



Ассоциация Банков  
Северо-Запада

Создана в 1989 году

**МЕТОДИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ КОМИТЕТА ПО ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ  
АССОЦИАЦИИ БАНКОВ СЕВЕРО-ЗАПАДА**

**ПО ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ДОЛГОВ НЕПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ**

Документ утвержден на заседании  
Комитета по оценочной деятельности АБСЗ  
22 марта 2016 года

Санкт-Петербург  
2016

## **СОСТАВ РАБОЧЕЙ ГРУППЫ ПО РАЗРАБОТКЕ РЕКОМЕНДАЦИЙ**

### **ПРЕДСТАВИТЕЛИ БАНКОВ:**

Вовк Антон Сергеевич (СЗРЦ ВТБ), председатель КОД АБСЗ

Кудайметов Шамиль Рамилович (СЗБ Сбербанк), к.э.н.

Былева Анна Игоревна (Банк БФА)

### **ПРЕДСТАВИТЕЛИ ОЦЕНОЧНОГО СООБЩЕСТВА:**

Котов Денис Иванович (Северо-Западное общество оценщиков – СРО «НКСО»), к.э.н.

Козин Петр Александрович (СРО «Сообщество профессионалов оценки»), д.т.н.

Кузнецов Дмитрий Дмитриевич (СРО «Сообщество профессионалов оценки»), к.т.н.

### **РУКОВОДИТЕЛЬ РАБОЧЕЙ ГРУППЫ:**

Котов Денис Иванович (Северо-Западное общество оценщиков – СРО «НКСО»), к.э.н.

***Рабочая группа благодарна за рассмотрение документа и комментарии от членов Комитета по оценочной деятельности АБСЗ – представителей следующих кредитных и оценочных организаций:***

*СЗБ Сбербанк, СЗРЦ ВТБ, Газпромбанк (филиал в г.СПб), АБ «Россия», Банк БФА, Банк «Объединенный капитал», Банк ЗЕНИТ (филиал в г.СПб), Банк Москвы (филиал в г.СПб);*

*ГК «Прайм Эдвайс», ГК «РМС», ГК «Аверс», NAI Весаг*

*Мнение членов Комитета по оценочной деятельности АБСЗ может не совпадать с официальной позицией их работодателей.*

## **ОГЛАВЛЕНИЕ**

1. ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ТЕРМИНЫ, ОПРЕДЕЛЕНИЯ И СОКРАЩЕНИЯ .....	4
2. ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ .....	4
3. ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ ПРОВЕДЕНИЯ ОЦЕНКИ ПРАВ ТРЕБОВАНИЯ .....	7
4. ОГРАНИЧЕНИЯ/ДОПУЩЕНИЯ В РАМКАХ ОЦЕНКИ ПРАВ ТРЕБОВАНИЯ .....	8
5. СТРУКТУРА И СОДЕРЖАНИЕ РАЗДЕЛОВ ОТЧЕТА ОБ ОЦЕНКЕ ПРАВ ТРЕБОВАНИЯ .....	9
6. РАСЧЕТ СТОИМОСТИ ПРАВ ТРЕБОВАНИЯ .....	10
6.1. ОБЩИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ .....	10
6.2. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД .....	12
6.3. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД .....	12
6.4. ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД .....	16

## **1. ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ТЕРМИНЫ, ОПРЕДЕЛЕНИЯ И СОКРАЩЕНИЯ**

1.1. КОД АБСЗ – Комитет по оценочной деятельности Ассоциации банков Северо-Запада;

1.2. 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;

1.3. Стоимость – любая из видов стоимости, используемых оценщиком в соответствии с действующим законодательством, а также международными стандартами оценки.

1.4. Долг, задолженность, права требования – обязанность должника уплатить кредитору определенную денежную сумму по гражданско-правовой сделке или иному предусмотренному законодательством основанию;

1.5. Непубличная компания – организация, которая не является акционерным обществом, акции которого и ценные бумаги которого, конвертируемые в его акции, публично размещаются (путем открытой подписки) или публично обращаются на условиях, установленных законами о ценных бумагах;

1.6. Ликвидность – экономическая категория, непосредственной характеристикой которой в оценочной практике является типичный (расчетный) срок рыночной экспозиции объекта оценки на открытом рынке, в течение которого он может быть реализован по рыночной стоимости;

1.7. НДС – налог на добавленную стоимость;

1.8. Банк – кредитная организация;

1.9. Оценщик – лицо, оказывающее услуги по оценке в соответствии с действующим законодательством;

1.10. Банкрот – должник, в отношении которого арбитражный суд признал его неспособность в полном объеме удовлетворить требования перед кредиторами;

1.11. Отчет об оценке – документ, составленный в соответствии с Федеральным законом РФ от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».

## **2. ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ**

2.1. Настоящие рекомендации предназначены для оценщиков и сотрудников банков, участвующих в процессе оценки прав требований.

2.2. Цель разработки настоящих Рекомендаций – обеспечение единства в понимании и применении подходов, способов и методов оценки долгов непубличных компаний производителями и потребителями оценочных услуг.

