

Сценарный подход к оценке прав требования

В.Ю. Сутягин

генеральный директор ООО «Оценка+», член Экспертного совета некоммерческого партнерства «Саморегулируемая организация «СВОД», доцент кафедры «Финансы и банковское дело» Тамбовского государственного университета им. Г.Р. Державина, кандидат экономических наук (г. Тамбов)

Владислав Юрьевич Сутягин, sutyagin.vladislav@yandex.ru

В последние годы бурно растет рынок уступки долга (цессии). По данным АО «ДП Бизнес Пресс», рынок цессии в 1 полугодии 2015 года составил 178 миллиардов рублей. Для сравнения объем сделок по итогам шести месяцев 2013 года не превышал 65,4 миллиарда рублей, 2014 года – 87 миллиардов рублей [1].

Особую актуальность эта тема приобретает в ситуации спада отечественной экономики в условиях санкций и контрсанкций. Уступка долга может стать весьма удобным инструментом пополнения ликвидности предприятия. Однако в этом случае возникает вопрос: за сколько продать имеющуюся дебиторскую задолженность? Чтобы ответить на этот вопрос, необходимо провести корректную оценку рыночной стоимости такой задолженности.

Методология оценки прав требования (дебиторской задолженности в терминологии бухгалтерского учета) довольно разрознена. В настоящее время существуют десятка полтора различных методик (см. рис. 1), но это далеко неполный перечень методов, и при желании он может быть расширен.

С финансовой точки зрения дебиторская задолженность (если шире, то право требования) представляет собой будущие поступления денежных средств (другими словами, отложенным платежом). В связи с этим методологически базовым является доходный подход, а принципиальная модель такой оценки имеет следующий вид:

$$PC = NO / (1+r)^t \quad (1)$$

где PC – рыночная стоимость прав требования;

NO – номинал (размер) платежа;

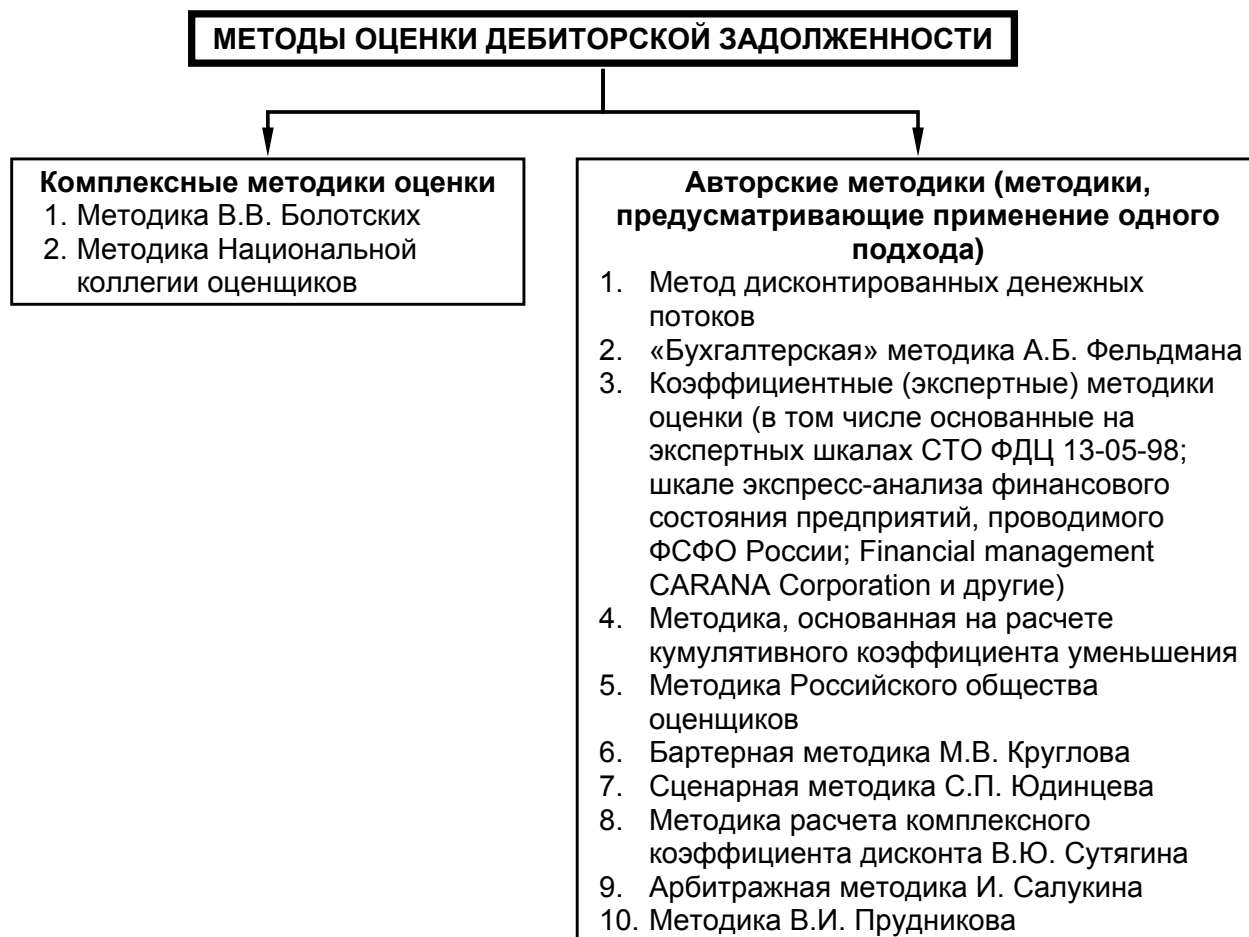
r – ставка дисконтирования (риск невозврата);

