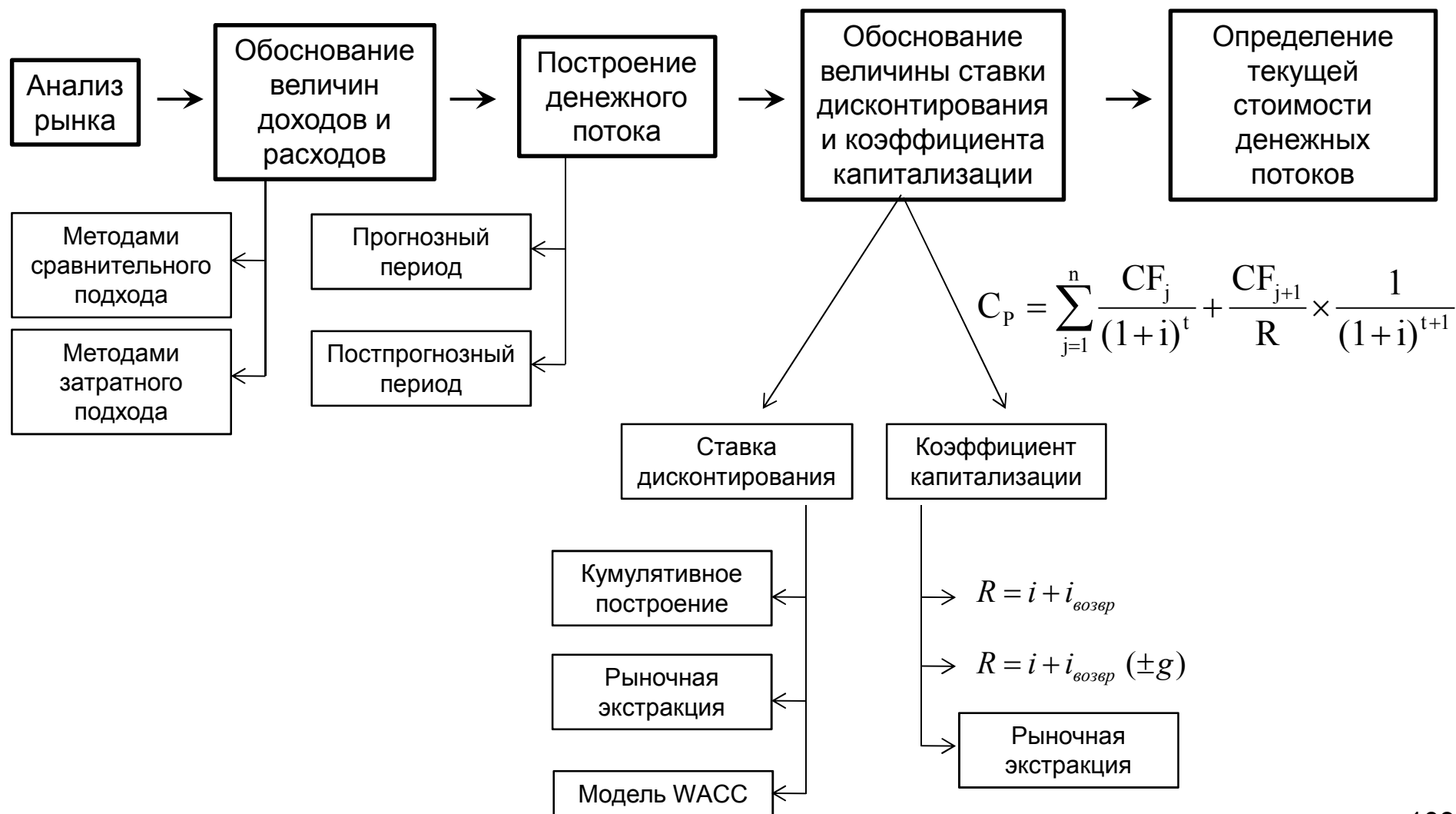
Денежный поток первого периода	1 000
Коэффициент капитализации	0,150139
Суммарная текущая стоимость	6 660,51

Определение текущей стоимости денежных потоков

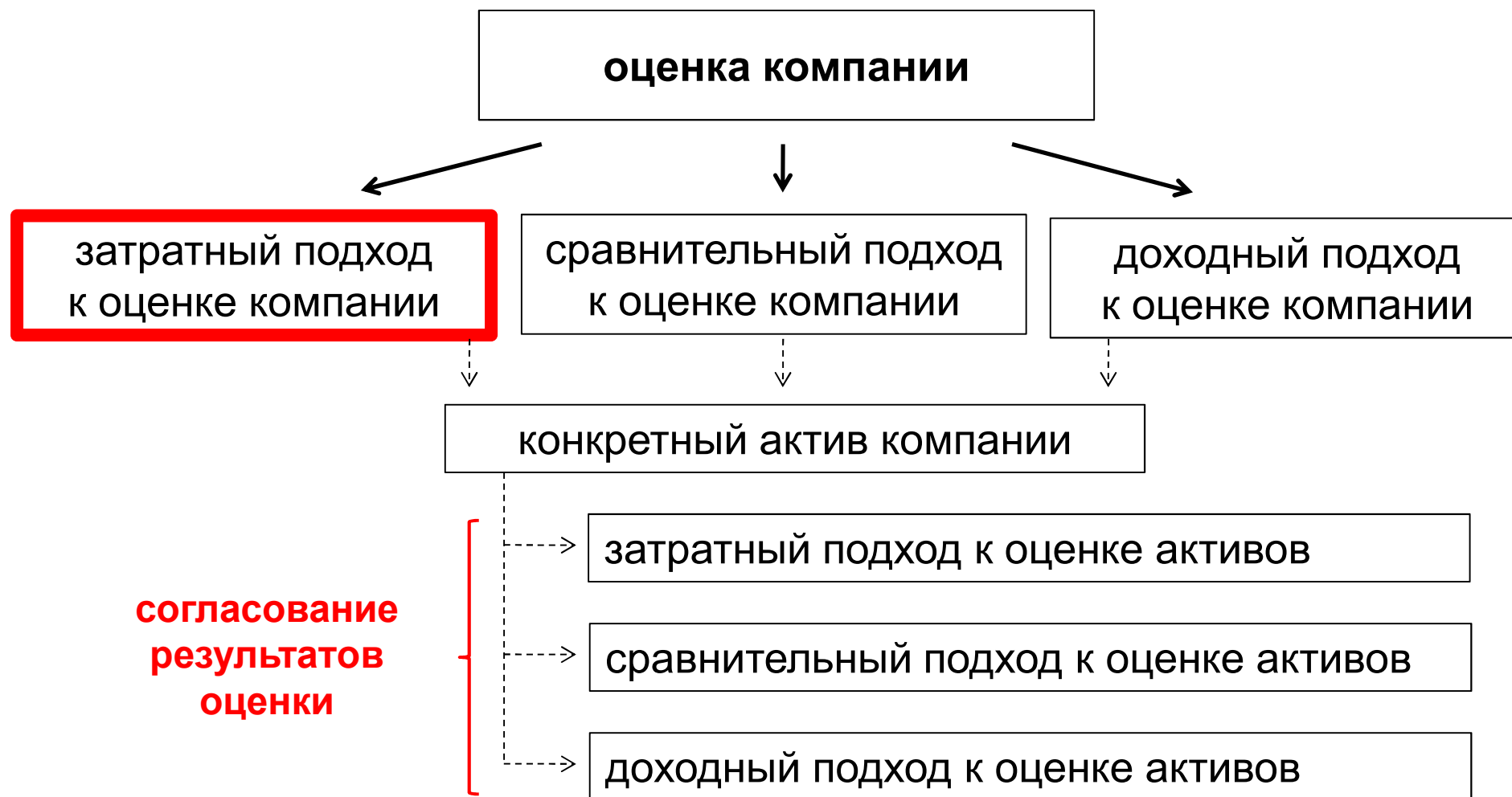


Доходный подход:

обобщение



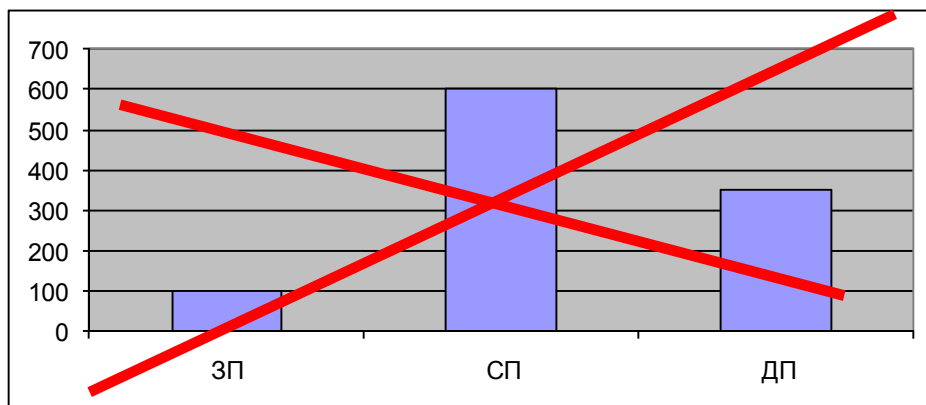
Оценка активов в составе компании



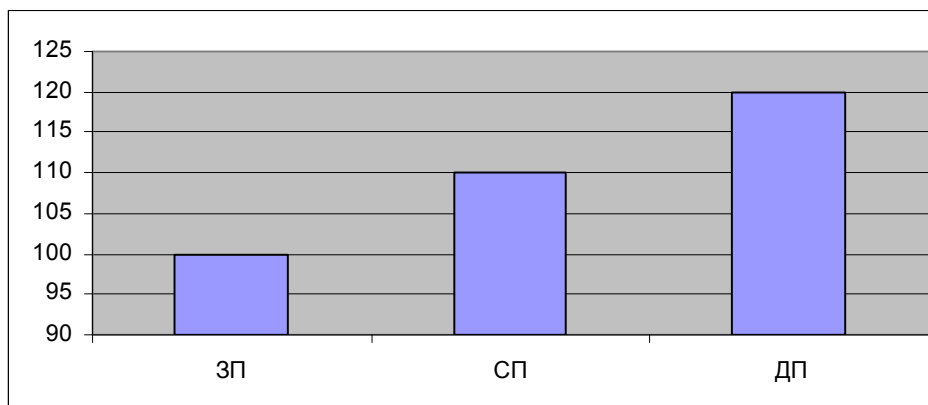
Далее оценка рыночной стоимости активов тремя подходами к оценке будет рассмотрена на примере основных средств (**земельных участков, зданий, машин и оборудования**). 110

Согласование результатов оценки

→ благо
ОН → товар
→ источник дохода → доходный подход
→ затратный подход
→ сравнительный подход



результаты отличаются в 6 раз



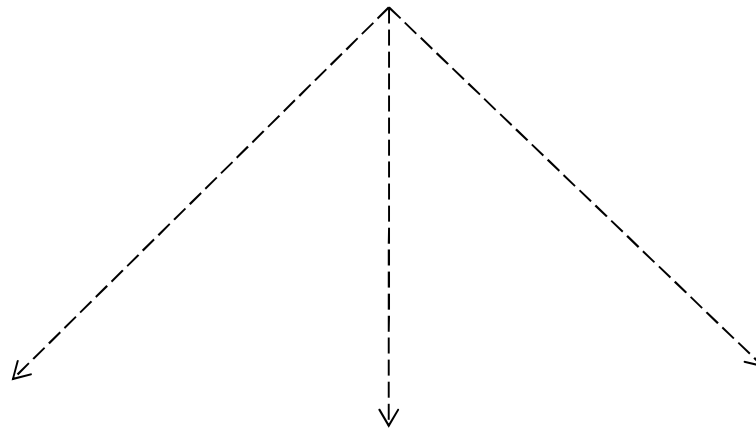
результаты отличаются на 30%

Согласование результатов оценки

Учитывается:

- состояние рынка;
- вид объекта оценки;
- специфику объекта оценки;
- достоверность информации;
- обоснованность расчетов.

достоверность
результатов



Затратный
подход

Сравнительный
подход

Доходный
подход

экономическая
ситуация

кризис

стабильность

подъем

Согласование результатов оценки:

преимущества и недостатки подходов к оценке

Подход к оценке	Преимущество	Недостаток
Затратный	• простота; • возможность формализации (быстрота расчетов); • применим для большинства объектов оценки; • минимальный субъективизм.	• невозможность учета ряда факторов (например, будущих выгод); • слабая корреляция с рыночной ситуацией; • высокая погрешность при больших величинах износа
Сравнительный	наиболее полный учет рыночной конъюнктуры	сложность расчета (поиск аналогов, внесение множества корректировок)
Доходный	возможность учета будущих выгод	большой субъективизм (погрешность)

Согласование результатов оценки

Затратный:

- мост;
- канализация;
- пруд.

Сравнительный:

- квартира;
- автомобиль;
- ювелирное украшение.

Доходный:

- месторождение;
- бренд.

Для обсуждения:

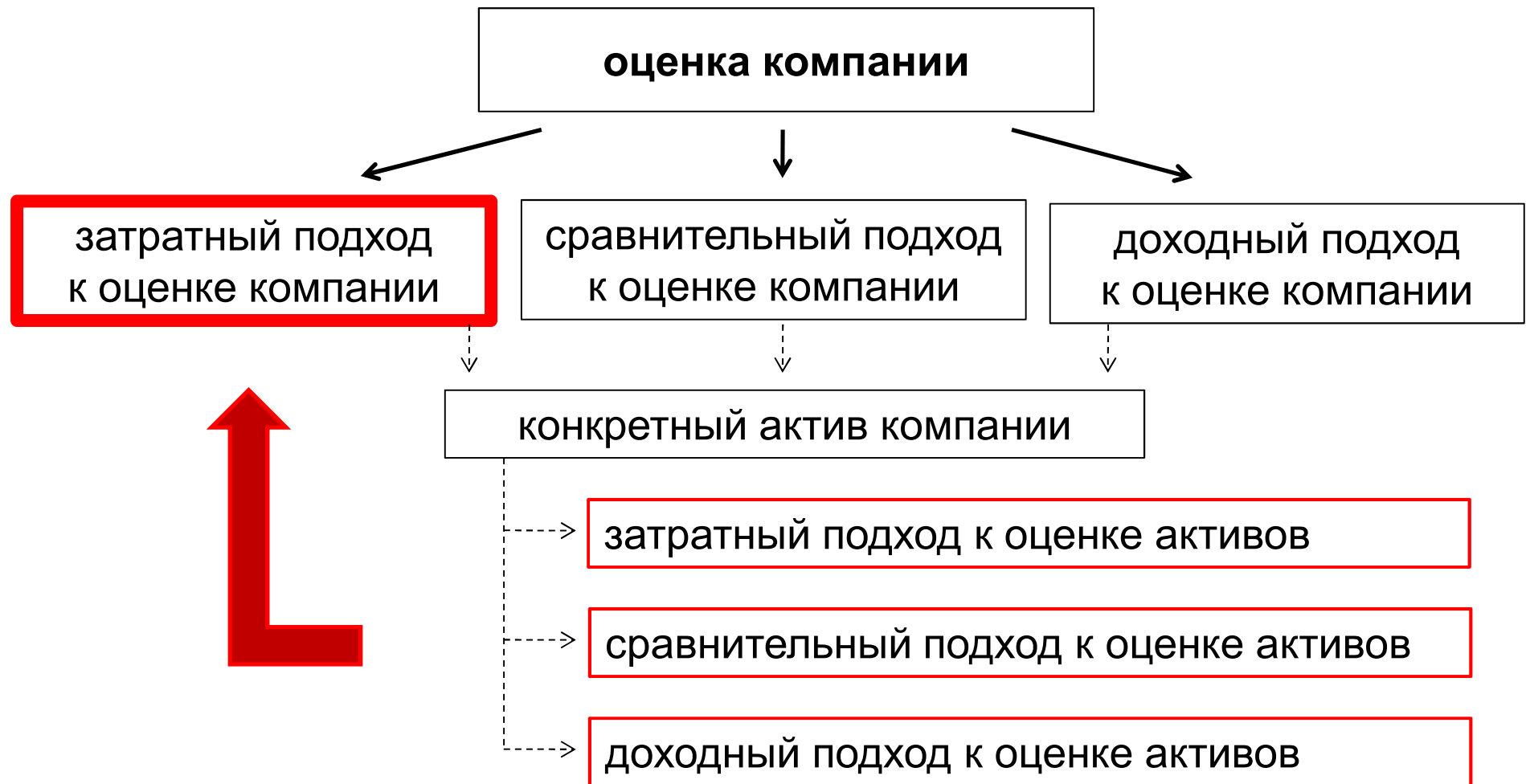
- спутник связи;
- племенной скот;
- ноу-хау.