2.3. При разработке настоящих Рекомендаций авторы исходили из общих практик оценочной деятельности и утвержденных ранее методических рекомендаций КОД АБСЗ, оказывающих влияние на определение стоимости долгов непубличных компаний. В числе таких методических рекомендаций КОД АБСЗ можно отметить следующие:

- Мнение экспертов КОД АБСЗ «Об обоснованных значениях рыночных дисконтов, применяемых при оценке прав требования (долгов) кредитных организаций к непубличным компаниям в условиях неблагоприятной рыночной конъюнктуры» (утверждены КОД АБСЗ в качестве Рекомендаций 25.03.2015г., в редакции от 28.09.2015г.);

- Рекомендации «По оценке активов для целей залога (Версия 1)» (утверждены КОД АБСЗ 23.06.2014г.);

- Рекомендации «По оценке активов для целей залога в условиях кризиса» (утверждены КОД АБСЗ 05.06.2015г.).

2.4. В зависимости от значений ценообразующих факторов долги в целях настоящих Рекомендаций подразделяются на:

- долги с неочевидными перспективами взыскания даже только в какой-то их части, или «мусорные долги» (см. п.2.6, а также раздел 6 настоящих Рекомендаций);
- долги с признаками высокой вероятности их взыскания хотя бы только в какой-то их части при условии выполнения кредитором надлежащей претензионной работы (см. п.2.7, а также раздел 6 настоящих Рекомендаций);
- иные долги. Отнесение объекта оценки к данной группе долгов и возможность выражения мнения о рыночной стоимости в таком случае требует приведения в отчете об оценке дополнительного обоснования.

2.5. К **основным ценообразующим факторам**, оказывающим влияние на рыночную стоимость, могут быть отнесены следующие: размер задолженности, состав и качество подтверждающих документов, наличие судебного решения, истечение срока исковой давности, наличие доступной при оценке информации о финансовом состоянии должника, наличие дополнительного обеспечения долга в виде залога или поручительства.

При необходимости и должном обосновании данный перечень может быть расширен оценщиком, в том числе и за счет других факторов, рассматриваемых в настоящих Рекомендациях.

Влияние ценообразующих факторов на рыночную стоимость может оказываться: через различия в мотивации участников рынка (см., например, п.6.1.1.4 настоящих Рекомендаций); через возникновение вероятностного характера у некоторых признаков (или значений) возврата конкретного долга (см., например, пп.1 п.6.3.2 и таблицу п.6.3.2 настоящих Рекомендаций); через особенности правового регулирования претензионной работы (см., например, пп.3 п.6.3.2 настоящих Рекомендаций) и так далее.

2.6. Значения основных ценообразующих факторов, свидетельствующих о крайне низком уровне рыночной стоимости и степени ликвидности у оцениваемых долгов (присутствуют признаки «мусорного долга»):

Ценообразующий фактор	Причины влияния фактора на ликвидность и рыночную стоимость в общем случае	Рекомендуемые КОД АБСЗ значения фактора, требующие внимания при работе по оценке долга	Рекомендуемый дисконт к номиналу долга
Размер задолженности (положительное для кредитора судебное решение отсутствует)	При незначительных суммах долга работа по его взысканию может быть экономически нецелесообразна	До 50 000 рублей (для юрисдикции РФ, без учета фактора дополнительного обеспечения долга)	Близкий к 100%
Состав и качество подтверждающих документов	Отсутствие документов, подтверждающих долг, либо ненадлежащее оформление прав требования серьезно ограничивает эффективность претензионной работы. Под «ненадлежащим оформлением прав требования» в данном случае понимается отсутствие (или противоречивость) данных в документах, требующих обязательного их приведения в соответствии с действующим законодательством	Документы отсутствуют либо оформлены ненадлежащим для хозяйственной операции образом. Например, у подписантов отсутствовали необходимые полномочия, не получены корпоративные одобрения и так далее.	Близкий к 100%
Наличие судебного решения	Отрицательные для кредитора судебные решения делают возможным погашение долга только при условии их пересмотра вышестоящими судебными инстанциями либо в добровольном со стороны должника порядке	Наличие отрицательного для кредитора судебного решения, вступившего в законную силу	Близкий к 100%

Ценообразующий фактор	Причины влияния фактора на ликвидность и рыночную стоимость в общем случае	Рекомендуемые КОД АБСЗ значения фактора, требующие внимания при работе по оценке долга	Рекомендуемый дисконт к номиналу долга
Истечение срока исковой давности	По истечении срока исковой давности заинтересованное лицо утрачивает возможность требовать в судебном порядке принудительной защиты нарушенного права	Срок исковой давности истек	Близкий к 100%
Наличие информации о финансовом состоянии должника (с учетом п.2.8)	Финансовое состояние должника характеризует уровень его платежеспособности, что позволяет определить вероятность погашения долга	Должник - банкрот (3-я очередь реестровой задолженности). Для случаев, когда в ходе оценки не проводится детальный анализ финансового положения банкрота, при этом требования кредитора не обеспечены залогом	Более 90% (в зависимости от показателя средней эффективности процедур банкротства и соответствующего ему фактора дисконтирования)
		Данные о финансовом состоянии должника (кроме банкротов) отсутствуют либо неактуальны	Более 90% (в зависимости от средних значений вероятностей для перспектив судебных процедур взыскания и соответствующего им фактора дисконтирования)

Указанные в таблице долги характеризуются низкой вероятностью их взыскания. Поэтому отличные от табличных значения дисконта для номинала долга могут не соответствовать типичным условиям для сделок на рынке и требуют приведения в отчете об оценке дополнительного обоснования. Приведенные в таблице значения дисконтов носят поверочный характер и не исключают необходимость для оценщика приведения в отчете об оценке надлежащего обоснования конкретного дисконта, в том числе анализа рыночных данных и выполнения необходимых расчетов и вычислений.

При низкой вероятности взыскания только части оцениваемого долга, соответственно, рекомендуемое значение настоящего дисконта справедливо в отношении такой части.