t – прогнозируемый срок поступления платежа.

Безусловно, в зависимости от схемы погашения долга формула может менять вид, но в любом случае оценка рыночной стоимости будет подразумевать дисконтирование будущих поступлений по долгу. Таким образом, рыночная стоимость дебиторской задолженности является результатом действия трех факторов:

- номинал долга – обязательства (NO);
- планируемые сроки возврата (погашения долга) (t);
- риск невозврата (r) [3].

Из трех факторов достаточно надежную основу расчета имеет лишь фактор «номинал обязательства». Действительно, он, как правило, зафиксирован договорными отношениями (или другими аналогичными документами). Здесь, конечно, нужно сделать оговорку: иметь «надежную основу расчета» не означает простую. Дело том, что в реальной практике схема финансирования сделки (из которой вытекают права требования) может быть



ФСФО России – Федеральная служба России по финансовому оздоровлению и банкротству.

Рис. 1. Структура методов оценки дебиторской задолженности [2]

довольно сложной (наличный и безналичный расчеты, поэтапная оплата, зачет взаимных требований и даже в отдельных случаях бартерная оплата). Безусловно, все это требует документальной фиксации, и без корректной сверки расчетов говорить о номинале обязательства преждевременно.

Гораздо хуже обстоят дела с прогнозом сроков возврата долга и оценкой риска невозврата. При этом оба эти фактора следует рассматривать во взаимосвязке.

Сроки возврата долга

Сложность прогноза срока возврата связана со следующим:

1) с позиции бухгалтера дебиторская задолженность имеет разную природу и, как следствие, аккумулируется на разных счетах бухгалтерского учета (счета 60, 62, 68, 69, 70, 71, 73, 75, 76);

2) необязательно погашение долга будет осуществляться в сроки, предусмотренные договорными обязательствами (может случиться так, что предприятию придется добиваться ее погашения, в том числе в судебном порядке);

3) может оказаться, что должником является предприятие, находящееся на разных стадиях банкротства или в процессе добровольной ликвидации (даже если дебитор не является банкротом, нельзя сбрасывать со счетов, что в отдельных случаях для взыскания долга потребуются прибегнуть к применению механизма банкротства должника).

Таким образом, определение сроков возврата долга требует от оценщика выполнения нескольких тестов, которые целесообразно реализовать в форме биномиального дерева принятия решений (см. рис. 2).

Процедуру взыскания дебиторской задолженности можно представить в виде следующей последовательности:

- 1) погашение долга в установленные договором (и (или) правовым актом) сроки (условно назовем «договорной сценарий»);
- 2) погашения долга в претензионном порядке («претензионный сценарий»);
- 3) погашения долга в судебном порядке (в том числе в рамках исполнительного производства – «судебный сценарий»);
- 4) погашения долга в рамках процедуры банкротства («банкротный сценарий»).