Методы согласования:

- по среднему арифметическому;
- на основе экспертного мнения;
- пропорционально (обратно пропорционально) какому-либо параметру,
- по методу анализа иерархий (МАИ, метод Саати).

$$d_i = \frac{1 - OBK_i / \sum OBK}{n - 1}$$

Методологическая иерархия оценки



Затратный подход к оценке:

метод чистых активов – оценка основных средств

**Индивидуальная оценка
каждой позиции**

$$C_{OC} = \sum_{i=1}^n OC_i = \sum_{i=1}^n f(C_{OC_i}^{ЗП}, C_{OC_i}^{СП}, C_{OC_i}^{ДП}).$$

**Через удельные
показатели стоимости**

$$C_{OC} = \sum_{i=1}^n OC_i = \sum_{i=1}^n C_{OC_i}^{уд} \times V.$$

**Индексирование
балансовой стоимости**

$$C_{OC} = \sum_{i=1}^n OC_i = \sum_{i=1}^n C_{OC_i}^{бал} \times k_{бал-рын}.$$

Как правило, для разных групп ОС применяются разные методы, что позволяет минимизировать трудозатраты без значительного снижения достоверности

Затратный подход к оценке:

метод чистых активов – оценка основных средств – алгоритм расчетов

- 1) группировка ОС по видам (здания, строения, автотранспорт и пр.);
- 2) выделение наиболее дорогостоящих ОС (20% из закона Парето);
- 3) оценка рыночной стоимости нескольких наиболее дорогостоящих ОС в отдельности, а также «типичных» ОС из каждой группы (в классическом виде с применением максимально возможного количества подходов);
- 4) по результатам реализации п.3 определяются удельные показатели стоимости, а также индексы пересчета (с учетом состояния активов, а также их общего количества);
- 5) определение рыночной стоимости оставшихся наиболее дорогостоящих ОС с использованием удельных показателей стоимости;
- 6) определение рыночной стоимости прочих ОС с использованием удельных показателей стоимости и индексов пересчета (сопровождается выборочной проверкой полученных результатов на соответствие рыночным данным);
- 7) определение суммарной рыночной стоимости ОС.

Затратный подход к оценке:

метод чистых активов – оценка запасов

При оценке запасов используется как те же методы, что и при оценке стоимости основных средств, так и ряд дополнительных

По рыночным данным
(объекты, широко представленные на рынке)

$$C_{зп} = C_{бал} \times \left(1 - \frac{I_B}{100\%}\right).$$

По стоимости материалов
(негодные к использованию по целевому назначению объекты)

$$C_{зАП} = \sum_{i=1}^n C_{рын}^{mat_i}.$$

С учетом предполагаемой рентабельности производства

(узкоспециализированные объекты высокой степени готовности, которые проблематично продать на открытом рынке по их целевому назначению)

$$C_{зп} = C_{бал} \times (1 + rent)^t.$$

Типичный алгоритм оценки рыночной стоимости запасов:

- 1) группировка запасов по видам (ликвидности, возможности использования в производстве);
- 2) определение рыночной стоимости запасов в рамках каждой из групп;
- 3) определение суммарной рыночной стоимости активов.

Затратный подход к оценке:

метод чистых активов – оценка «дебиторской задолженности»

Дебиторская задолженность – актив с убывающей полезностью: чем дальше от даты оценки отстоит предполагаемая дата погашения, тем меньше ценность такой задолженности.

При оценке рыночной стоимости дебиторской задолженности необходимо учитывать следующие факторы:

- период времени с даты оценки до предполагаемой даты погашения задолженности;
- скорость изменения стоимости денег во времени для кредитора;
- вероятность погашения задолженности со стороны дебитора (которая, в свою очередь, зависит от:
 - финансового состояния дебитора;
 - графика предыдущих выплат;
 - обеспечения задолженности (прежде всего, актуально при оценке кредитов, выданных банками).

$$C_{ДЗ} = C_{ДЗ}^{бал} \times \left(\frac{1}{(1+i)^t} \right) \times (1 - k_{непогашения}).$$

Как правило, риск непогашения задолженности дебитором учитывается в величине ставки дисконтирования.

Материалы для самоподготовки

1. Федеральные стандарты оценки (ФСО 1-4) – применительно к доходному подходу к оценке и согласованию результатов оценки;
2. Пример расчета стоимости объекта недвижимости по доходному подходу к оценке.
3. Пример расчета стоимости предприятия методом чистых активов.
4. Пример отчета об оценке стоимости объекта недвижимости (здания).
5. Пример отчета об оценке стоимости объекта недвижимости (здания), выполненного по американским стандартам оценки.

Самостоятельная работа: решение задач на 6 функций сложного процента.



«ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА»

Тема 3. Сравнительный подход к оценке бизнеса

Сравнительный подход к оценке:

методы расчета

$$C_P = f(C_A)$$

**Метод
отраслевых
коэффициентов**



предприятия
малого бизнеса

**Метод
рынка капитала**



предприятия
различного
масштаба

**Метод
сделок**



разновидность
метода рынка
капитала

Используются следующие результаты финансового анализа:

- основные коэффициенты, характеризующие деятельность предприятия, для сопоставления с показателями аналогов (например, рентабельность);
- ретроспективная динамика показателей.

Сравнительный подход к оценке:

метод отраслевых коэффициентов

Основан на использовании коэффициентов отношения цены к определенным экономическим показателям. Показатели рассчитываются на основе обобщенных данных о продажах предприятий **малого бизнеса** и учитывают их отраслевую специфику.

Примеры коэффициентов (ретроспективные данные):

- **рекламные агентства** — 0,7 от годовой выручки;
- **рестораны** — 0,25 - 0,5 от валовой выручки;
- **предприятия розничной торговли** — 0,75-1,5 от суммы: чистая прибыль за год + оборудование + запасы;
- **машиностроительные предприятия** — 1,5-2,5 от суммы: чистая прибыль за год + запасы.

Сравнительный подход к оценке:

метод отраслевых коэффициентов – алгоритм расчета

- отнесение предприятия к соответствующей отрасли;
- выявление экономического показателя, определяющего стоимость предприятия, главным образом;
- определение диапазона коэффициента приведения экономического показателя к стоимости;
- определение наиболее вероятного значения коэффициента для оцениваемого предприятия;
- расчет рыночной стоимости предприятия.

$$C_P = \text{ФинПок} \times k.$$

Сравнительный подход к оценке:

методы рынка капитала

По принципу замещения, инвестор может инвестировать либо в оцениваемое предприятие, либо в аналогичное предприятие – данные о стоимости аналогичных предприятий при соответствующих корректировках могут послужить ориентирами для определения стоимости оцениваемого предприятия.

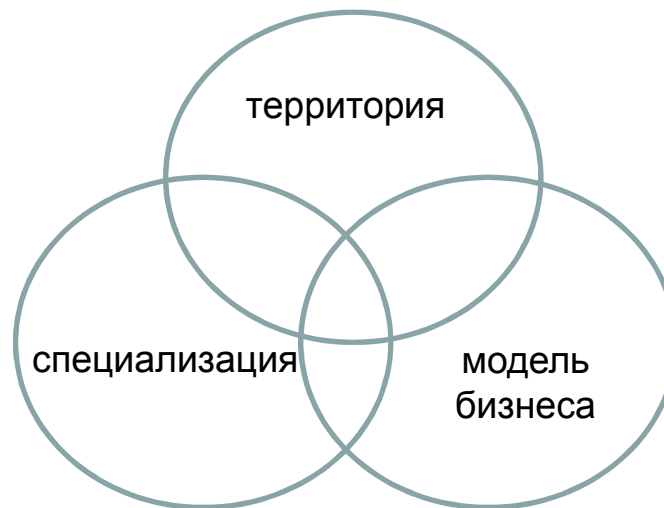
Алгоритм применения метода:

1. Выбор предприятий-аналогов.
2. Анализ и сопоставление показателей предприятий.
3. Выбор и расчет оценочных мультипликаторов.
4. Применение мультипликаторов к оцениваемому предприятию.

Сравнительный подход к оценке:

методы рынка капитала – шаг 1

При отборе предприятий-аналогов учитываются следующие основные признаки сопоставимости:



Дополнительные признаки:

- класс производимой продукции/услуг (субспециализация);
- характеристики имущественного комплекса;
- стадия развития предприятий;
- финансовое состояние.

Сравнительный подход к оценке:

методы рынка капитала – шаг 1. Источники информации

- отчетность самих предприятий (прежде всего, годовые отчеты эмитентов, бухгалтерская отчетность);
- система СПАРК (www.spark-interfax.ru);
- система комплексного раскрытия информации НАУФОР (www.skrin.ru);
- система раскрытия информации ФСФР;
- бюллетень «Реформа»;
- специализированные аналитические обзоры.
- база данных Bloomberg (www.bloomberg.com),
- база данных А. Damodaran
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

Сравнительный подход к оценке:

методы рынка капитала – шаг 1

Содержание отчета эмитента (на примере ОАО «Лукойл»)

- I. Краткие сведения о лицах, входящих в состав органов управления эмитента, сведения о банковских счетах, об аудиторе, оценщике и о финансовом консультанте эмитента, а также об иных лицах, подписавших ежеквартальный отчет.
- II. Основная информация о финансово - экономическом состоянии эмитента.
- III. Подробная информация об эмитенте.
- IV. Сведения о финансово - хозяйственной деятельности эмитента.
- V. Подробные сведения о лицах, входящих в состав органов управления эмитента, органов эмитента по контролю за его финансово-хозяйственной деятельностью, и краткие сведения о сотрудниках (работниках) эмитента.
- VI. Сведения об участниках (акционерах) эмитента и о совершенных эмитентом сделках, в совершении которых имела заинтересованность
- VII. Бухгалтерская отчетность эмитента и иная финансовая информация.
- VIII. Дополнительные сведения об эмитенте и о размещенных им эмиссионных ценных бумагах

Приложение №1. Сведения о банковских счетах эмитента

Приложение №2. Сведения о лицензиях

Приложение №3. Дочерние и зависимые хозяйственные общества эмитента

Приложение №4. Сведения об организациях, в которых эмитент владеет не менее чем 5 % уставного капитала (паевого фонда) либо не менее чем 5 % обыкновенных акций

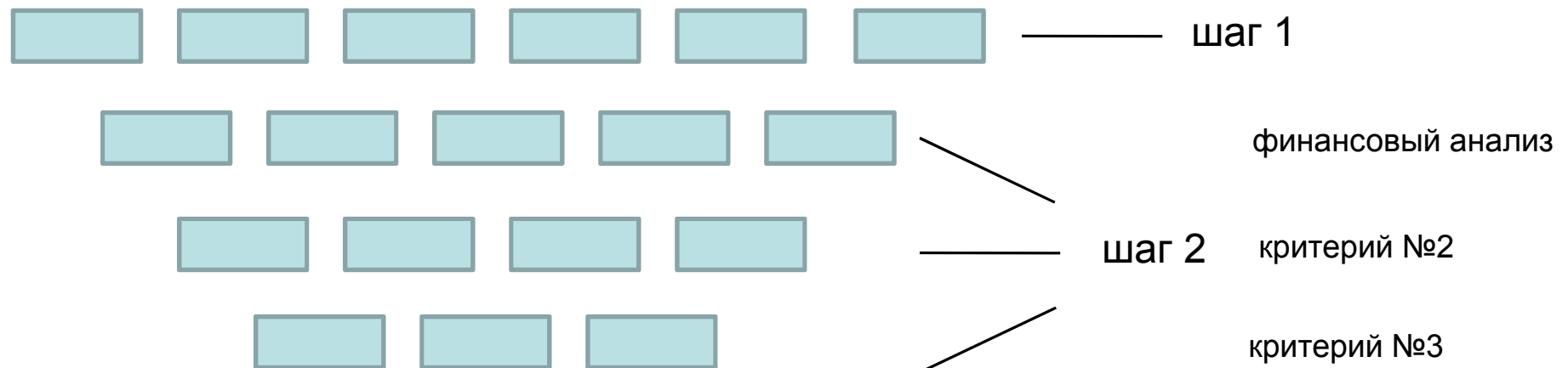
Приложение №5. Бухгалтерская отчетность за 1 полугодие 2009 г.

Сравнительный подход к оценке:

методы рынка капитала – шаг 2

По результатам анализа и сопоставления показателей предприятий производится отсев аналогов, которые, по ряду причин, не могут быть использованы в дальнейших расчетах.

Оставшаяся выборка аналогов должна быть достаточно репрезентативна и позволять выполнить необходимые усреднения и статистическую обработку.



Сравнительный подход к оценке:

методы рынка капитала – шаг 3

Оценочный мультипликатор — коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и некоторой базой.

$$МП = \frac{C_p}{i_{база}}.$$

Классификация мультипликаторов

По периоду времени:

- моментные – база определяется на конкретную дату;
- интервальные – база определяется за период.

По виду базы:

- финансовые
- натуральные.