2.7. Значения основных ценообразующих факторов, чаще всего свидетельствующих о приемлемом для покупателя уровне ликвидности у оцениваемых долгов (долги с признаками высокой вероятности их взыскания):

Ценообразующий фактор	Причины влияния фактора на ликвидность и рыночную стоимость в общем случае	Значение ценообразующего фактора
Наличие судебного решения (при достаточности средств у должника для его исполнения)	Положительное для кредитора судебное решение позволяет при построении прогнозов сроков погашения долга использовать их сокращенные значения, поскольку часть претензионной работы уже завершена	Наличие положительного для кредитора судебного решения, вступившего в законную силу. При этом добросовестность и платежеспособность должника не вызывает у оценщика обоснованных сомнений (по результатам проведенных им исследований)
Наличие информации о финансовом состоянии должника с учетом п.2.8 (положительное судебное решение отсутствует,	Финансовое состояние должника характеризует уровень его платежеспособности, что позволяет определить вероятность погашения долга. При отсутствии данных о рыночной стоимости имущества должника и степени их ликвидности, а также	Должник - действующая компания, которая располагает достаточным количеством активов для погашения долга. То есть

Ценообразующий фактор	Причины влияния фактора на ликвидность и рыночную стоимость в общем случае	Значение ценообразующего фактора
но высока вероятность его получения)	величины его обязательств, в задании на оценку может быть предусмотрено использование бухгалтерских (балансовых) оценок	отношение ее активов к обязательствам больше либо равно единице
Наличие дополнительного обеспечения долга в виде залога	При обеспечении долга в виде залога вероятность погашения долга, как правило, увеличивается исходя из ликвидационной стоимости и ликвидности предмета залога. Ликвидационная скидка часто составляет не менее 30% (при прогнозе несущественного изменения рыночной стоимости залога на период реализации). В отдельных случаях для высоколиквидных предметов залога и при должном обосновании этого в отчете об оценке вместо ликвидационной стоимости залога может применяться его рыночная стоимость	Долг в полном объеме обеспечен залогом, реализация которого не вызывает сомнений
Наличие дополнительного обеспечения долга в виде поручительства	В случае обеспечения долга в виде поручительства третьих лиц вероятность погашения долга увеличивается исходя из платежеспособности поручителя(ей)	Долг в полном объеме обеспечен поручительством, а добросовестность и платежеспособность поручителя не вызывает у оценщика обоснованных сомнений (по результатам проведенных им исследований)

При высокой вероятности взыскания только части оцениваемого долга, соответствующие выводы справедливы только в отношении такой части.

Признание объекта оценки долгом с признаками высокой вероятности взыскания непосредственно влияет на их рыночную стоимость (см., например, пп.2 п.6.3.2 или п.6.4.2).

2.8. В целях выражения мнения о финансовом состоянии должника при получении необходимых для этого (с учетом положений п.4.1 настоящих Рекомендаций) сведений рекомендуем использовать, прежде всего, независимые от заказчика публичные источники информации и базы данных. Допущение о невозможности получения оценщиком актуальной информации о финансовом состоянии должника, в том числе его финансовой отчетности из общедоступных баз данных, требует дополнительного обоснования в отчете об оценке.

В качестве непосредственного инструментария для анализа финансового состояния должника могут быть использованы (с учетом положений раздела 4 настоящих Рекомендаций) следующие финансовые коэффициенты: коэффициенты ликвидности, коэффициенты деловой активности (оборачиваемости), коэффициенты рентабельности, коэффициенты платежеспособности и структуры капитала, коэффициенты рыночной активности.

### 3. ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ ПРОВЕДЕНИЯ ОЦЕНКИ ПРАВ ТРЕБОВАНИЯ

3.1. Основные этапы проведения работы по оценке долгов непубличных компаний:

- 1) идентификация объекта оценки;
- 2) сбор и анализ правоустанавливающих документов и прочей информации;
- 3) оценка рыночной или иной стоимости, которая определена в задании на оценку.

При идентификации объекта оценки определяется объем и состав прав требования кредитора к должнику, рыночная или иная стоимость которых подлежит установлению. Если в состав права требования входит залог, то обязательным также является идентификация и осмотр предметов залога. В отчете об оценке не рекомендуется использовать результаты осмотра, предоставленные оценщику иной стороной; за исключением случаев, когда осмотр проведен привлеченными заказчиком или оценщиком профессиональными сюрвейерными компаниями.

По результатам анализа документов и иных сведений оценщику необходимо сделать вывод о наличии соответствующих данных, позволяющих установить количественные и качественные характеристики объекта оценки. При этом, анализ юридической документации, подтверждающей право требования кредитора и/или наличия обеспечения, должен основываться на квалифицированном применении действующих норм различных отраслей права. В силу чего, для разрешения сложных вопросов по корректной интерпретации условий договоров или требований правовых актов оценщику целесообразно привлечь к участию в проведении оценки специалистов в этой области либо ограничить в задании на оценку (с учетом положений раздела 4 настоящих Рекомендаций) тот объем исследований, которые должен будет им проводиться.

Результат оценки, как правило, оформляется в виде отчета об оценке, который подготавливается в соответствии с требованиями Федерального закона РФ об оценочной деятельности, федеральных стандартов оценки, а также стандартов и правил оценочной деятельности. Дополнительно к отчету об оценке могут прилагаться расчетные файлы в формате электронных таблиц с необходимыми комментариями и пояснениями.