Очевидно, что каждый последующий этап менее желателен для предприятия-кредитора, требует более активной работы и связан с большим риском.

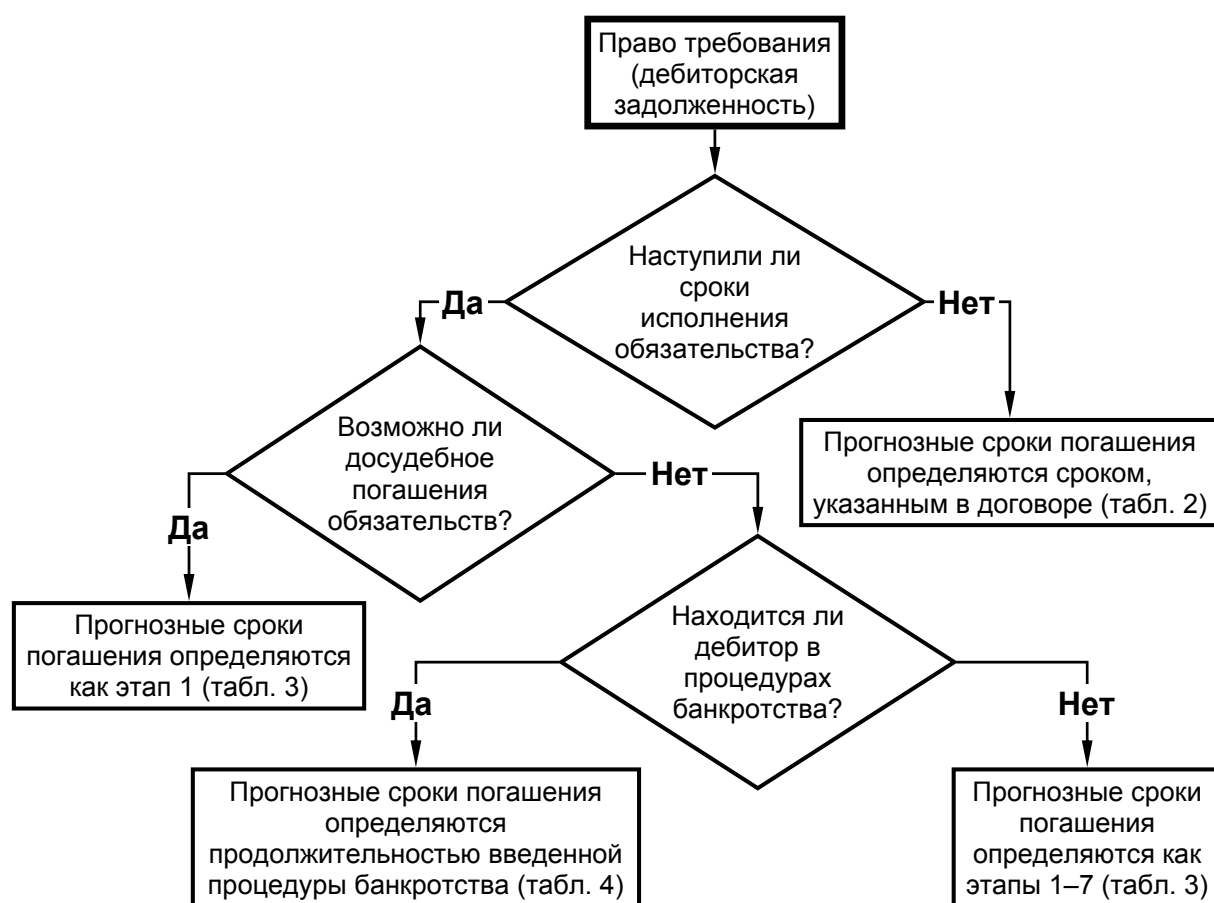


Рис. 2. Дерево принятия решения о схеме взыскания долга

Исходя из этого алгоритм методики оценки дебиторской задолженности будет иметь следующий вид.