Сравнительный подход к оценке:

методы рынка капитала – шаг 3

Распространенные мультипликаторы

Условное обозначение	Наименование мультипликатора
<i>Финансовые</i>	
EV/S	Стоимость бизнеса / Выручка
EV/EBITDA	Стоимость бизнеса / Прибыль до уплаты налогов, процентов и амортиз.
EV/Sales margin	Стоимость бизнеса / Прибыль от реализации
EV/EBIT	Стоимость бизнеса / Прибыль до уплаты налогов и процентов
EV/NOPLAT	Стоимость бизнеса / Операционная прибыль после уплаты налогов
EV/BVA	Стоимость бизнеса / Балансовая стоимость активов
EV/запасы	Стоимость бизнеса / Запасы
P/E	Цена / Чистая прибыль
P/FCFE	Цена / Чистый денежный поток акционеров
P/Div	Цена / Дивиденды
P/BVE	Цена / Балансовая стоимость чистых активов
<i>Натуральные</i>	
EV/мощность	Стоимость бизнеса / Мощность
EV/клиентская база	Стоимость бизнеса / Клиентскую базу (например, количество абонентов)
EV/объемы пр-ва	Стоимость бизнеса / Объемы производства

Сравнительный подход к оценке:

методы рынка капитала – шаг 3

Пример расчета

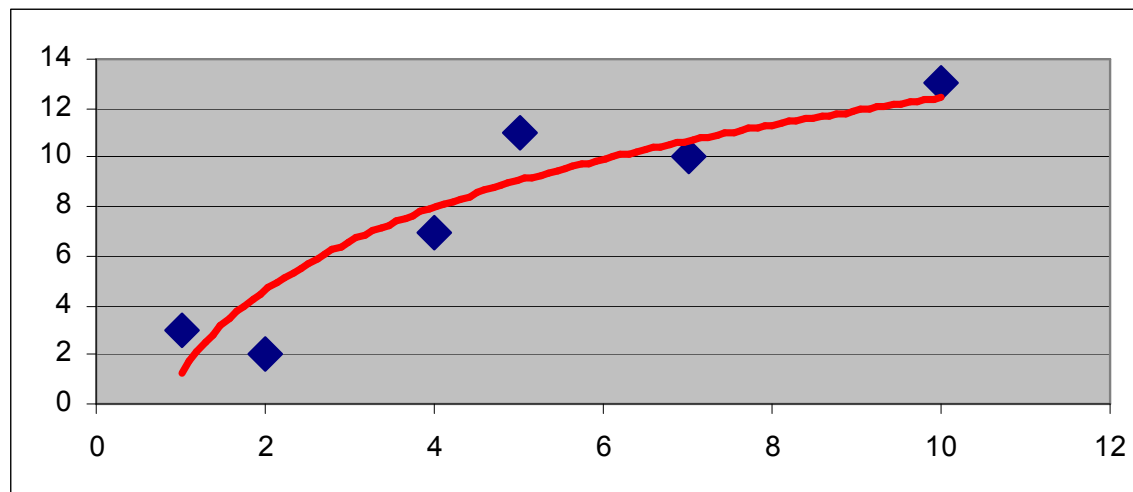
Показатель	Значение				
	аналог 1	аналог 2	аналог 3	аналог 4	объект оценки
Выручка, тыс.руб.	10 000	20 000	19 000	25 000	15 000
Цена 100% доли участия, тыс.руб.	80 000	150 000	205 000	183 000	
Мультипликатор	8,0	7,5	10,8	7,3	?
Средняя величина мультипликатора	8,4				
Рыночная стоимость объекта оценки, тыс.руб.					126 036

Сравнительный подход к оценке:

методы рынка капитала – шаг 3, 4

Для снижения погрешности расчеты проводятся по нескольким мультипликаторам, результат взвешивается (усредняется).

$$C_P = \sum_{j=1}^n [i_{\text{база}} \times M\Pi_j] \times d_j.$$



Сравнительный подход к оценке:

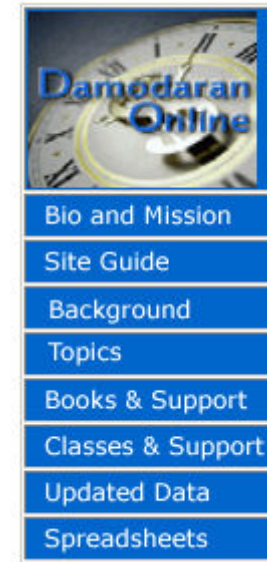
источники информации

Сайт А.Дамодарана

1. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

2. Раздел «Updated data»

3. Подраздел «Multiples»



<i>Industry Name</i>	<i>Number of Firms</i>	<i>EV/EBITDA</i>	<i>EV/EBIT</i>	<i>EV/EBIT(1-t)</i>
Advertising	28	8.51	11.23	19.96
Aerospace/Defense	63	6.48	7.75	11.06
Air Transport	40	7.07	10.65	18.58
Apparel	48	7.99	9.89	14.43
Auto Parts	47	8.07	12.15	17.25
Automotive	19	6.20	11.77	13.48
Bank	418	6.87	6.87	7.90
Bank (Canadian)	7	4.26	4.26	5.27

Сравнительный подход к оценке:

специфика применения

1. Отсутствие достаточной для анализа статистической базы.
2. Несоответствие рыночной и балансовой стоимостей статей баланса.
3. Отсутствие достаточной для сопоставления информации по предприятиям-аналогам.
4. Невозможность использования ретроспективных статистических данных в условиях динамичного рынка (например, в условиях кризиса).

В российской оценочной практике, как правило, сравнительный подход применяется индикативно.

Материалы для самоподготовки

1. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995г. №208-ФЗ.
2. Отчет эмитента акций ОАО «Лукойл».
3. Пример расчета рыночной стоимости предприятия в рамках сравнительного подхода к оценке.
4. Пример обоснования отказа от применения сравнительного подхода к оценке стоимости предприятия.



«ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА»

Тема 4. Доходный подход к оценке бизнеса

Концепция доходного подхода к оценке компании

$$C_P = \sum_{k=1}^T \frac{ДП_k}{(1+i)^t} + \frac{ДП_{T+1}}{(i \pm g) \times (1+i)^t} \pm кор.$$

1. Определение основных доходоприносящих видов деятельности компании.
2. Прогноз деятельности компании по основным направлениям.
3. Прогноз величины доходов.
4. Прогноз величины расходов.
5. Моделирование денежного потока.
6. Обоснование величины ставки дисконтирования и коэффициента капитализации.
7. Определение текущей стоимости денежных потоков.
8. Внесение итоговых корректировок.

Доходный подход к оценке:

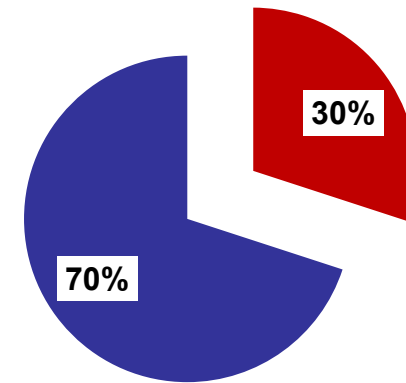
виды денежного потока

В зависимости от источников финансирования:

- от собственного капитала;
- от инвестированного капитала.

В зависимости от учета инфляционной составляющей:

- реальный;
- номинальный.



■ Собственные средства ■ Заемные средства

Рис. Типичная структура финансирования предприятия (в докризисный период)

Пример: номинальный денежный поток от инвестированного капитала (поток без вычитания инфляционной составляющей, генерируемый собственными и заемными средствами предприятия).

Доходный подход к оценке:

структура денежного потока от инвестированного капитала

Знак действия	Показатель
	Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг (за минусом НДС, акцизов и аналогичных обязательных платежей)
–	Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг
=	<i>Валовая прибыль</i>
–	Коммерческие и управленческие расходы
=	<i>Прибыль от продаж</i>
+	Доходы от участия в других организациях
+/-	Прочие операционные доходы/расходы
+/-	Внереализационные доходы/расходы
=	<i>Прибыль до налогообложения</i>
+/-	Отложенные налоговые активы/обязательства
–	Текущий налог на прибыль
=	<i>Чистая прибыль</i>
+	Амортизационные отчисления
-	Капитальные вложения
+/-	Уменьшение/увеличение собственного оборотного капитала
=	Денежный поток от инвестированного капитала

Доходный подход к оценке:

структура денежного потока от собственного капитала

В структуре ДП от собственного капитала дополнительно к элементам ДП от инвестированного капитала учитывается:

- выплата процентов по привлеченным заемным средствам;
- увеличение / уменьшение долгосрочной задолженности.

Знак действия	Показатель
	<i>Прибыль от продаж</i>
+	Доходы от участия в других организациях
+/-	Прочие операционные доходы/расходы
+/-	Внереализационные доходы/расходы
-	Проценты к уплате
=	<i>Прибыль до налогообложения</i>
+/-	Отложенные налоговые активы/обязательства
-	Текущий налог на прибыль
=	<i>Чистая прибыль</i>
+	Амортизационные отчисления
-	Капитальные вложения
+/-	Уменьшение/увеличение собственного оборотного капитала
-	Погашение основного тела кредита
=	Денежный поток от собственного капитала

Доходный подход к оценке:

сценарный прогноз денежных потоков

Показатель	Пессимистический прогноз	Наиболее вероятный прогноз	Оптимистический прогноз
Объем производства	Снижение объемов производства	Относительно стабильные объемы производства	Значительный рост объемов производства
Цены на производимую продукцию	Стабильные цены	Ограниченный рост цен	Рост цен до уровня $x\%$ к концу прогнозного периода
Соотношение цен	Рост соотношения до уровня $x\%$ к концу прогнозного периода	Стабильное соотношение на сложившемся уровне	Снижение соотношения до уровня $x\%$ к концу прогнозного периода
Источники финансирования	Увеличение доли заемного финансирования и его удорожание	Сохранение существующей структуры финансирования и стоимости заемных средств	Уменьшение доли заемного финансирования и его удешевление

Результаты прогноза по каждому из сценариев согласовываются.

Доходный подход к оценке:

продолжительность периода генерации доходов

Год основания	Наименование компании	Страна	Сфера деятельности
705	Nisiyama Onsen Keiunkan	Япония	Отель (постоялый двор)
717	Hoshi	Япония	Отель (постоялый двор)
717	Koman	Япония	Отель (постоялый двор)
771	Genda Shigyo	Япония	Производство бумажных сумок (пакетов)
803	St. Peter	Австрия	Общественное питание
885	Tanaka-Iga	Япония	Производство религиозной продукции
886	Royal Mint	Англия	Монетный двор
970	Nakamura Shaji	Япония	Строительство
1 000	Goulaine	Франция	Винодельня
1 000	Marinelli	Италия	Литейный цех

Источник – list of oldest companies

(http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_oldest_companies)

Доходный подход к оценке:

моделирование денежных потоков

Прогноз величины основных составляющих денежного потока при оценке стоимости бизнеса принципиально не отличается от прогноза при оценке стоимости других видов собственности.

Рассмотрена специфика прогноза следующих составляющих денежного потока:

себестоимость

амортизационные отчисления

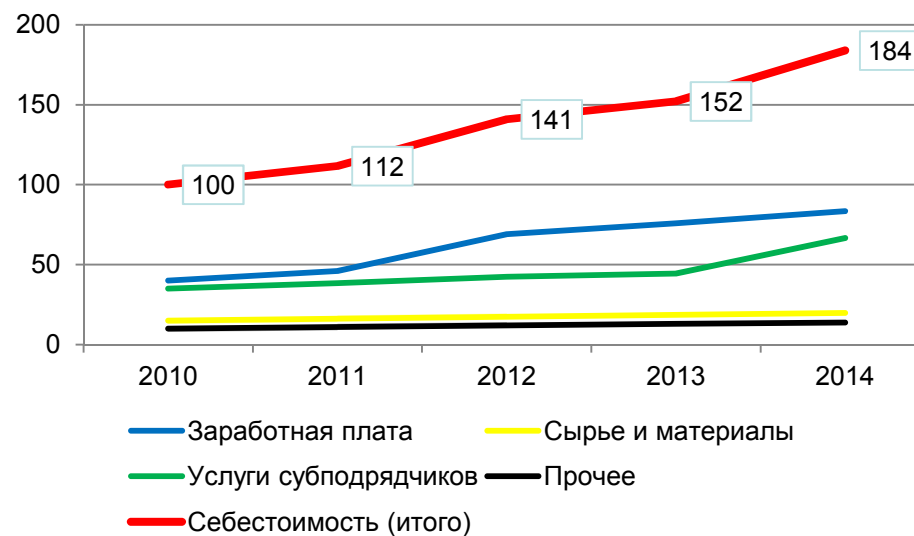
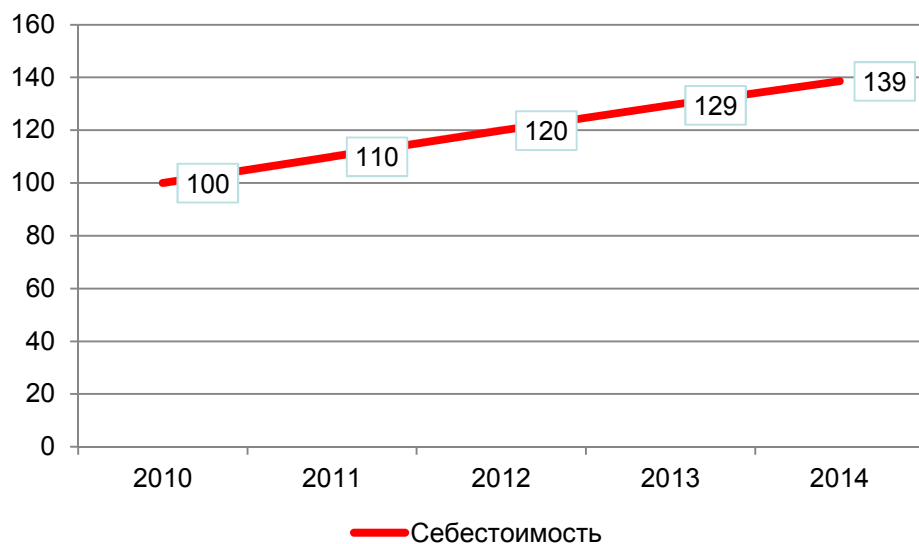
**изменение собственного
оборотного капитала**

капитальные вложения

Доходный подход к оценке:

прогноз себестоимости

Для повышения точности прогнозов отдельно прогнозируют основные составляющие себестоимости.



$$Cеб = \sum_{i=1}^n Cеб_i.$$

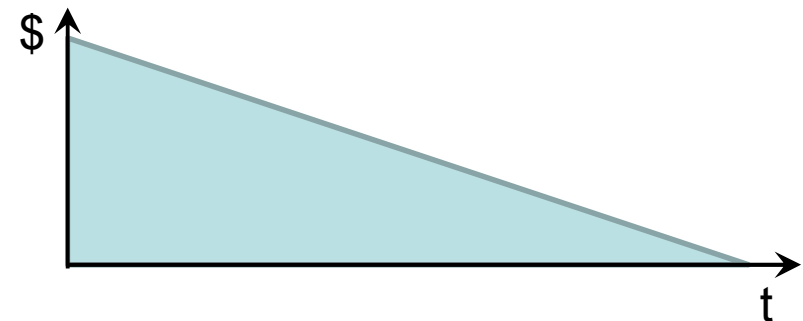
Доходный подход к оценке:

прогноз амортизационных отчислений

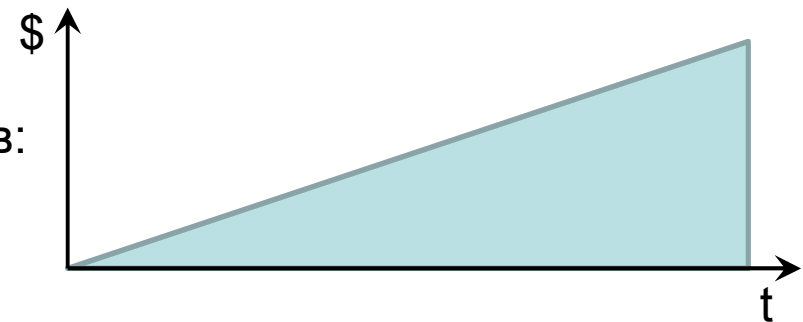
$$\text{Аморт}_{\text{СУММ.}} = C_{\text{БАЛ.}} \times \text{норма отчислений} *$$

* – устанавливается Постановлением Правительства от 01.01.2002 г. №1 «О классификации основных средств, включаемых в амортизационные группы»

Амортизация существующих основных средств:



Амортизация вновь вводимых основных средств:



$$\text{Аморт}_{\text{СУММ.}} = \text{Аморт}_{\text{СУЩ.}} + \text{Аморт}_{\text{ВНОВЬ ВВОД.}}$$

Доходный подход к оценке:

прогноз амортизационных отчислений

Параметр	Значение				
	1 год	2 год	3 год	4 год	5 год
<i>существующие ОС</i>					
<i>группа ОС №1</i>					
Первоначальная стоимость на начало периода, тыс.руб.	200	200	200	200	200
Норма амортизационных отчислений, %	10				
Амортизация по группе, тыс.руб.	20	20	20	20	20
<i>группа ОС №2</i>					
Первоначальная стоимость на начало периода, тыс.руб.	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
Норма амортизационных отчислений, %	4				
Амортизация по группе, тыс.руб.	100	100	100	100	100
Суммарная амортизация по существующим ОС, тыс.руб.	120	120	120	120	120
<i>вновь приобретаемые ОС</i>					
Первоначальная стоимость на начало периода, тыс.руб.	0	100	250	400	450
Норма амортизационных отчислений, %	20				
Амортизация по вновь приобретенным ОС, тыс.руб.	0	20	50	80	90
Суммарная амортизация, тыс.руб.	120	140	170	200	210

К концу прогнозного периода денежные потоки должны стабилизироваться – величина амортизации приравнивается к величине капитальных вложений.

Доходный подход к оценке:

прогноз капитальных вложений

Капитальные вложения — инвестиции в основные средства, в том числе затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих организаций, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательские работы и пр.