#### **4. ОГРАНИЧЕНИЯ/ДОПУЩЕНИЯ В РАМКАХ ОЦЕНКИ ПРАВ ТРЕБОВАНИЯ**

4.1. На практике при составлении отчета об оценке возникают ситуации, когда необходимо вводить уточняющие допущения при моделировании условий сделки с объектом оценки либо допущения, устанавливающие в целях применения оценочных техник какие-либо характеристики для самого объекта оценки.

Как правило, применение в отчете об оценке особых допущений целесообразно:

- 1) для установления ограничений объема исследований, которые должны проводиться оценщиком;
- 2) для ограничения профессиональной ответственности оценщика в случае недостаточности проводимых исследований для получения надежной оценки или же если информация, которая должна быть предоставлена третьими лицами, оказалась недоступной или неадекватной.

4.2. При определении рыночной стоимости в основе всех расчетов и предположений должны лежать достоверные рыночные данные и тенденции. Допущения, основанные исключительно на экспертном мнении оценщика, должны быть сведены к минимуму. Поэтому нежелательными являются следующие допущения и ограничения в отчете об оценке, применение которых может привести к существенным ошибкам при определении рыночной стоимости:

- 1) при отсутствии полного комплекта необходимых для взыскания долга документов допущение о том, что все необходимые документы имеются в полном объеме, оформлены надлежащим образом, а сроки взыскания по долгу не истекли;
- 2) при наличии незавершенного судебного разбирательства по вопросу оцениваемого долга допущение о том, что судебное решение уже вынесено в пользу одной из сторон (за исключением случаев, когда для принятия управленческих решений заказчику необходимы сценарные расчеты стоимости в зависимости от различных вариантов исхода судебного разбирательства по оцениваемому долгу);
- 3) при отсутствии каких-либо сведений о платежеспособности и финансовом состоянии (а, при необходимости для расчетов, и финансово-хозяйственной деятельности) должника и/или поручителя допущение о том, что таковые признаются определенными каким-либо образом без приведения соответствующего обоснования;
- 4) при отсутствии в отчете об оценке анализа рыночной стоимости (или иной стоимости, если это предусмотрено заданием на оценку) предмета залога и его ликвидности допущение о том, что таковые признаются определенными каким-либо образом без приведения соответствующего обоснования.



4.3. В настоящее время существует неоднозначность в учете НДС при определении стоимости предметов залога, обеспечивающих оцениваемые долги. По нашему мнению, проблема учета или не учета НДС может быть решена только самими кредитными организациями в рамках своей залоговой политики и анализа статистики реализации залогов в различных вариантах с возможностью рассчитывать на получение НДС и без отсутствия таковой.

При принятии решения по данному вопросу, как правило, банки учитывают следующие варианты продажи предметов залога при невозможности возврата долга:

- 1) при добровольной реализации заложенного имущества залогодателем с согласия банка необходимости оплаты НДС у банка не возникает;
- 2) при реализации банком заложенного имущества принятого ранее на баланс банка необходимость оплаты НДС у банка возникает (кроме сделок с земельными участками на праве собственности). Однако, при этом существует возможность зачета НДС, так как по договору отчуждения будет указан НДС;
- 3) в рамках исполнительного производства налоговым агентом является организатор торгов, поэтому банку погашается сумма денежных средств за вычетом НДС;
- 4) одним из наиболее частых вариантов погашения проблемной задолженности банком является реализация активов должника в процедурах банкротства. С 01 января 2015 года действует положение (см. статью 146 Налогового кодекса РФ), что не признаются объектом налогообложения операции по реализации имущества и (или) имущественных прав должников, признанных в соответствии с законодательством РФ несостоятельными (банкротами). То есть в указанном случае рыночная стоимость объекта всегда определяется без учета НДС.

## **5. СТРУКТУРА И СОДЕРЖАНИЕ РАЗДЕЛОВ ОТЧЕТА ОБ ОЦЕНКЕ ПРАВ ТРЕБОВАНИЯ**

Помимо общих требований, установленных действующим законодательством в области оценки, рекомендуется учитывать следующее:

### **5.1. раздел по описанию объекта оценки.**

Описание объекта оценки позволяет установить пользователю отчета количественные и качественные характеристики объекта оценки, в том числе на основе следующей информации:

- 1) о должнике, включая сведения о его финансовом состоянии и хозяйственной деятельности;
- 2) о сумме долга, а также причитающихся пеней, штрафов, неустоек по нему;
- 3) о дополнительных обеспечениях долга (залог, поручительство и так далее), их количественных и качественных характеристиках;
- 4) о наличии оформленных в соответствии с законодательством документов по объекту оценки;
- 5) о сроках погашения долга, включая анализ истечения срока исковой давности;
- 6) о проделанной кредитором претензионной работе и ее результатах, включая внесудебные процедуры и судебные разбирательства;
- 7) для просроченных долгов (либо при высокой вероятности просрочки) следует указать период просрочки и провести анализ перспектив взыскания задолженности во внесудебном либо судебном порядке (исполнительное производство, процедуры банкротства должника).

При отсутствии существенной информации об объекте оценки, влияющей на его стоимость, следует дополнительно привести в отчете об оценке сведения о проделанной оценщиком работе по поиску этих данных с объяснением невозможности их получения и связанных с этим допущениях и ограничениях. Также оценщику рекомендуется провести анализ возможного влияния отсутствующих данных на стоимость оцениваемого долга и изменения его стоимости в случае, если данные будут обнаружены.