Этап 1. Определение схемы возврата средств

Схема может подразумевать реализацию нескольких вариантов возврата долга (см. рис. 2). Это означает, что может существовать вариант погашения в сроки, установленные договором, в претензионном или судебном порядке (в отдельных случаях в ходе процедур банкротства должника). Итогом этого этапа является определение всех возможных сценариев погашения долга.

Этап 2. Определение вероятности реализации того или иного плана возврата долга

При определении вероятности реализации того или иного варианта реализации плана следует проанализировать ряд факторов (рисков):

- платежеспособность дебитора (заемщика) (риск неплатежеспособности);
- удельный вес обязательства в структуре баланса (риск финансовой устойчивости);
- макроэкономическая ситуация и ситуация в отрасли (макроэкономический риск);
- связи с оцениваемым предприятием для дебитора (или длительность истории взаимоотношений с дебитором) (репутационный риск).

Приведенный перечень факторов подобран таким образом, чтобы требовался минимум информации о дебиторе, и, естественно, может быть существенно расширен, особенно при наличии детальной информации о должнике (см. табл. 1).

Таблица 1

Примерные факторы, влияющие на выбор сценария истребования долга

Фактор (риск)	Проявление фактора (риска)	Чем характеризуется риск
Платежеспособность дебитора (заемщика) – риск неплатежеспособности	Чем хуже платежеспособность заемщика, тем более вероятно, что взыскание долга будет осуществляться по наиболее негативному сценарию	Характеризуется финансовым состоянием заемщика (главным образом, показателями ликвидности, например показателем общей ликвидности)
Удельный вес обязательства в структуре баланса – риск финансовой устойчивости	Чем выше удельный вес оцениваемого долга в структуре баланса, тем тяжелее заемщику погасить его без ущерба для операционной деятельности	Характеризуется финансовым состоянием заемщика (главным образом, показателями финансовой устойчивости, например показателем отношения долга к валюте баланса)
Макроэкономическая ситуация и ситуация в отрасли – макроэкономический риск	Чем негативнее внешнее окружение предприятия-дебитора, тем с более высокой вероятностью это окажет влияние на его платежеспособность	Характеризуется динамикой макроэкономических и отраслевых показателей (например динамика темпа роста ВВП, индекса промышленного производства, индекса производства конкретной отрасли)
Связи дебитора с оцениваемым предприятием (или длительность истории взаимоотношений с дебитором) – репутационный риск	Чем выше уровень взаимозависимости и длиннее история взаимоотношений, тем ниже вероятность того, что долг будет не оплачен	Характеризуется сроком истории взаимоотношений с дебитором

Вероятность развития того или иного сценария оценивается на основе анализа перечисленных факторов. Для повышения точности проводимой оценки целесообразно подкреплять анализ факторов количественными показателями.

Оценку вероятности развития того или иного сценария погашения долга можно осуществить с использованием метода анализа иерархий (см. [4]).

Итогом этого этапа должна стать количественная оценка развития каждого сценария погашения долга.

Этап 3. Определение номинала обязательств

Определение номинала долга требует проведения сверки расчетов, поскольку оплата договора может осуществляться различными способами (наличный или безналичный платеж, зачет взаимных требования, бартер и т. д.). Результаты сверки целесообразно зафиксировать документально, и на их основе определяется конечная величина номинала обязательств.

Этап 4. Определение сроков погашения долга для каждого сценария

Это один из наиболее сложных этапов, поскольку сроки погашения определяются не только предполагаемой схемой истребования долга, но и характером долга.

Основные сроки погашения дебиторской задолженности для «договорного» сценария погашения сведены в таблицу 2.