Методы прогноза:

- по ретроспективным данным —
- по среднерыночным тенденциям —
- на основании реальных потребностей и возможностей по осуществлению капитальных вложений —

$$Kan = f(Kan_{t-1}).$$

$$Kan = f(Kan_{CP}).$$

$$Kan = \sum_{i=1}^n Kan_i.$$

Доходный подход к оценке:

прогноз изменения СОК

Собственный оборотный капитал (СОК):

- оборотные активы, которые остаются у предприятия в случае единовременного полного погашения краткосрочной задолженности предприятия;
- капитал, который обеспечивает хозяйственную деятельность предприятия.

Выделяют прирост величины СОК (уменьшает ДП) и снижение величины СОК (увеличивает ДП).

Основные методы определения величины СОК:

- по ретроспективным данным (в % от выручки);
- по среднерыночным данным (в % от выручки);
- суммированием прогнозной потребности в финансировании для пополнения оборотных активов.

Доходный подход к оценке:

обоснование величины ставки дисконтирования метод WACC

Метод **WACC** основывается на следующих положениях.

1. Скорость изменения стоимости денег во времени зависит от **структуры капитала** предприятия (соотношения собственных и заемных средств).
2. Стоимость собственного капитала определяется через четыре последовательных итерации – сравнения оцениваемого предприятия с:
 - экономикой страны, в котором предприятие осуществляет свою деятельность;
 - с фондовым рынком в целом;
 - с конкретной отраслью промышленности;
 - с предприятиями-аналогами.
3. В основу метода положены ретроспективные статистические данные американского фондового рынка – требуется учет странового риска (различие в состоянии российской и американской экономик).

Доходный подход к оценке:

обоснование величины ставки дисконтирования

$$WACC = (1 - T) \times Dd \times Wd + De \times We,$$

где: $WACC$ - средневзвешенная стоимость капитала, %;
 T - эффективная ставка налога на прибыль, доли единицы;
 Dd - стоимость привлечения заемных средств, %;
 Wd - доля заемных средств, доли единицы;
 De - стоимость собственного капитала, %;
 We - доля собственных средств, доли единицы.

Стоимость собственного капитала может определяться различными методами, наиболее распространенным является метод CAPM:

$$De = Rf + \beta \times (Rm - Rf) + RiskA + RiskB + RiskC,$$

где: Rf - безрисковая ставка, %;
 β - коэффициент бета, доли единицы;
 $Rm - Rf$ - рыночная премия за риск, %;
 $RiskA$ - риск, связанный с небольшим размером компании, %;
 $RiskB$ - страновой риск, %;
 $RiskC$ - риск, связанный с компанией (специфический риск), %.

Доходный подход к оценке:

обоснование величины ставки дисконтирования

Безрисковая ставка	Котировки американских облигаций (сайт ФРС США): www.federalreserve.gov/Releases/H15/20081006/ Котировки российских облигаций: www.finmarket.ru
Рыночная премия за риск	• сайт А.Дамодарана: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar • ежегодник Ibbotson Associates
Коэффициент β	Сайт А.Дамодарана: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html
Небольшой размер компании	Ежегодник Ibbotson Associates
Страновой риск	• самостоятельный расчет, • сайт А.Дамодарана http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html • данные Moody's Investors Service, S&P и Fitch
Специфический риск	самостоятельный расчет

Доходный подход к оценке:

обоснование величины ставки дисконтирования

Industry Name	Number of Firms	Unlevered Beta corrected for cash	Correlation with market	Total Beta (Unlevered)
Advertising	28	1.55	36.96%	4.18
Aerospace/Defense	63	1.07	50.42%	2.13
Air Transport	40	0.95	46.24%	2.05
Apparel	48	1.32	43.32%	3.05
Auto Parts	47	1.58	44.26%	3.56
Automotive	19	0.93	57.22%	1.62
Bank	418	0.47	40.71%	1.15
Bank (Canadian)	7	0.84	73.68%	1.14
Bank (Midwest)	40	0.68	55.27%	1.23
...				
Tobacco	13	0.66	44.64%	1.47
Toiletries/Cosmetics	15	1.19	46.29%	2.56
Trucking	33	0.97	54.08%	1.79
Utility (Foreign)	5	0.70	69.63%	1.01
Water Utility	12	0.47	76.79%	0.61
Wireless Networking	48	1.15	46.74%	2.45
<i>Total Market</i>	<i>5928</i>	<i>0.96</i>	<i>45.08%</i>	<i>2.13</i>

Доходный подход к оценке:

обоснование величины ставки дисконтирования

Методика компании Делойт (Deloitte Touche Tohmatsu)

Структура специфических рисков и их качественная оценка

Фактор риска	Степень риска		
	Низкая	Средняя	Высокая
Зависимости от внешних факторов развития	1	2	3
Корпоративное управление	1	2	3
Зависимость от ключевых потребителей продукции	1	2	3
Уровень диверсификации продукции/ оказываемых услуг	1	2	3
Зависимость от ведущих сотрудников	1	2	3

Диапазоны специфического риска

Степень риска	Рассчитанное среднее значение	Размер премии за специфический риск, %
Низкая	<1,5	0-2
Средняя	≥1,5 но < 2,5	3-5
Высокая	≥ 2,5	6-8

Доходный подход к оценке:

дисконтирование денежных потоков – специфика оценки бизнеса

При равномерном распределении денежных потоков:

$$PV = \frac{FV}{(1+i)^{t-0,5}}.$$

Для определения будущей стоимости реверсии может применяться модель Гордона:

$$C_{PEB.}^{БУД.} = \frac{CF_t \times (1+g)}{i-g}.$$

Доходный подход к оценке:

внесение корректировок

$$C_P = \sum_{k=1}^T \frac{ДП_k}{(1+i)^t} + \frac{ДП_{T+1}}{(i \pm g) \times (1+i)^t} \pm кор.$$

Метод дисконтирования денежных потоков позволяет определить стоимость только той части предприятия, которая генерирует денежный поток в рамках построенной модели – требуется внесение корректировок, учитывающих стоимость активов, не участвующих в генерации дохода.

$$кор. = \pm C_{ИЗБ} \pm C_{НЕПР} \pm C_{ЧИСТ.ДОЛГ} \pm C_{изб.СОК} \pm C_{ОНА-ОНО}.$$

Доходный подход к оценке:

виды итоговых корректировок

Чистый долг – разница полученных кредитов, займов и суммой денежных средств на счету.

Избыточные активы – активы, которые предназначены для осуществления основной деятельности предприятия, однако не задействованы по причине неполной загрузки, например:

- пашни и пастбища у с/х предприятия;
- автотранспорт, суда в компании грузоперевозчике;
- офисные помещения у управляющей компании на рынке недвижимости.

Непрофильные активы – активы, которые не предназначены для осуществления основной деятельности предприятия, не участвуют в генерации моделируемых денежных потоков, например:

- базы отдыха и объекты социально-бытового назначения крупных заводов;
- долгосрочные финансовые вложения в уставной капитал.

Разница ОНА-ОНО – разность между суммами отложенных налоговых активов и отложенных налоговых обязательств.

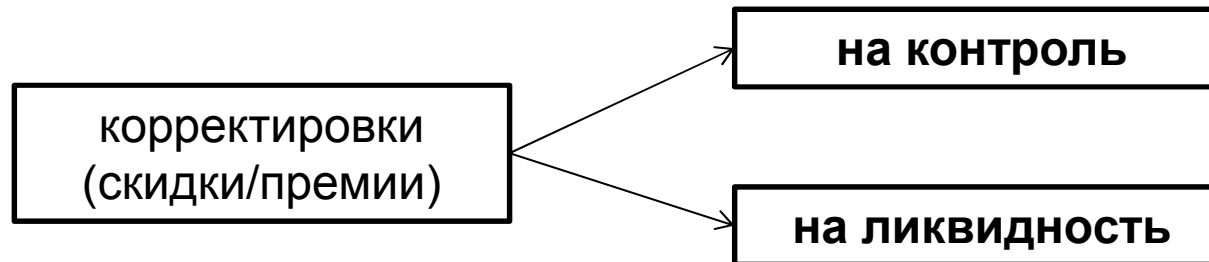
Скидки и премии при оценке пакетов акций

Рыночная стоимость компании (100% акционерного капитала), полученная одним из трех подходов к оценке, подразумевает соблюдение следующих условий:

- собственнику компании **принадлежит все ее имущество и результаты деятельности;**
- собственник компании **имеет полные права по управлению его денежными потоками;**
- компания как объект имущественных прав может **быть отчуждена на открытом рынке в течение типичного срока экспозиции** для аналогичных компаний.

При оценке пакетов акций указанные условия не соблюдаются, что может быть учтено через внесение соответствующих корректировок.

Скидки и премии при оценке пакетов акций

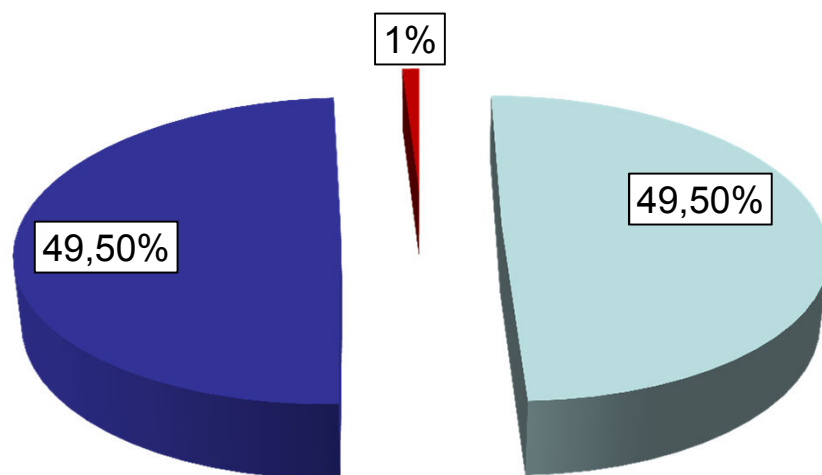


Скидка на контроль позволяет учесть следующие факторы:

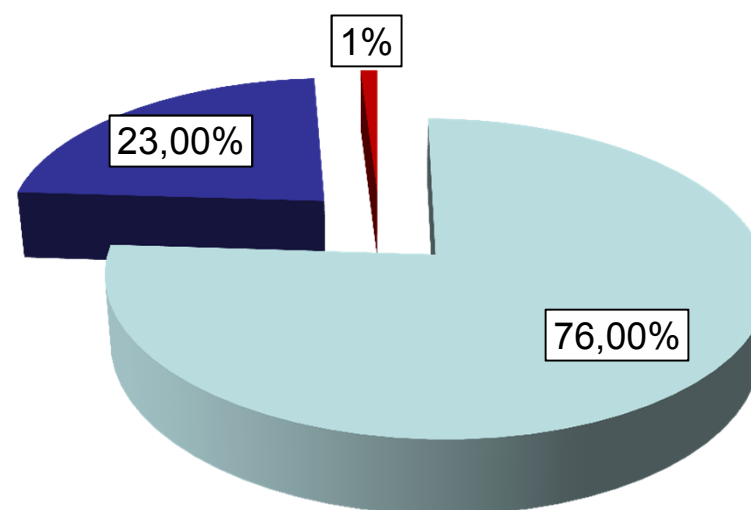
- необходимость учета мнения других акционеров при принятии решений (при крупных пакетах);
- возможность влияния на принятие решений другими акционерами (при малых пакетах);
- различную инвестиционную привлекательность пакета акций в акционерном капитале в зависимости от структуры акционерного капитала.

Скидка/премия на контроль учитывает привлекательность оцениваемого пакета (доли) с точки зрения возможности ее собственника получать дополнительные выгоды от участия в контроле деятельности предприятия.

Влияние структуры капитала на стоимость пакета акций



Максимальная ценность
1%-го пакета



Минимальная ценность
1%-го пакета

Скидки и премии при оценке пакетов акций

Корректировка на ликвидность учитывает:

- эффект масштаба при реализации компании как простой совокупности активов (когда отсутствует добавленная стоимость, обусловленная предпринимательской деятельностью);
- соотношение спроса/предложения на пакеты акций конкретной компании из соответствующей отрасли.

Скидка на низкую ликвидность, как правило, применяется к пакету акций, который нельзя продать за типичный срок экспозиции, соответствующий данному виду активов.

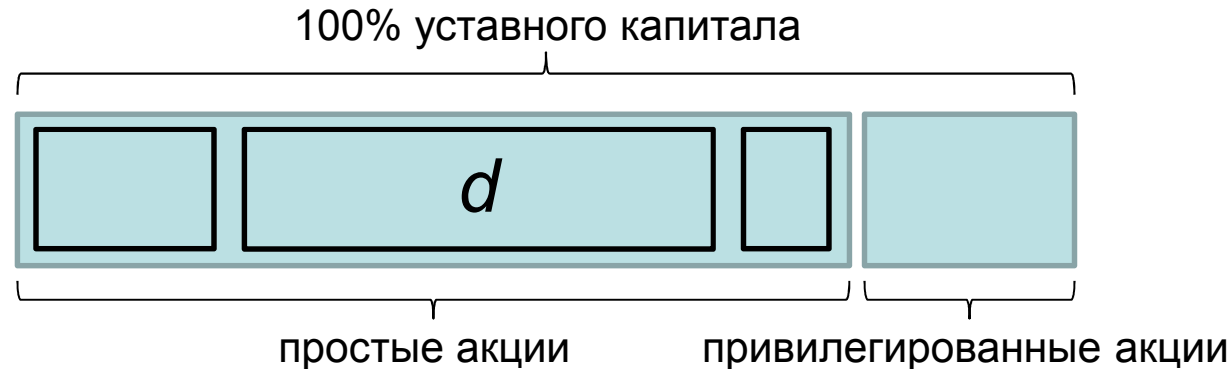
Также такие скидки применимы к ценным бумагам, которые не включены в листинги фондовых бирж.

Скидки и премии при оценке пакетов акций

1. Определение стоимости компании (100% УК).
2. Выявление структуры акционерного капитала предприятия.
3. Анализ акционеров на предмет аффилированности.
4. Анализ корпоративной политики предприятия.
5. Анализ целесообразности внесения корректировок на контроль и ликвидность.
6. Обоснование корректировки на контроль.
7. Обоснование корректировки на ликвидность.
8. Расчет стоимости пакета акций.

$$C_d = C_B \times d \times (1 \pm k_{\text{КОНТР}}) \times (1 - k_{\text{ЛИКВ}}).$$

Скидки и премии при оценке пакетов акций



1. Определение стоимости всего бизнеса (100% УК).
2. Определение стоимости привилегированных акций.
3. Определение стоимости простых акций.
- ...
4. Обоснование корректировки на контроль.
5. Обоснование корректировки на ликвидность.
6. Расчет стоимости пакета акций.

$$C_d = [C_B - C_{ПА}] \times d \times (1 \pm k_{\text{КОНТР}}) \times (1 - k_{\text{ЛИКВ}}).$$

Скидки и премии при оценке пакетов акций

Скидка на контроль

Доля пакета акций (процентов)	Скидка на контроль, %
75 - 100	0
50 - 75	10
25 - 50	20
10 - 25	30
до 10	40

Скидка на ликвидность (сделки 2006-2008 гг.)