Приведенных оценщиком в отчете об оценке сведений должно быть достаточно для однозначной идентификации объекта оценки и его позиционирования в соответствии с группировкой п.2.4 настоящих Рекомендаций.

#### **5.2. раздел по анализу рынка объекта оценки.**

Анализ рынка объекта оценки должен проводиться исходя из того сегмента рынка, к которому относится оцениваемый долг в соответствии с группировкой п.2.4 настоящих Рекомендаций.

При наличии предмета залога в отчете об оценке необходимо также приводить анализ рынка, к которому относится предмет залога.

#### **5.3. раздел по описанию процесса оценки.**

В разделе должно быть описано обоснование выбора используемых подходов и методов оценки, приведена последовательность определения стоимости объекта оценки, а также приведены соответствующие расчеты. Общим требованием здесь является возможность для пользователя отчета об оценке понять логику процесса определения стоимости и соответствие выбранного оценщиком метода (методов) объекту оценки, определяемому виду стоимости и предполагаемому использованию результатов оценки.

#### **5.4. раздел с согласованием результатов.**

При формировании итогового вывода о стоимости важно убедиться в том, что полученные в рамках того или иного подхода результаты оценки несущественно отличаются друг от друга. В случае, если результаты, полученные в рамках каждого из подходов, различаются более чем на 30%, оценщику рекомендуется привести аргументированное обоснование данного отклонения.

При значительном отклонении полученных результатов допускается делать обоснованный выбор в пользу результата, полученного в рамках одного из реализованных подходов.

После проведения процедуры согласования оценщик помимо указания в отчете об оценке итоговой величины стоимости объекта оценки имеет право приводить свое суждение о возможных границах интервала, в котором, по его мнению, может находиться эта стоимость, если в задании на оценку не указано иное.

## **6. РАСЧЕТ СТОИМОСТИ ПРАВ ТРЕБОВАНИЯ**

### **6.1. ОБЩИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ**

6.1.1. Выбор оценочных техник при определении стоимости объекта оценки во многом определяется **степенью ликвидности долга** и доступностью для оценщика рыночных данных для расчета.

6.1.1.1. Продажа наиболее ликвидных долгов, как правило, предполагает сильные позиции продавца в переговорах, а, значит, в оценке преобладает роль методов затратного подхода. По мере снижения ликвидности долга уже позиции покупателя становятся более весомыми, что обосновывает преимущественное применение методов доходного подхода.

6.1.1.2. Ограничением в применении методов сравнительного подхода может являться недостаточность доступных оценщику рыночных данных. Поэтому использование сравнительного подхода в большинстве случаев может носить только поверочный характер со ссылкой на те данные об объектах-аналогах, которые оценщику удалось обнаружить. Противоположная точка зрения требует приведения в отчете об оценке дополнительного обоснования.

6.1.1.3. Ограничение, указанное в п.6.1.1.2, практически отсутствует для рынка «мусорных долгов». В данном случае, например, можно ориентироваться на торги, продавцами в которых выступают банкроты, распродают свою дебиторскую задолженность. В силу специфики соответствующих процедур банкротства преобладающими долгами на таких торгах являются

задолженности, в отношении которых арбитражными управляющими была проведена претензионная работа, но она не увенчалась успехом.

Учитывая наличие рыночных данных в этом сегменте рынка, можно рекомендовать применение методов сравнительного подхода как основных при оценке «мусорных долгов».

6.1.1.4. При работе с оценкой долгов (прежде всего, ликвидных долгов) **рекомендуем учитывать зависимость рыночного дисконта от номинала долга**. По общему правилу: чем выше номинал долга, тем выше его рыночные дисконты. По нашему мнению, влияние данной зависимости для конкретного долга целесообразно анализировать, начиная с долгов номиналом от 100 миллионов рублей и выше. Игнорирование указанного фактора может привести к существенным ошибкам при определении рыночной стоимости объекта оценки.

Зависимость дисконта от номинала долга объясняется, прежде всего, экономическими причинами. По мере увеличения размера продаваемой задолженности количество потенциальных заинтересованных лиц на него снижается. Это, в свою очередь, усиливает переговорные позиции покупателя, а позиции продавца, напротив, ухудшаются.

Однако, это также можно объяснить и поведенческими причинами:

- 1) чем меньше номинал долга, тем может быть менее ценным для должника бизнес, на развитие которого были взяты кредитные обязательства и тем больше перспектив на достижение договоренностей о добровольной реализации активов («ценностный фактор»);
- 2) влияние соотношения размера необслуживаемой задолженности и мотивации должника на сохранение положительной кредитной истории, возможными планами на дальнейшее использование кредитных средств в будущем. В данном случае, чем меньше номинал долга, тем больше стимулов для должника договориться с кредитором («психологический фактор»);
- 3) с увеличением размера долга, как правило, растут возможности должников на активное противодействие кредиторам. Например, за счет привлечения адвокатских и консалтинговых фирм, что сказывается на длительности процедур взыскания проблемной задолженности («военный фактор»).

6.1.1.5. При работе с оценкой долгов (прежде всего, ликвидных долгов) **рекомендуем учитывать зависимость рыночного дисконта от периода просрочки**. По общему правилу: по мере увеличения периода просрочки долга повышаются и рыночные дисконты для него.

При просрочке на ранних стадиях размер дисконта может быть минимальным. Данный срок, как правило, в среднем до 90 дней (но максимально не более 120 дней) дает возможности договориться о добровольном урегулировании долга.