Отрасль	Скидка на ликвидность, %
Сельское хозяйство	до 30
Пищевая промышленность	до 10
Химическая промышленность	до 20
НИИ (без значительных материальных активов)	до 40
Машиностроение	до 30

Источник: Отдел оценки Росимущества

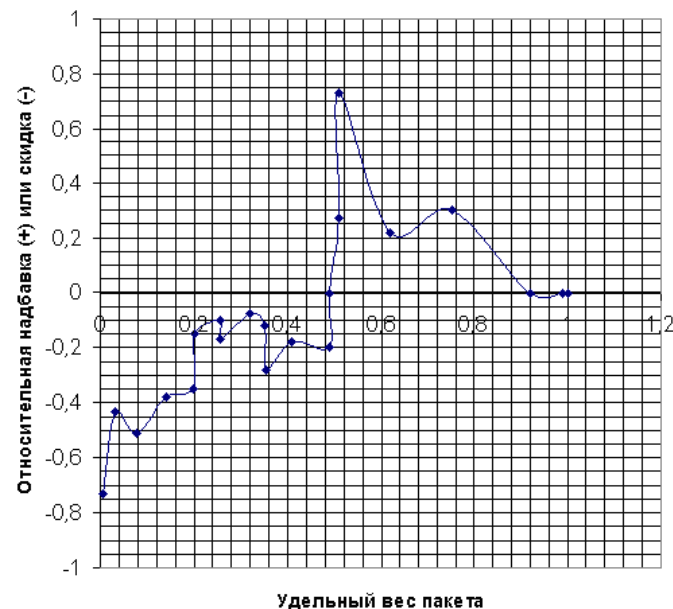


Рис. Надбавки и скидки при продаже некотируемых пакетов акций (долей участия)

Статистика не учитывает распределение уставного капитала, а также конъюнктуру в конкретном сегменте рынка.

Скидки и премии при оценке пакетов акций

$$K_p = 100\% - \frac{\sum_{i=1}^N P_i}{N} \times 100\%,$$

где K_p - скидка на контроль;
 P_i - вероятность оказания влияния владельца пакета акций при голосовании на i -й вопрос;
 N - количество вопросов, входящих в компетенцию общего собрания акционеров.

Распределение голосов при принятии решения простым большинством (фрагмент)

Размер пакета, %	Варианты голосования							
47,91%	да	да	да	да	да	да	да	да
19,64%	да	да	да	да	да	да	да	да
15,49%	да	да	да	да	нет	нет	нет	нет
14,12%	да	да	нет	нет	да	да	нет	нет
2,84%	да	нет	да	нет	да	нет	да	нет
Решение принято:	да	да	да	да	да	да	да	да
Влияние оцениваемого пакета (47,91%)	нет	есть	есть	есть	есть	есть	есть	есть

Необходимо учитывать, как принимаются решения (например, простым большинством или квалифицированным большинством – $\frac{3}{4}$).

Скидки и премии при оценке пакетов акций

№	Описание прав, влияющих на стоимость	Размер пакета (% ГО)	Размер доли в УК прочих акционеров на дату оценки			
				74,76	12,7	9,87
			Размер доли в УК в случае приобретения объекта оценки			
			2,67	77,43	15,37	12,54
			Вероятность осуществления права			
1	Внесение изменений и дополнений в Устав, утверждение Устава в новой ред.	75	0,04	1,00	0,20	0,17
...						
4	Определение количественного состава Совета директоров, избрание его членов и досрочное прекращение их полномочий	50	0,05	1,00	0,31	0,25
...						
	Сумма вероятностей осуществления прав контроля		0,94	19,00	5,43	4,43
	Средневзвешенная вероятность осуществления прав контроля		0,05	1,00	0,29	0,23
	Степень контроля оцениваемого пакета акций (среднее значение вероятности)		0,39			
	Корректировка на степень неконтроля для оцениваемого пакета акций, %		60,78			

Материалы для самоподготовки

1. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995г. №208-ФЗ.
2. Пример расчета рыночной стоимости предприятия доходным подходом.
3. Пример обоснования величины скидок на контроль / ликвидность.
4. Статья Ильина М.О. «К вопросу о дисконтировании денежных потоков как одной из основ финансовой математики и оценки собственности»
5. Диев С.Б. Расчет поправки на степень контроля пакета акций на основе анализа структуры акционерного капитала (статья).



«ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА»

Тема 5. Оценка специфических активов

Основы оценки НМА:

определение и классификация

Основные критерии отнесения актива к НМА:

- не имеет материально-вещественной (физической) структуры;
- может быть идентифицирован (выделен, отделен) от другого имущества;
- ...
- имеются надлежаще оформленные документы, подтверждающие существование самого актива и права предприятия на него.

Классификация:

- изобретение, промышленный образец, полезная модель;
- программы для ЭВМ, базы данных;
- лицензии, патенты, права на аудиовизуальные произведения;
- деловая репутация (гудвил);
- товарный знак, знак обслуживания, наименование места происхождения товаров;
- права пользования природными ресурсами.

Специфика оценки нематериальных активов

- уникальность большей части НМА;
- отсутствие должным образом оформленных правоустанавливающих документов;
- сложность выделения денежных потоков нематериального актива от прочих денежных потоков предприятия;
- недостаток статистической информации по использованию НМА;
- несовершенство законодательства;
- значительное различие в ценности актива как блага, товара и источника дохода.

Основы оценки НМА:

специфика НМА как объекта оценки

- отсутствие должным образом оформленных правоустанавливающих документов;
- уникальность;
- недостаток статистической информации по использованию НМА;
- сложность выделения денежных потоков нематериального актива от прочих денежных потоков предприятия;
- несовершенство законодательства;
- значительное различие в ценности актива как блага, товара и источника дохода.

Основы оценки НМА:

специфика применения подходов к оценке

Затратный подход:

- 1) распределенность во времени процесса создания;
- 2) учет и идентификация «неочевидных» затрат, в том числе, умственного труда;
- 3) полезность актива часто не равна сумме затрат на его создание;
- 4) обоснование величины износа (обесценивания).

Сравнительный подход:

- 1) отсутствие достаточного количества объектов-аналогов (уникальность);
- 2) недостаток достоверной информации по объектам-аналогам.

Доходный подход:

- 1) выделение денежного потока, генерируемого конкретным НМА;
- 2) обоснование величины ставки дисконтирования для денежного потока, генерируемого конкретным НМА.

Пример оценки НМА:

характеристика актива

Объект оценки: совокупность лицензий на оказание телематических услуг связи и передачу данных (позволяет оказывать полный спектр услуг интернет-провайдера).

Цель оценки: принятие управленческого решения относительно величины стоимости продажи компании-провайдера.

Вид определяемой стоимости: рыночная.

Дата оценки: середина 2004 года.

Справочно: в 2004 году в связи с реорганизацией структуры министерств и ведомств в Российской Федерации была временно прекращена выдача каких-либо лицензий в сфере связи.

Оценка НМА: затратный подход

Затратный подход к оценке рыночной стоимости лицензий:

$$C_P = f(Изд) = \sum_{i=1}^n Изд.$$

Основными видами издержек при получении лицензий являются:

- оплата сборов и пошлин,
- заработная плата сотрудников,
- транспортные расходы,
- расходные материалы и накладные расходы,
- «маркетинговые/представительские» расходы,
- выполнение лицензионных требований (при наличии),
- возмещение прибыли предпринимателя (условно, отнесено к издержкам).

В 2004 году выдача лицензий не производилась - применение затратного подхода к оценке было невозможно.

Справочно: ориентировочная величина издержек на получение совокупности лицензий составила 80 тыс. руб.

Оценка НМА: сравнительный подход

Сравнительный подход к оценке рыночной стоимости лицензий:

$$C = f(C_A) = \sum_{i=1}^n C_A^{CKOP} \times d_i.$$

Лицензии связи продаются только вместе с юридическим лицом, которому они выданы (отчуждение лицензий отдельно законодательство не допускает). Как правило, лицензии продаются в составе предприятия-пустышки, на балансе которого кроме лицензии присутствует только уставный капитал в виде денежных средств.

$$C_{\text{ЛИЦЕНЗ}} = C_{\text{ЮЛ}} + П - A_{\text{ПРОЧИЕ}}.$$

$$C_A^{CKOP} = C_A \times k_1 \times k_2 \times \dots \times k_i + k^1 + k^2 + \dots + k^j \pm C_{\text{ДОП}}.$$

Основные корректировки: на различие в зонах покрытия, на оставшийся срок действия и пр.

Справочно: рыночная стоимость совокупности лицензий, полученная в рамках сравнительного подхода к оценке, составила 350 тыс. руб.

Оценка НМА:

доходный подход

Доходный подход к оценке рыночной стоимости лицензий:

$$C_P = f(ДХ) = \sum_{k=1}^T \frac{ДП_k}{(1+i)^t} + \frac{ДП_{T+1}}{(i \pm g) \times (1+i)^t} \pm кор.$$

Основные методы определения денежного потока, генерируемого НМА:

1) метода освобождения от роялти: $ДП_{НМА} = ДП_{ПРЕДПРИЯТИЯ} \times r.$

Источники информации о величине ставок роялти:

- Загалдев Г.Г., Карпова Н.Н. Вознаграждение за использование интеллектуальной собственности – <http://www.valnet.ru/m7-61.phtml>
- Зайцев Ю.С. Поправка к стандартным ставкам роялти на различие уровней рентабельности продукции лицензиатов и производителей в странах – источниках этих ставок – <http://www.valnet.ru/m7-62.phtml>

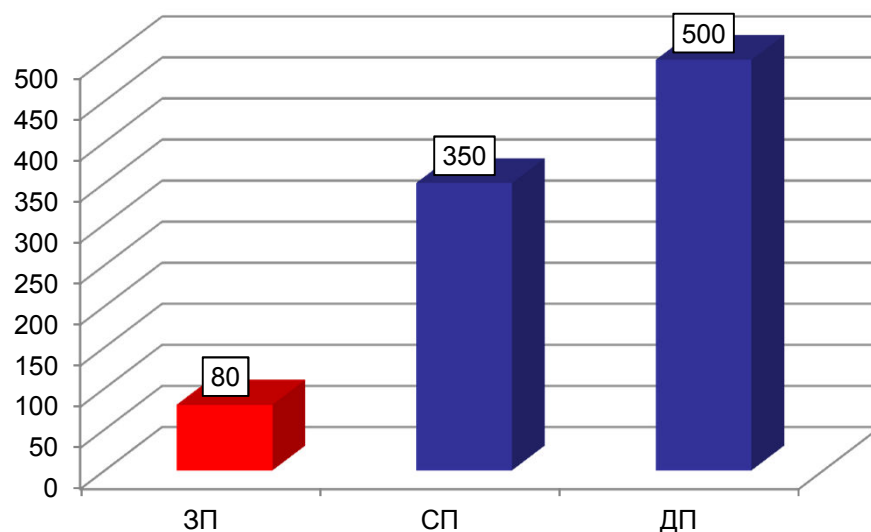
2) метод избыточных прибылей: $ДП_{НМА} = (C_2 - C_1) \times n.$

Справочно: рыночная стоимость совокупности лицензий, полученная в рамках доходного подхода к оценке, составила 500 тыс. руб.

Оценка НМА:

результаты расчетов

Результаты оценки с применением различных подходов к оценке (тыс.руб.):



Результаты затратного подхода при согласовании не учитывались (на дату оценки лицензии не выдавались).

Сравнительный подход в данном конкретном случае обеспечивает более достоверные результаты по следующим причинам:

- меньше допущений (или отсутствуют);
- качественно меньшая погрешность расчетов.

Оценка НМА:

пример для обсуждения

Объект оценки:

- исключительные права на использование литературного и режиссерского сценариев (как литературного, так и кино/телефильма) художественного кинофильма и телевизионного фильма под рабочим названием «Тени Прошлого»;
- исключительные права на использование материалов, снятых в 1992 году, для художественного фильма под рабочим названием «Тени Прошлого» (формат материалов – 172 коробки пленки (цветной); материалы сняты в 1992 году и включают в себя уникальные документальные съемки: собрания работ Фаберже из личной коллекции королевы Великобритании в Букингемском дворце с комментариями лорда-хранителя, коллекции короля Таиланда в его королевской резиденции в Бангкоке, собрания самых известных частных коллекционеров и пр.).

Цель оценки: принятие управленческого решения относительно величины стоимости НМА при его внесении в уставный капитал предприятия.

Вид определяемой стоимости: рыночная.

Дата оценки: ноябрь 2006 года.

Как оценивать?

Оценка вклада в ИП:

характеристика инвестиционного проекта

Объект оценки: вклад в инвестиционный проект в виде права пользования на условиях аренды земельным участком площадью 0,59 га, расположенного по адресу: г. Москва, Проспект Вернадского, вл. xx (на периферии города, удобный подъезд).

Цель оценки: принятие управленческого решения относительно переуступки прав участия в инвестиционном проекте.

Вид определяемой стоимости: рыночная.

Характеристики вовлекаемого в инвестиционный проект земельного участка:

- площадь - 0,59 га;
- категория земель – земли населенных пунктов;
- разрешенное использование – строительство административно-учебного корпуса для одного из ВУЗов;
- доступные инженерные коммуникации – все основные.

Применимость подходов к оценке ИА

Затратный	Сравнительный	Доходный
Цель инвестиций (использования инвестиционного актива) – получение прибыли как правило, подход к оценке ИА не применяется	Отсутствие достоверной информации по объектам- аналогам. Отсутствие достаточного количества объектов- аналогов. Несопоставимость объектов-аналогов. как правило, подход к оценке ИА не применяется	является основным при оценке ИА

Специфика расчетной модели

$$C_P = \sum_{j=1}^n \frac{ДП_n}{(1+i)^t} = \sum_{k=1}^o \frac{Дx_t}{(1+i)^t} - \sum_{m=1}^p \frac{Расx_t}{(1+i)^t}.$$



– элементы затратного подхода к оценке



– элементы сравнительного подхода к оценке

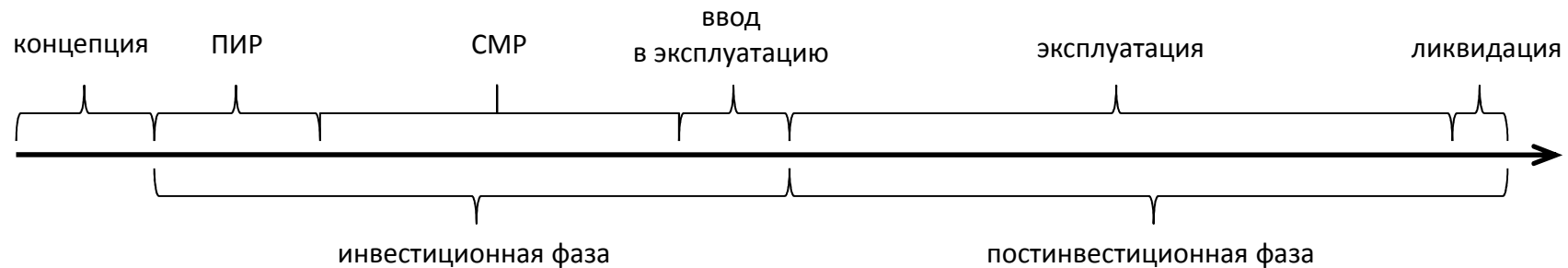


– элементы доходного подхода к оценке

Обобщенный алгоритм оценки ИА в сфере девелопмента

1. Обоснование НЭИ ИА.
2. Прогноз продолжительности реализации ИП.
3. Определение структуры и величины затрат на реализацию ИП в текущем уровне цен.
4. Прогноз темпа роста затрат во времени.
5. Прогноз распределения затрат во времени.
6. Определение структуры и величины доходов от реализации ИП в текущем уровне цен.
7. Прогноз темпа роста доходов во времени.
8. Прогноз распределения величины доходов во времени.
9. Построение денежного потока от реализации ИП.
10. Обоснование величины ставки дисконтирования и коэффициента капитализации.
11. Итоговый расчет стоимости.