При увеличении периода просрочки до 120 – 180 дней шансов договориться о погашении всей задолженности за счет операционной деятельности предприятия гораздо меньше, но активы предприятия сохраняются в работоспособном состоянии и возможно урегулирование долгов за счет продажи бизнеса.

При сроке просрочки свыше 180 дней и при условии, что между кредитором и должником не возможно достижение каких-либо договоренностей, размеры возможного дисконта сильно увеличиваются. Причиной является то, что кредитор находится на начальной стадии взыскания, где реализация дефолтных инструментов требует времени и сопряжена со значительным количеством рисков.

Однако, если кредитору с целью удовлетворения своих требований удастся перейти в стадию реализации активов должника, то размер дисконта со временем может снижаться. Например, в процедурах банкротства это произойдет после того как станут известны параметры реализации активов, конкурсная масса и реестр кредиторов.

6.1.1.6. Для дополнительного учета влияния факторов, указанных в п.6.1.1.4 и п. 6.1.1.5, и при должном обосновании, допускается вносить соответствующие корректировки в расчет ставки дисконтирования, уточнять скидки к номиналу долга, производить иные расчетные действия.

6.1.1.7. При оценке **портфельных цессий** их рыночная стоимость может отличаться от величины простого суммирования индивидуальных рыночных стоимостей долгов, входящих в портфель. В данном случае, при анализе оценщику рекомендуется оценить влияние на рыночную стоимость двух разнонаправленных факторов.

С одной стороны, при расчете рыночной стоимости портфеля долгов в целом может потребоваться применение дополнительной скидки за опт (негативный фактор). Но с другой стороны, возможна ситуация применения премии из-за хеджирования рисков при такой форме уступки прав требований (позитивный фактор).

Таким образом, применительно к объекту оценки рекомендуется выявить влияние каждого из указанных факторов и внести соответствующие результаты анализа правки при расчете рыночной стоимости портфеля долгов. При невозможности обоснованной оценки преимущественной роли у какого-либо из факторов, поправки к суммарной величине рыночных индивидуальных стоимостей для долгов в портфеле не делаются.

## 6.2. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД

6.2.1. Цены сделок с сопоставимыми долгами непубличных компаний, полученные при торгах на признанных торговых площадках по состоянию на дату оценки или на близкую к ней дату, обычно являются наилучшим источником для определения рыночной стоимости идентичных объектов оценки. Поэтому примером возможности корректного применения сравнительного подхода в качестве основного могут быть случаи, указанные в п.6.1.1.3 настоящих Рекомендаций, либо иные случаи, обоснованные согласно п.6.1.1.2.

6.2.2. При отсутствии приемлемых недавних сделок можно применять сведения о предложенных или заявленных ценах с внесением соответствующей поправки на торг.

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

1) сделки совершались между взаимозависимыми сторонами. Например, в судебных решениях арбитражных судов могут встречаться сделки по продаже долгов по номиналу. Значительная часть таких сделок обусловлена зависимостью покупателя от продавца долга;

2) сделки совершались по инвестиционной стоимости. Например, когда передача прав требования приводила к созданию контрольного пакета либо к перспективам смены контроля над компанией-банкротом;

3) сделки совершались по ликвидационной стоимости. Например, в отдельных торгах, продавцами в которых выступают банкроты, вынужденно распродают свою дебиторскую задолженность, могут встречаться сделки с влиянием ликвидационных скидок.

6.2.4. Оценка передаваемых прав требования по договорам, которые связаны с инвестиционной деятельностью (например, в области строительства объектов недвижимости), должна учитывать рыночную стоимость самих объектов инвестирования. В некоторых случаях, это может приводить к получению рыночной стоимости прав требования со значением, превышающим номинал объекта оценки.

## 6.3. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД

6.3.1. Рыночная стоимость долга может определяться с помощью метода дисконтированных денежных потоков. Если будущие денежные потоки не имеют фиксированного договорного характера, то для получения необходимых исходных данных потребуется рассчитать предполагаемый оценщиком денежный поток и соответствующую ему ставку дисконтирования.

6.3.2. При построении денежного потока, подлежащего дисконтированию, рекомендуем учитывать следующие особенности:

1) при определении размера долга, в отличие от рекомендаций п.6.4.3., не может быть однозначной позиции о включении в его состав начисленных по договору пеней, штрафов,

неустоек. Как правило, данные выплаты обуславливаются исключительно успешным результатом претензионной работы со стороны кредитора. Поэтому целесообразность отражения данных платежей в денежном потоке должна быть обоснована дополнительно, где будут учтены вероятностный характер их получения и все сопряженные с этим риски;

2) как правило, при расчете денежного потока вносятся корректировки для номинала долга с целью получения надлежащей базы для дисконтирования. Это связано с тем, что вероятные поступления от должника могут быть меньше номинала долга, а неопределенность их получения должна соответствовать применяемой оценщиком ставке дисконтирования. Кроме того, должны учитываться и затраты (при их существенности) по взысканию долга.

Исключением в части применения к номиналу долга корректировок являются долги с признаками высокой вероятности их взыскания (см. п.2.7.), для которых обычно такие поправки не делаются.