Алгоритм оценки ИА: прогноз продолжительности реализации ИП



источники информации

**документация
по конкретному ИП**

СНиП 1.04.03-85
(в том числе, Пособие
по определению
продолжительности
строительства
предприятий, зданий
и сооружений)

**рыночные данные
по сопоставимым объектам
строительства**

(тип, класс, S, регион,
условия строительства)

Алгоритм оценки ИА:

основные виды расходов

**проектно-изыскательские
работы**

**строительно-монтажные
работы**

отделочные работы

**подключение
к инж. коммуникациям**

доп. оборудование
(покупка, транспортировка, монтаж,
пуско-наладка)

плата за землю
(покупка, аренда,
плата за право застройки)

комиссия риэлтора

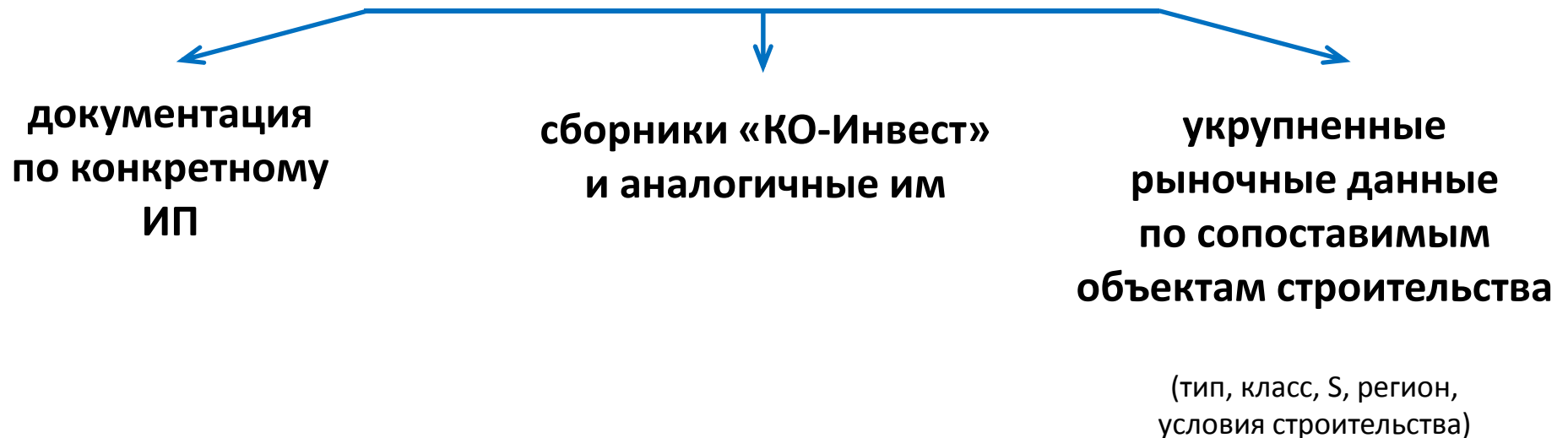
**обслуживание
заемных средств**

обременения
(например, «доля города»)

налоги
(на имущество, НДС, реже – на прибыль)

Алгоритм оценки ИА: определение структуры и величины затрат

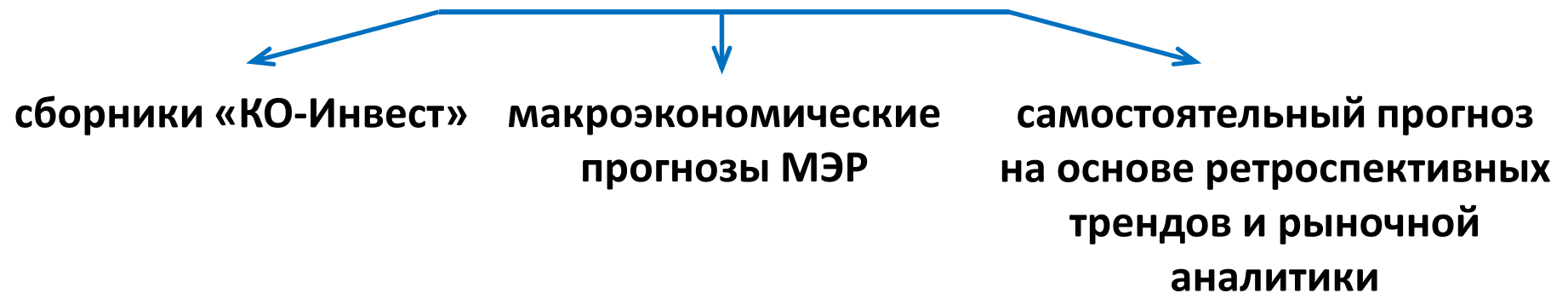
источники информации



Алгоритм оценки ИА:

прогноз темпа роста и распределения затрат

источники информации о темпах роста



источники информации о распределении во времени



Алгоритм оценки ИА:

методы прогноза денежных потоков

Показатель	Значение					
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	V кв.	VI кв.
Затраты (в текущем уровне цен), ден. ед.	100	120	180	210	140	60
Темп роста цен за период, %	3	3	4	4	5	5
Цепной индекс роста цен	1,000	1,030	1,061	1,103	1,147	1,205
Затраты с учетом роста цен, ден.ед.	100,0	123,6	191,0	231,7	160,6	72,3

Всего выделяют 30 основных «методов футурологии», часть из которых может быть использована при оценке

Источник – А.Турчин, и М.Батин «Футурология», краткая выжимка – mi3ch.livejournal.com/2352626.html.

Алгоритм оценки ИА:

основные виды доходов

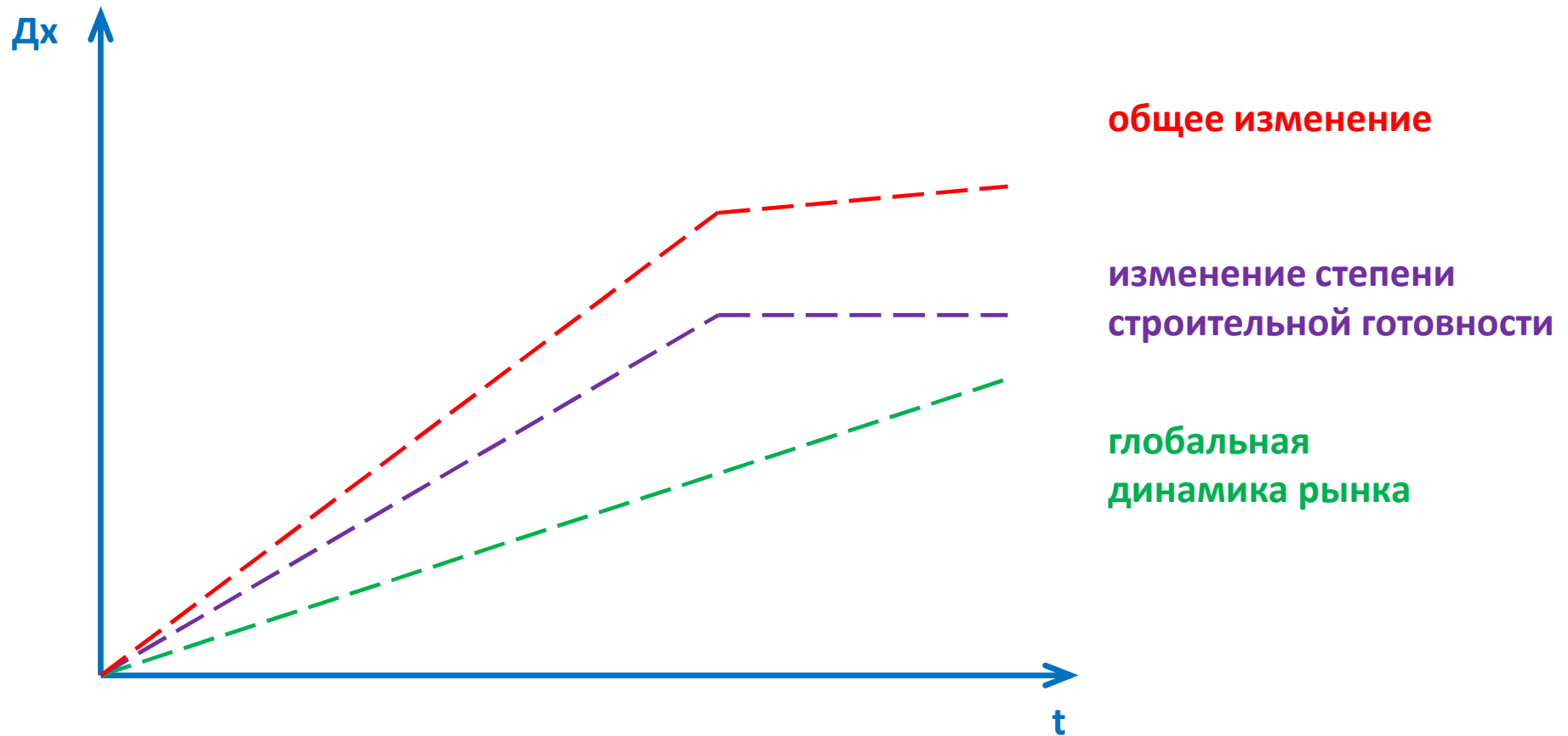
ПРОДАЖА
объекта строительства

СДАЧА В АРЕНДУ
объекта строительства

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ
объекта строительства
В СОСТАВЕ БИЗНЕСА
(экономия на расходах)

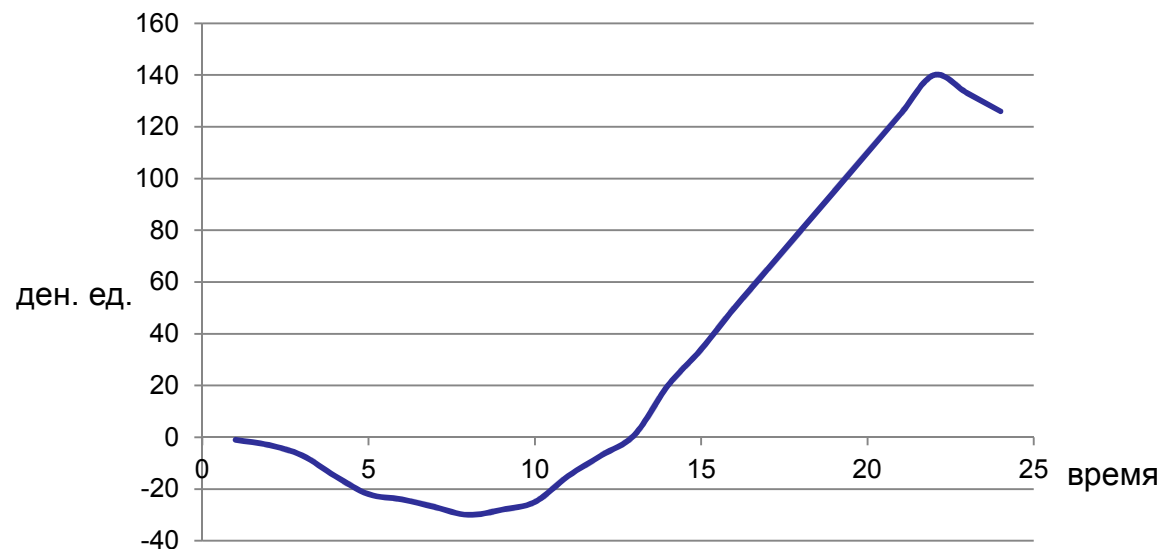
Алгоритм оценки ИА:

прогноз темпа роста доходов



Алгоритм оценки ИА: итоговый расчет

$$C_P = \sum_{j=1}^n \frac{ДП_n}{(1+i)^t} = \sum_{k=1}^o \frac{Дx_t}{(1+i)^t} - \sum_{m=1}^p \frac{Расx_t}{(1+i)^t}.$$



Оценка прочих специфических активов

Принцип вклада – стоимость отдельного элемента имущества зависит от величины его вклада в общую стоимость (всего объекта) или размеров уменьшения общей стоимости при отсутствии вклада.

$$C_{\text{БИЗНЕСА}} = \sum A - \sum O.$$

$$C_{\text{БИЗНЕСА}} = (\sum A^{\text{ПРОЧИЕ}} + C_A) - \sum O.$$

$$C_A = C_{\text{БИЗНЕСА}} - \sum A^{\text{ПРОЧИЕ}} + \sum O.$$

Особенности реализации:

- рост сложности расчетов;
- необходимость определения стоимости «побочных активов»;
- сложность учета стоимости актива «предпринимательская деятельность»;
- высокая погрешность.

Основы оценки для целей МСФО:

основная терминология

Генерирующая единица – минимальный набор активов, генерирующий независимые от других активов денежные потоки от использования

Справедливая стоимость – сумма, на которую можно обменять актив при совершении сделки между хорошо осведомленными, желающими совершить такую операцию сторонами.

Амортизируемая стоимость – себестоимость актива или другая сумма, отраженная в финансовой отчетности вместо себестоимости, за вычетом ликвидационной стоимости.

Ликвидационная стоимость – величина поступлений, которые компания ожидает получить за актив в конце срока его полезной службы за вычетом ожидаемых затрат по выбытию.

Затраты по выбытию – это дополнительные затраты, непосредственно связанные с выбытием актива, за исключением финансовых затрат и расходов по налогу на прибыль.

Основы оценки для целей МСФО:

основная терминология (продолжение)

Эксплуатационная ценность – текущая дисконтированная стоимость потоков денежных средств, созданных в результате использования актива или генерирующей единицы.

Возмещаемая сумма (актива или генерирующей единицы) – это наибольшая величина из двух значений: «справедливой стоимости за вычетом расходов на продажу» и «эксплуатационной ценности» актива.

Возмещаемая сумма определяется для отдельного актива, если он создает приток денежных средств, независимый от притоков денежных средств, создаваемых другими активами. В противном случае возмещаемая сумма определяется для генерирующей единицы, к которой принадлежит актив, за исключением случаев, когда:

- «справедливая стоимость за вычетом расходов на продажу» актива превышает балансовую стоимость;
- «эксплуатационная ценность» актива незначительно отличается от его «справедливой стоимости за вычетом расходов на продажу».

Основы оценки для целей МСФО:

тест на обесценение

При **оценке активов по МСФО** обязательно проводят тестирование на обесценивание актива.

Обесцененный актив – предприятие не сможет возместить его балансовую стоимость путем использования либо продажи. Международные стандарты финансовой отчетности запрещают отражать в балансе активы по стоимости, превышающей возмещаемую.

Для снижения трудоемкости тест на обесценение проводят для генерирующих единиц.

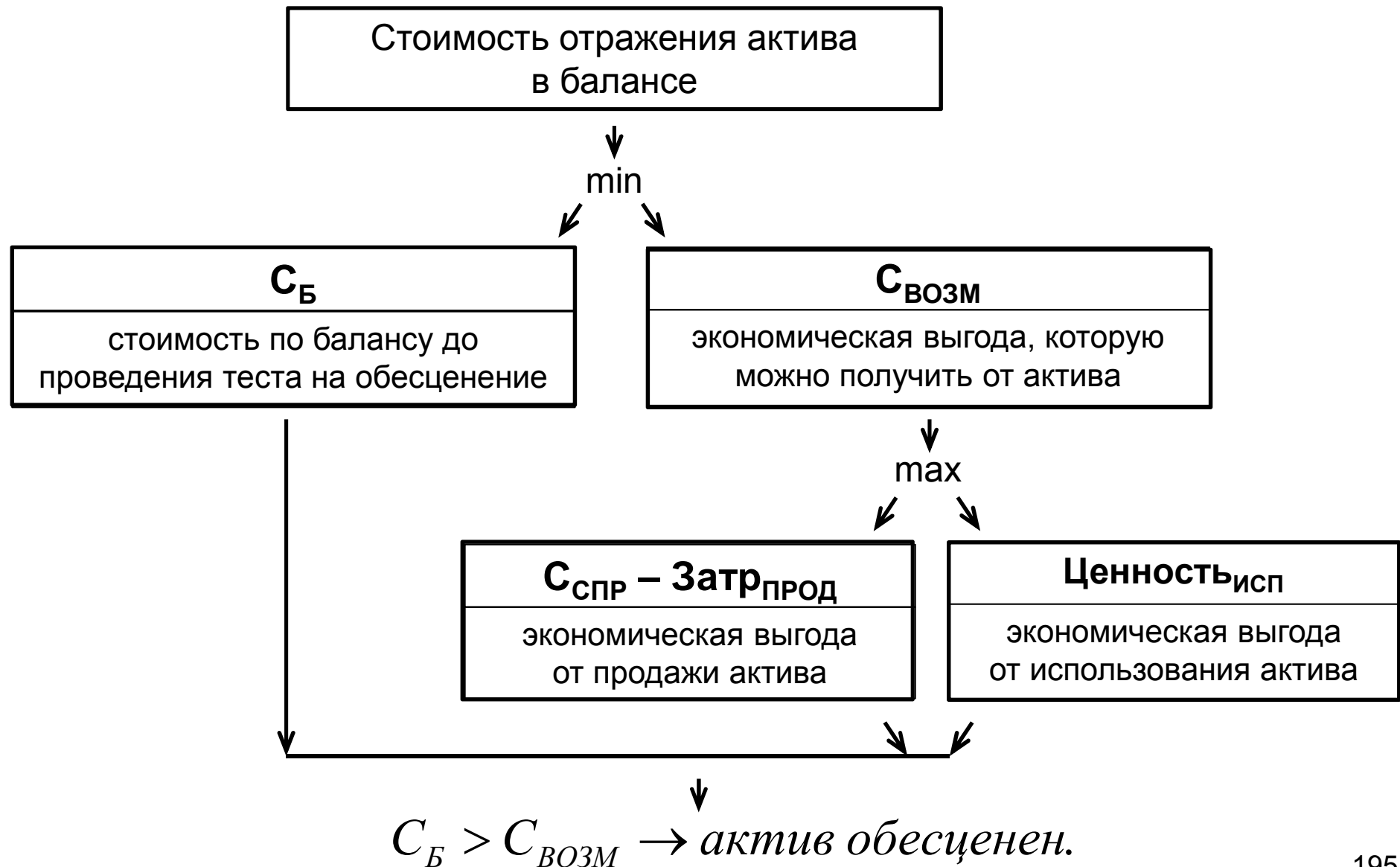
$$C_B > C_{BO3M} \rightarrow \text{актив обесценен.}$$

$$\text{Убыток} = C_B - C_{BO3M}.$$

$$C_{BO3M} = \text{MAX} \left\{ \sum_{j=1}^n \frac{\text{ДП}_j}{(1+i)^t}; \text{Выр.} - \text{Затр.}_{\text{прод.}} \right\}.$$

Основы оценки для целей МСФО:

тест на обесценение



Основы оценки для целей МСФО:

алгоритм оценки активов

1. Группировка активов по генерирующим единицам
2. Определение справедливой стоимости.
3. Определение расходов на продажу.
4. Определение эксплуатационной ценности актива.
5. Определение возмещаемой суммы.
6. Проведение теста на обесценение.
7. Принятие активов на баланс по «новой» стоимости.

Материалы для самоподготовки

1. Положение по бухгалтерскому учету «Учет нематериальных активов» (ПБУ 14/2007) от 27.12.2007 г. № 135н.
2. Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ.
3. Пример оценки НМА.
4. Пример оценки инвестиционного проекта.

Практическое задание: определение стоимости вклада в инвестиционный проект.



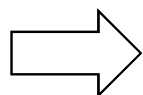
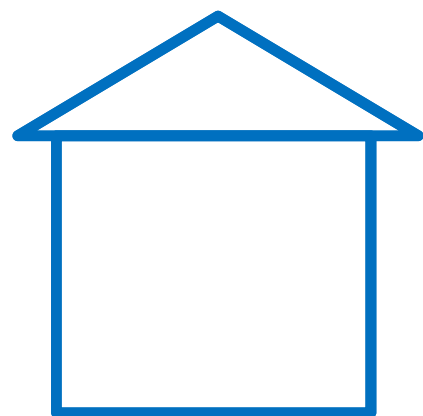


«ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА»

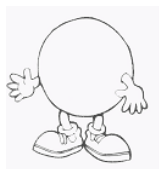
Тема 6.

Основы экспертизы отчетов об оценке

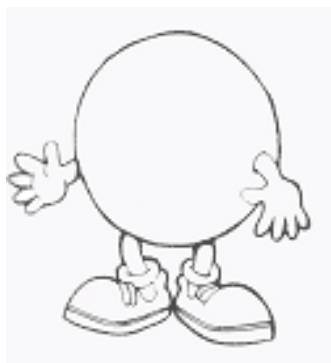
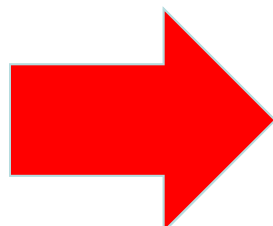
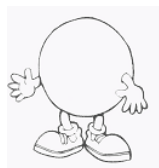
Оценка как конфликт интересов



отчет
об оценке



покупатель
и продавец



$$\pm \Delta C_p$$

Рейд:

оценка стоимости как один из инструментов рейда

Рейд (недружественное поглощение) – это получение контроля над собственностью, вопреки воле ее собственников.

Белое

(с согласия основного
собственника)

Серое

(нарушения
административного
законодательства)

Черное

(нарушения уголовного
законодательства)

Решение о проведении рейда принимается с использованием инструментов оценки стоимости –

анализа соотношения доходов/расходов проекта и его рисков.

Основные технологии рейда:

белые и серые схемы

1. Покупка мажоритарного пакета акций с последующей докупкой миноритарных или их размытием
2. Использование существующих или создание новых конфликтов среди акционеров
3. Использование технологии «белый рыцарь».
4. Создание неблагоприятных условий для работы мажоритарных акционеров через миноритарные пакеты (гринмейл, или корпоративный шантаж – это понуждение основного собственника выкупить пакет акций (не блокирующий, часто даже просто одну акцию) по стоимости, завышенной в десятки раз):
 - запрос и документов с последующим освещением внутренних процессов в СМИ;
 - жалобы, организация проверок;
 - инициирование уголовных дел.
5. Введение в заблуждение относительно ценности актива.

Основные технологии рейда:

черные схемы

1. Принуждение к совершению сделки

2. Хищение акций:

- фальсификация документов (в том числе, с использованием «добросовестного приобретателя»;
- обращение взыскания на акции по несуществующим обязательствам акционера;
- хищение с помощью фальсифицированных судебных актов;
- создание параллельного реестра акционеров

3. Изъятие правоустанавливающих документов под видом проверки с их последующей «потерей» и «восстановлением».

4. Исключение участника в связи с «неконструктивной» деятельностью (для ООО).

Экспертиза отчетов об оценке:

варианты экспертизы (проверки) отчетов об оценке

**Проверка отчета
об оценке заказчиком
оценки**

**Экспертиза
отчета об оценке**
(до сделки, после сделки,
существенные нарушения,
формальные нарушения)

**Альтернативный
отчет об оценке**

Судебная экспертиза
(в т.ч., оспаривание судебной
экспертизы, повторная судебная
экспертиза)

Экспертиза отчетов об оценке:

нормативно-правовая база

Экспертиза отчета об оценке – действия эксперта или экспертов СРОО в целях проверки отчета, подписанного оценщиком или оценщиками, **являющимися членами данной СРОО**, в соответствии с видом экспертизы, в том числе проверки на:

- соответствие требованиям законодательства Российской Федерации об оценочной деятельности;
- подтверждение стоимости объекта оценки, определенной оценщиком в отчете.

Результатом экспертизы отчета является положительное или отрицательное экспертное заключение (*ст. 17.1 ФЗ №135*).

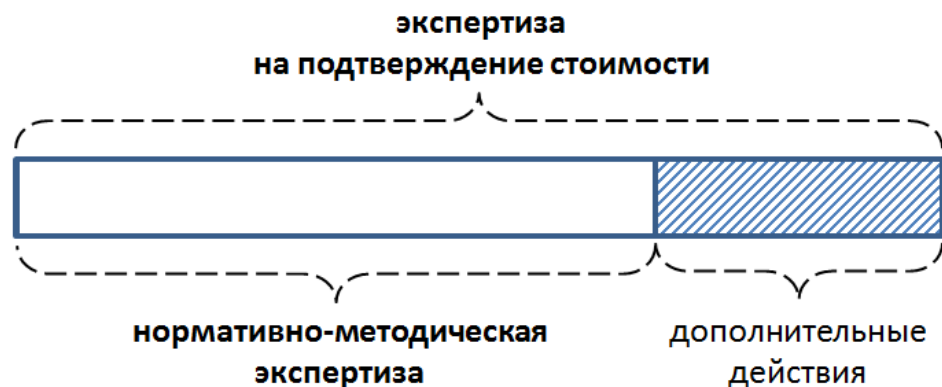
Под экспертизой отчета об оценке понимаются действия эксперта или экспертов СРОО в целях проверки отчета, **подписанного оценщиком (оценщиками), являющимся (являющимися) членами данной СРОО**, в соответствии с видом экспертизы.

В ходе проведения экспертизы отчета об оценке проводится исследование работы, выполненной оценщиком (оценщиками). При проведении экспертизы отчета об оценке экспертом (экспертами) не проводится повторная оценка (*ст. 4 ФСО 5*).

Экспертиза отчетов об оценке:

нормативно-правовая база

- **экспертиза на соответствие требованиям законодательства РФ** об оценочной деятельности, в том числе требованиям Федерального закона, ФСО и других актов уполномоченного федерального органа, осуществляющего функции по нормативно-правовому регулированию оценочной деятельности, и стандартов и правил оценочной деятельности (далее – **нормативно-методическая экспертиза**);
- **экспертиза на подтверждение стоимости** объекта оценки, определенной оценщиком в отчете об оценке, включающая также **нормативно-методическую экспертизу**.



Экспертиза отчетов об оценке:

нормативно-правовая база

Пункт 17. Результатом экспертизы отчета об оценке является положительное или отрицательное **экспертное заключение**.

Пункт 18. Выявленные технические ошибки, допущенные оценщиком при составлении отчета об оценке, но не приведшие к нарушению требований законодательства РФ ..., и не отразившиеся на стоимости объекта оценки, определенной оценщиком в отчете об оценке, **не являются основанием для составления отрицательного экспертного заключения**.

Пункт 19. ... Если в нормативном правовом акте, договоре на проведение экспертизы отчета об оценке, определении суда или внутренних документах СРОО не указан вид экспертизы, ... **проводится нормативно-методическая экспертиза**.

Если законом или иным нормативным актом для сторон сделки, государственного органа, должностного лица, органов управления юридического лица предусмотрена обязательность привлечения независимого оценщика (обязательное проведение оценки) **без установления обязательности определенной им величины стоимости** объекта оценки, то оценка носит лишь рекомендательный характер и не является обязательной и, следовательно, **самостоятельное ее оспаривание посредством предъявления отдельного иска не допускается**.

Источник: Информационное письмо Президиума ВАС РФ № 92 от 30.05.2005 г.

Случаи обязательной экспертизы отчетов об оценке

1. Оценка имущества должника в рамках процедуры банкротства

Согласно ст. 130 Федерального закона от 26.10.2002 г. №127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» экспертиза отчета об оценке имущества должника выполняется при одновременном соблюдении следующих условий:

- должником является унитарное предприятие либо АО, более 25% голосующих акций которого находится в государственной или муниципальной собственности;
- на отчет об оценке было выдано отрицательное мотивировочное заключение Росимущества.

2. Определение цены (денежной оценки) имущества ОАО

Согласно ст. 77 Федерального закона от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» выполняется экспертиза отчета об оценке имущества при одновременном соблюдении следующих условий:

- владельцем от 2% до 50% включительно голосующих акций общества являются государство и (или) муниципальное образование;
- оценка выполнена для определенных установленных законом целей;
- на отчет об оценке было выдано отрицательное мотивировочное заключение Росимущества.

Случаи обязательной экспертизы отчетов об оценке

3. Выкуп лицом, которое приобрело более 95% акций ОАО, ценных бумаг ОАО по требованию данного лица или владельцев оставшихся акций

Согласно ст. 84.7 и 84.8 Федерального закона от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ «Об АО» выкупная цена не может быть ниже рыночной стоимости, определенной Оценщиком в отчете об оценке и подтвержденной СРОО при проведении экспертизы такого отчета об оценке.

4. Государственная кадастровая оценка

Согласно ст. 24.11 Закона об оценке экспертиза отчета об определении кадастровой стоимости обязательна.

5. «Оспаривание» результатов государственной кадастровой оценки

Согласно ст. 24.19 Закона об оценке и п. 21 Приказа МЭР от 22.02.2011 г. №69 в случае установления кадастровой стоимости земельного участка в размере его рыночной стоимости при условии, что рыночная стоимость более чем на 30% меньше кадастровой, необходима экспертиза отчета об определении рыночной стоимости.

Экспертиза отчетов об оценке:

нормативно-правовая база

Нарушение формальных требований – нарушения требований к оформлению отчета об оценке или содержащейся в нем информации, которые прямо указаны в Законодательстве РФ об оценочной деятельности. Примеры:

- отсутствие указание ОГРН и даты присвоения ОГРН заказчика оценки;
- отчет не прошит.

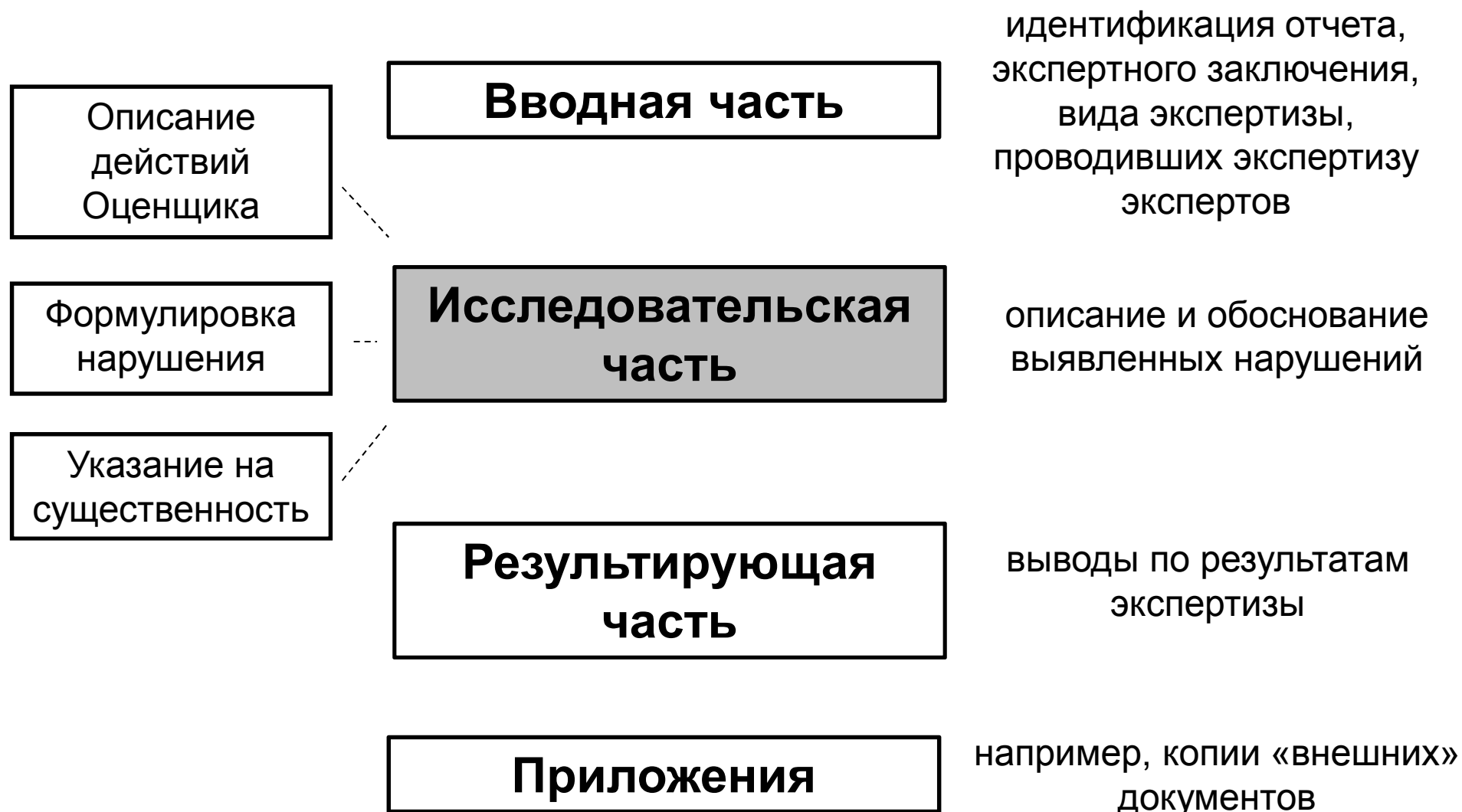
Существенные нарушения – нарушение, устранение которых окажет (способно оказать) существенное влияние на итоговую величину стоимости объекта оценки.