Практические примеры корректировок для номинала долга:

Корректировка	Причины внесения корректировки	Общая формула корректировки номинала (формулы для множителей к номиналу)	Снижение номинала долга за счет корректировки
При взыскании необеспеченной задолженности в судебном порядке (при отсутствии сомнений в исполнении должником судебного решения в разумные сроки)	Возможность проигрыша новым кредитором судебного спора с должником снижает инвестиционную привлекательность уступаемого долга даже при условии его надлежащего оформления	$(1 - A) \times [B1 \times (1 - B2) + B1 \times B2 \times B3]$ , где (здесь и далее по таблице применены единые обозначения) А – «гонорар успеха адвоката», в процентах от взысканной суммы; В1 – процент выигрыша по типу гражданских дел «Ненадлежащее исполнение договора» в суде первой инстанции; В2 – вероятность обращения ответчиком-предпринимателем в апелляцию в случае полного проигрыша; В3 – вероятность оставления решения суда первой инстанции в силе в рамках рассмотрения апелляционной жалобы ответчика	В среднем на 15%
При взыскании обеспеченной задолженности (залог не покрывает всей суммы долга, а иные источники для погашения отсутствуют)	При взыскании долга с таким обеспечением, возможность удовлетворения кредитором своих требований ограничивается стоимостью предмета залога	$\frac{C}{N}$ , где N – номинал долга; С – ликвидационная стоимость залога за минусом расходов, связанных с его реализацией. В отдельных случаях для высоколиквидных предметов залога и при должном обосновании этого в отчете об оценке вместо ликвидационной стоимости залога может применяться его рыночная стоимость.	В зависимости от стоимости залога
При взыскании обеспеченной поручительством задолженности (иные источники для погашения отсутствуют)	При взыскании долга с таким обеспечением, возможность удовлетворения кредитором своих требований зависит от платежеспособности поручителя	$D \times (1 - A) \times [B1 \times (1 - B2) + B1 \times B2 \times B3]$ , где D – прогноз доли погашения долга за счет средств поручителя	В среднем на 15% от погашаемой части долга. Часть долга, невозможная к погашению (1-D), является «мусорным долгом»
При взыскании текущих платежей компании-банкрота	В данном случае необходимо составление прогноза доли удовлетворенных текущих платежей соответствующей очереди	$E \times (1 - A) \times [B1 \times (1 - B2) + B1 \times B2 \times B3]$ , где E – прогноз доли удовлетворенных текущих платежей соответствующей очереди предприятия-банкрота	В среднем на 15% от погашаемой части долга. Часть долга, невозможная к погашению (1-E), является «мусорным долгом»

Корректировка	Причины внесения корректировки	Общая формула корректировки номинала (формулы для множителей к номиналу)	Снижение номинала долга за счет корректировки
При взыскании задолженности компании-банкрота, обеспеченной залогом (залог не покрывает всей суммы долга, а иные источники для погашения отсутствуют)	В данном случае необходимо дополнительно учитывать особенности действующего законодательства о несостоятельности организаций	$\frac{C \times F \times (1 \pm G)}{N}$ , <p>где F – процент погашения обязательств перед залоговым кредитором; G – накопленное значение роста цен (или их снижения, например, за счет износов) на предмет залога за длительный период подготовки имущества к торгам (при долгосрочных процедурах банкротства)</p>	В зависимости от стоимости залога

В целом, при построении денежного потока рекомендуем учитывать, что обоснованное сомнение потенциального инвестора в возможности погашения должником своих обязательств или части обязательств, скорее всего, приведет к квалификации приобретаемого им долга или его части как «мусорного» с соответствующими последствиями для оценки (п.2.6, п.6.2.1. настоящих Рекомендаций).

3) при построении денежного потока для должника-банкрота следует руководствоваться действующими нормами законодательства РФ о несостоятельности компаний.

Так, рыночная стоимость обеспеченных залогом долгов во многом определяется стоимостью этих залогов. А в общем виде, подход к построению денежных потоков как для них, так и для заложенностей по текущим платежам предложен в п.2.7 и пп.2 п.6.3.2 настоящих Рекомендаций.

При недостаточности стоимости предмета залога для удовлетворения требований залогового кредитора в полном объеме рыночная стоимость оставшейся непогашенной части долга определяется аналогично оценке реестровой задолженности банкрота, не обеспеченной залогом. Дополнительно необходимо учитывать информацию о наличии незалогового имущества и сформированной конкурсной массе.

При определении дисконта для долга компании-банкрота, включенного в реестр и не обеспеченного залогом, при анализе ее финансового положения необходимо составление индивидуального прогноза доли удовлетворения таким должником своей реестровой задолженности соответствующей очереди. При построении прогноза должны учитываться, в том числе: ликвидационная стоимость (если иное не предусмотрено заданием на оценку) имущества должника и ее динамика; планируемые поступления у должника, не связанные с продажей имущества; текущие платежи должника; стоимость заложенного имущества и размер требований залоговых кредиторов; очередность реестровых требований кредиторов; наличие полученных и выданных должником обеспечений обязательств в форме поручительства; сроки процедур банкротства (см. п.6.3.3) и соответствующие им ставки дисконтирования (см.п.6.3.4).

В отдельных случаях, при наличии экономических перспектив кредиторами в качестве основного источника погашения банкротом своего долга может рассматриваться не продажа активов в рамках конкурсного производства, а операционный денежный поток от бизнеса должника. Основная стратегия – это заключение мирового соглашения в деле о банкротстве, которое должно быть согласовано со всеми кредиторами на паритетных условиях. Для обоснования целесообразности такого варианта взыскания долга следует построить финансовую модель, отражающую: вероятные поступления денежных средств от операционной деятельности на период действия мирового соглашения, предполагаемый порядок и сроки исполнения обязательств должника, начисление процентов на непогашенную сумму требований в соответствии с графиком удовлетворения требований кредиторов по мировому соглашению. Ставка дисконтирования для денежных потоков в данном случае может определяться в соответствии с положениями п.6.3.4 настоящих Рекомендаций.