Уровень существенности зависит от:

- предполагаемого использования результатов оценки;
- % влияния на итоговую стоимость объекта оценки;
- возможности введения в заблуждение пользователя отчета.

Экспертиза отчетов об оценке:

содержание экспертного заключения



Экспертиза отчетов об оценке:

пример замечания – описание ситуации

Объект оценки:

- земельный участок 20 соток с небольшим деревянным домом, построенным в 40-х годах XX века (права собственности);
- участок расположен в коттеджном поселке.

В Отчете:

- реализован затратный подход к оценке;
- стоимость определена как разница между затратами на замещение дома и величиной его накопленного износа.

Экспертиза отчетов об оценке:

пример замечания

Объектом оценки является право собственности на земельный участок **площадью 20 соток** с деревянным домом, который характеризуется значительным износом (стр.Х). Объект оценки расположен **в коттеджном поселке**. Рыночная стоимость объекта оценки определена только в рамках затратного подхода к оценке как разница между затратами на замещение дома и величиной его накопленного износа (стр.Х), что ошибочно, поскольку при такой схеме расчета не учитывается стоимость прав на земельный участок (нарушено требование п.4 ФСО №3 – содержание Отчета вводит в заблуждение).

В связи с тем, что рассматриваемый участок расположен в коттеджном поселке, устранение данного нарушения **может** существенно влиять на стоимость, так как, по рыночным данным (см., **например**, аналитический обзор АН «Ромашка», www.romashka.ru/analitika) стоимость одной сотки земельного участка в прилегающем коттеджном поселке составляет более 400.000 руб., что в 3 раза превышает величину определенной в Отчете стоимости всего объекта оценки (стр. Х).

Экспертиза отчетов об оценке:

ситуация для самостоятельного обсуждения

Объект оценки: офисное здание, требующее капитального ремонта, в том числе, отделочных работ.

В Отчете:

- реализован метод прямой капитализации в рамках доходного подхода к оценке;
- ставка арендной платы определена для здания в текущем состоянии;
- из текущей стоимости денежных потоков вычтены затраты на капитальный ремонт.

Сформулируйте замечание.

Экспертиза отчетов об оценке:

примеры некорректных замечаний

1. Отчет не соответствует требованиям законодательства Российской Федерации об оценочной деятельности, поскольку в нем допущено значительное число грамматических, синтаксических, фонетических и арифметических ошибок.
2. В Отчете приведено недостаточное обоснование отказа от применения доходного подхода к оценке, что ошибочно.
3. Выбранные в качестве объектов-аналогов офисные помещения (стр. 23) не могут быть признаны таковыми.



Экспертиза отчетов об оценке:

классификация инструментов искажения стоимости

**недостаточная
или недостоверная
идентификация
(описание) объекта
оценки**

**избирательное
использование
рыночных данных**

**избирательное
использование
методологии**

**прямое искажение
параметров**

Экспертиза отчетов об оценке:

классификация искажений стоимости

	Преднамеренное	Непреднамеренное
Грубое (сильно затронуты единицы ценообразующих параметров)		<i>простая экспертиза</i>
«Ювелирное» (комплексное воздействие на совокупность ценообразующих параметров)	<i>сложная экспертиза</i>	

Экспертиза отчетов об оценке:

примеры искажения стоимости

Рыночные данные:

- цена сопоставимых помещений: 1 900 – 2 100 ед./кв.м.
- валовая ставка арендной платы: 300-350 ед./кв.м.
- операционные расходы: 50-100 ед./кв.м.
- недозагрузка: 3-7%.
- коэффициент капитализации: 11-14%.

$$C = \frac{ЧОД}{R} = \frac{АП \times (1 - k_{НЗ}) - ОР}{R} = \frac{460 \times 0,95 - 75}{0,125} \approx 2\,900.$$

$$C = \frac{ЧОД}{R} = \frac{АП \times (1 - k_{НЗ}) - ОР}{R} = \frac{355 \times 0,98 - 45}{0,105} \approx 2\,900.$$

Экспертиза отчетов об оценке:

примеры искажения стоимости

Показатель	Значение				
	1 год	2 год	3 год	4 год	5 год
Темп роста арендной платы	10	10	5	5	5
Цепной индекс удорожания	1,00	1,10	1,21	1,27	1,33
Ставка арендной платы	10 000	11 000	12 100	12 705	13 340
Общая площадь, кв.м	250	250	250	250	250
ПВД	2 500 000	2 750 000	3 025 000	3 176 250	3 335 063
Недозагрузка, %	10	10	10	10	10
ДВД	2 250 000	2 475 000	2 722 500	2 858 625	3 001 556
Удельные операционные расходы	1 500	1 650	1 815	1 906	2 001
Операционные расходы	375 000	412 500	453 750	476 438	500 259
ЧОД	1 875 000	2 062 500	2 268 750	2 382 188	2 501 297
Ставка дисконтирования	16	16	16	16	16
Коэффициент капитализации					18
Дисконтный множитель	0,928	0,800	0,690	0,595	0,552
Текущая стоимость	1 740 894	1 650 848	1 565 459	1 417 010	7 674 689
Рыночная стоимость	14 049 000				

Экспертиза отчетов об оценке:

примеры искажения стоимости

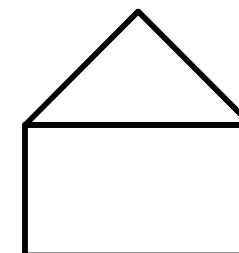
Показатель	Значение				
	1 год	2 год	3 год	4 год	5 год
Темп роста арендной платы	10	10	10	10	10
Цепной индекс удорожания	1,00	1,10	1,21	1,33	1,46
Ставка арендной платы	11 000	12 100	13 310	14 641	16 105
Общая площадь, кв.м	250	250	250	250	250
ПВД	2 750 000	3 025 000	3 327 500	3 660 250	4 026 275
Недозагрузка, %	10	7,5	5	5	5
ДВД	2 475 000	2 798 125	3 161 125	3 477 238	3 824 961
Удельные операционные расходы	1 200	1 320	1 452	1 597	1 757
Операционные расходы	300 000	330 000	363 000	399 300	439 230
ЧОД	2 175 000	2 468 125	2 798 125	3 077 938	3 385 731
Ставка дисконтирования	15	15	15	15	15
Коэффициент капитализации					14
Дисконтный множитель	0,933	0,811	0,705	0,613	0,572
Текущая стоимость	2 028 198	2 001 338	1 972 979	1 887 198	13 827 163
Рыночная стоимость	21 717 000				
	+ 55%				

Экспертиза отчетов об оценке:

примеры искажения стоимости

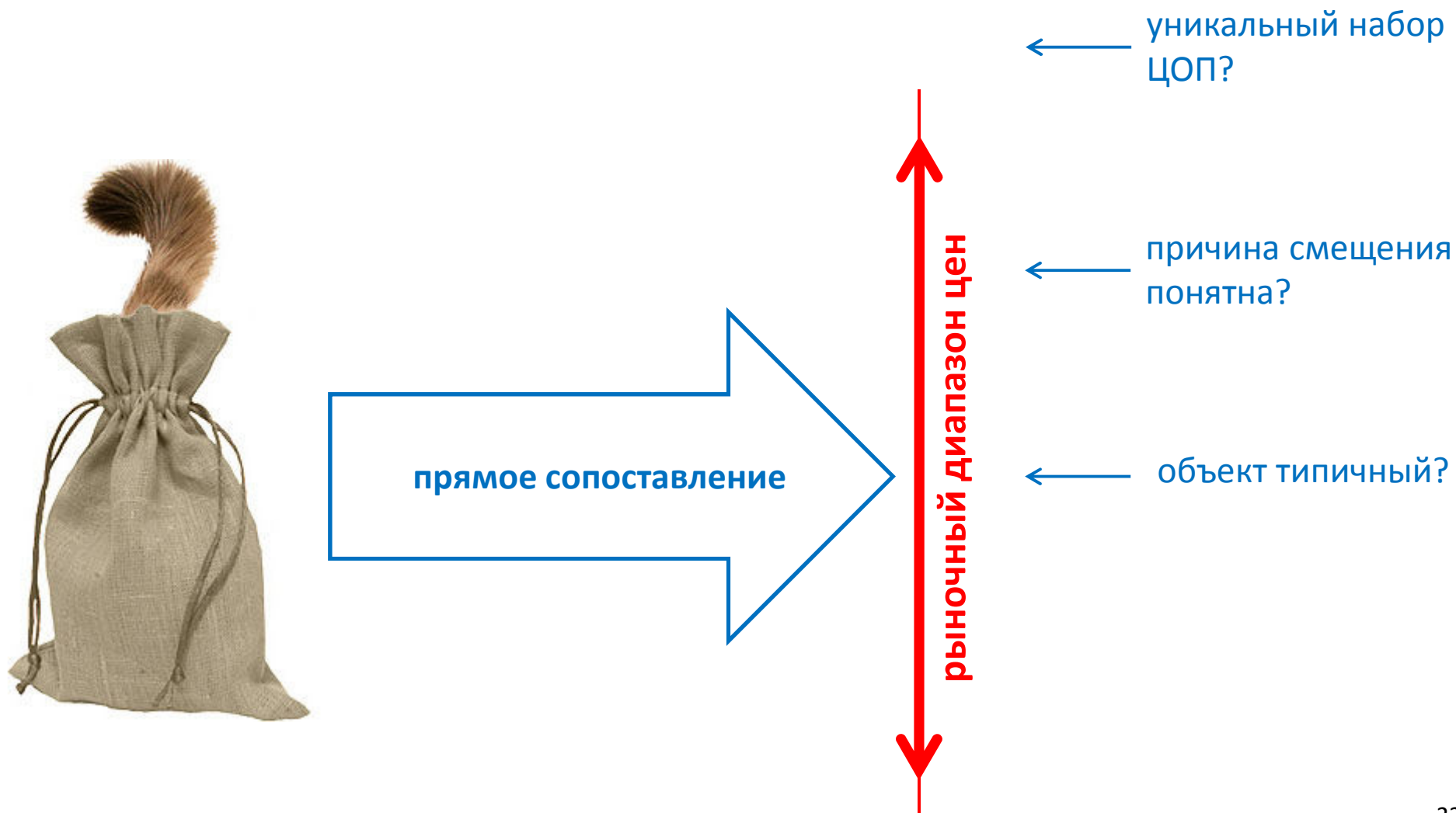
**Объект оценки – многофункциональный комплекс
(магазин + подземный паркинг).**

Параметр	Значение	Комментарий
Объем надземной части (магазин), куб.м	29 500	
Объем подземной части (паркинг), куб.м.	44 400	
Затраты на замещение надземной части, руб./куб.м	5 073,03	Ко-Инвест 2007; ОЗ.8.3.035
Затраты на замещение подземной части, руб./куб.м	2 092,07	Ко-Инвест 2007; ОЗ.9.3.088
Затраты на замещение комплекса в уровне цен 2007 года, тыс.руб.	242 542	
Индекс пересчета в уровень цен на дату оценки	1,813	Госкомстат
Коэффициент, учитывающий НДС	1,18	
Затраты на подключение к инженерным коммуникациям, тыс.руб.	36 000	
Итого затраты на замещение с учетом НДС, тыс.руб.	554 880	



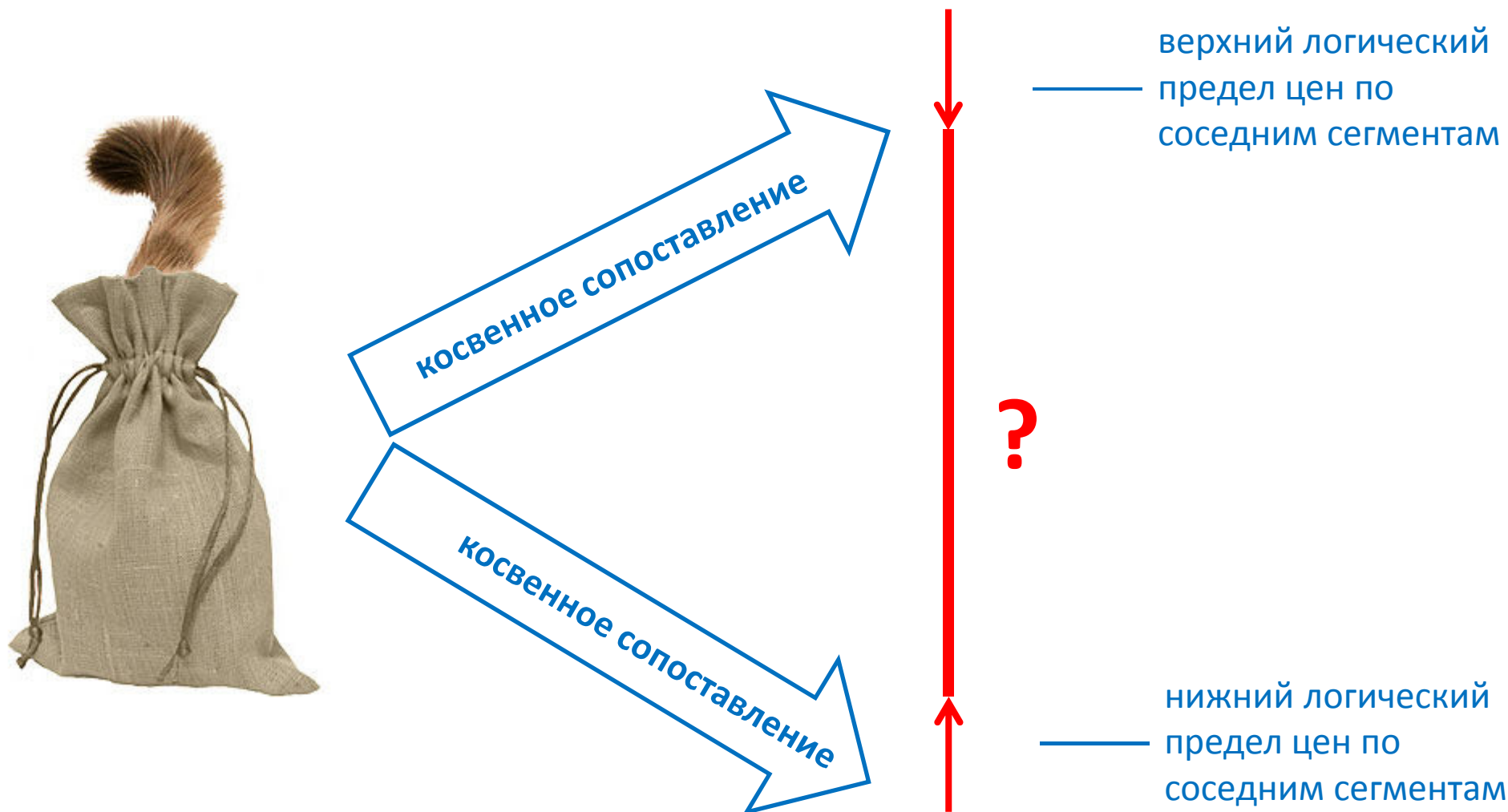
Экспертиза отчетов об оценке:

методы проверки на соответствие рынку



Экспертиза отчетов об оценке:

методы проверки на соответствие рынку



Экспертиза отчетов об оценке:

алгоритм защиты от недобросовестного оценщика

1. Устная претензия.
2. Письменная претензия.
3. Мотивированная письменная претензия
4. Экспертиза в СРОО.
5. Обращение в суд.
6. Обращение в страховую компанию для возмещения убытков.
7. Обращение в СРОО для возмещения убытков и наложения взыскания на соответствующего Оценщика.