Следует также отметить, что аналогичные банкротству методики оценки мы рекомендуем применять и в ситуации, когда компания-небанкрот на дату оценки не располагает достаточными

средствами для погашения своих долгов. То есть в целях оценки необходимо «моделировать» банкротство. При этом под «достаточными средствами», прежде всего, понимается рыночная стоимость (а, при согласовании в задании на оценку – балансовая или ликвидационная стоимость) активов организации и/или поручителя. Возможность допущения о достаточности у должника средств исходя из данных об иных источниках погашения долга (например, будущих доходов и/или иных планируемых поступлений организации) требует приведения в отчете об оценке дополнительного обоснования.

**6.3.3. При определении срока погашения долга и/или его частей для целей дисконтирования** рекомендуем учитывать следующее:

1) сроки погашения зависят, прежде всего, от наличия спора между кредитором и должником. При отсутствии спора и наличии обоснованных доказательств надлежащей добросовестности должника оценщик вполне может ориентироваться на сроки, установленные договором или действующим законодательством. В противном случае, может потребоваться провести анализ перспектив различных направлений для урегулирования сторонами оцениваемой задолженности.

Урегулирование задолженности может происходить во внесудебном либо судебном порядке. В последнем случае это может осуществляться в рамках исполнительного производства либо процедур банкротства;

2) внесудебный порядок при отсутствии каких-либо серьезных разногласий между сторонами по нашей практике занимает в среднем около полугода. За этот период стороны проводят все необходимые формальности и процедуры;

3) судебный порядок и удовлетворение требований кредитора в рамках исполнительного производства, как правило, занимает более продолжительное время. По нашей практике, в среднем этот период длится около одного года;

4) сроки процедур банкротства, по нашей практике, определяются такими факторами как лояльность арбитражного управляющего, доля в реестре требований кредиторов и наличие активных недружественных кредиторов, и в среднем составляют:

Условия процедуры банкротства	Лояльность арбитражного управляющего	Доля в реестре требований кредиторов	Наличие активных недружественных кредиторов	Срок процедуры банкротства в среднем, мес.
Вариант 1	лояльный	большинство	нет	15
Вариант 2	лояльный	меньшинство	нет	15
Вариант 3	лояльный	большинство	да	20
Вариант 4	не лояльный	большинство	нет	25
Вариант 5	лояльный	меньшинство	да	33
Вариант 6	не лояльный	меньшинство	нет	34
Вариант 7	не лояльный	большинство	да	34
Вариант 8	не лояльный	меньшинство	да	52

В случае отсутствия достаточной и достоверной информации о каких-либо значениях факторов для сроков процедур банкротства оценщиком могут быть использованы соответствующие неизвестным факторам их средние значения для разных вариантов условий процедур банкротства, если иное не предусмотрено заданием на оценку.

**6.3.4. При определении ставки дисконтирования** рекомендуем учитывать следующее:

1) мы исходим из возможности применения оценщиком любой обоснованной им методики определения ставки дисконтирования. Однако, предполагаем, что полученная оценщиком ставка дисконтирования будет соответствовать ее рыночным значениям для инвестиций с аналогичным риском либо в отчете об оценке содержится обоснование ее расхождений с рынком. В качестве каких-либо критериев на этот счет желательно приводить данные из обзоров рынка или иных справочных материалов из независимых и авторитетных в профессиональной среде источников;

2) в оценочной практике в зависимости от учета фактора изменения цен во времени (инфляции) различают номинальную и реальную ставки дисконтирования. Поэтому применяемая в расчетах ставка дисконтирования должна соответствовать дисконтируемому денежному потоку;

3) по нашей практике, из-за повышенных рисков в большинстве случаев ставки дисконтирования для инвестиций в долги непубличных компаний превышают ставки дисконтирования для инвестиций в объекты недвижимости. Поэтому можем рекомендовать при оценке долгов обращать внимание на данную зависимость при выполнении расчетов.

#### 6.4. ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД

6.4.1. Методы затратного подхода для определения рыночной стоимости основаны на расчете затрат на воссоздание актива аналогичной полезности. Применительно к правам требования для этих целей могут использоваться методы, основанные на моделировании имитационных портфелей либо анализе понесенных кредитором затрат.

6.4.2. Использование (моделирование) имитационных моделей обеспечивает представление текущей стоимости долга путем воссоздания его денежных потоков и рисков с помощью гипотетической или синтетической альтернативы. Учитывая определенную сложность данных оценочных методов и неоднозначность получаемых с их помощью результатов, предполагаем, что их применение в отчете об оценке возможно только при дополнительном обосновании.

6.4.3. Анализ понесенных кредитором затрат заключается в признании в качестве рыночной стоимости всей суммы долга. Это возможно только после проверки оценщиком соответствия контрактных условий (сроки, процентные ставки, размер задолженности, обеспечение долга и так далее) их среднерыночным значениям и при наличии доказательств надлежащей платежеспособности должника. При определении размера долга могут также учитываться и начисленные по договору пени, штрафы, неустойки.

При выявлении незначительных, по мнению оценщика, отклонений контрактных условий от их рыночных значений применение данного метода возможно, но при условии внесения в расчет соответствующих обоснованных поправок.

Сфера применения данного метода, как правило, ограничивается определением рыночной стоимости для ликвидных обеспеченных долгов. Например, для расчета рыночной стоимости портфеля долгов по автокредитам заемщиков с хорошей кредитной историей.