Таблица 2

Сроки погашения отдельных видов дебиторской задолженности

Счет	Срок погашения обязательств
60	Дата поставки товаров, работ, услуг
62	1. Срок отсрочки, указанный в договоре 2. Если иных сроков в договоре не указано, то 3 года (36 месяцев)
68	Срок уплаты следующего налогового платежа
69	Срок уплаты следующего страхового взноса (не позднее 15-го числа следующего месяца)
70	Сроки выдачи заработной платы (не более 1 месяца)
71	1. Сроки выдачи подотчета (регулируются учетной политикой, как правило, не более 1 месяца) 2. Сроки выдачи заработной платы
73	1. Срок, указанный в договоре займа (по займам сотрудникам) 2. Сроки выдачи заработной платы (не более 1 месяца) (по возмещению материального вреда)
75	В зависимости от организационно-правовой формы: 1) для ООО как время, оставшееся до истечения 4 месяцев с момента регистрации предприятия 2) для АО (ПАО), производственных кооперативов как время, оставшееся до истечения 1 года с момента регистрации предприятия
76	Определяется судебными актами (по штрафам, пеням, неустойкам) В зависимости от организационно-правовой формы (по выплатам дивидендов и других форм распределения прибыли): 1) для ООО как время, оставшееся до истечения 60 дней с момента принятия решения о распределении прибыли 2) для АО (ПАО) как время, оставшееся до истечения 20 дней с момента принятия решения о распределении дивидендов

Однако на эти сроки можно полагаться лишь в том случае, если задолженность не просрочена. Если долг просрочен, то у кредитора есть три года (в соответствии с нормой статьи 196 Гражданского кодекса Российской Федерации; далее – ГК РФ). При этом начало течения срока исковой давности определяется статьей 200 ГК РФ, согласно которой «... течение срока исковой давности начинается со дня, когда лицо узнало или должно было узнать о нарушении своего права и о том, кто является надлежащим ответчиком по иску о защите этого права». При этом по умолчанию презюмируется, что кредитор узнал о нарушении своего права в момент его нарушения (иное требует доказательства).

Следует сделать еще одно замечание относительно сроков исходя из положений статьи 196 ГК РФ: нельзя прямо полагаться на срок, оставшийся до истечения предписанных трех лет. В противном случае предприятие-кредитор находится в пассивной позиции – только ждет оплаты долга. В действительности погашение долга часто требует активных действий от кредитора (написание претензии, подача иска в суд, включая инициирование банкротства). Как правило, это относится к долгам по счету 62. А это означает, что долг может быть взыскан ранее (если инициировать судебное разбирательство сразу же) или позднее (если судебный иск будет подан в конце срока исковой давности) трех лет (ст. 196 ГК РФ).

В случае если предполагается претензионный или судебный сценарий, то сроки погашения долга регламентируются нормами Арбитражного процессуального кодекса Российской Федерации (далее – АПК РФ) и Федерального закона от 2 августа 2007 года № 229-ФЗ «Об исполнительном производстве» (далее – Закон № 229-ФЗ). Инициирование судебного взыскания долга требует обязательного досудебного порядка урегулирования спора (см. [6]). При этом следует учитывать сроки, указанные в таблице 3.

Таблица 3

Возможные сроки досудебного и судебного взыскания [6, 7]

Стадия	Норма (источник)	Срок
ДОСУДЕБНОЕ ВЗЫСКАНИЕ		
Досудебное (претензионное) урегулирование спора	Статья 152 АПК РФ	30 дней (1 месяц)
Итого		30 дней или 1 месяц
СУДЕБНОЕ ВЗЫСКАНИЕ		
Рассмотрение судебного дела в арбитражном суде первой инстанции	Статья 452 АПК РФ	Не более 3 месяцев
Вступление решения арбитражного суда в законную силу (срок подачи апелляции) (выписывается исполнительный лист)	Статья 180 АПК РФ	30 дней (1 месяц)
Передача исполнительного листа судебному приставу с момента поступления в подразделение судебных приставов	Статья 31 Закона № 229-ФЗ	3 дня
Возбуждение исполнительного производства с момента получения судебным приставом исполнительного листа	Статья 31 Закона № 229-ФЗ	3 дня
Добровольное исполнение исполнительного листа	Статья 31 Закона № 229-ФЗ	5 дней

Окончание таблицы 3

Исполнительное производство	Статья 36 Закона № 229-ФЗ	Не более 2 месяцев (без учета приостановки исполнительного производства)
Итого (досудебное + судебное взыскания)		221 день (7,37 месяца)

При приостановке исполнительного производства подразумевается, что его срок не включает время:

1) в течение которого исполнительные действия не производились в связи с их отложением;

2) в течение которого исполнительное производство было приостановлено;

3) отсрочки или рассрочки исполнения исполнительного документа;

4) со дня обращения взыскателя, должника, судебного пристава-исполнителя в суд, другой орган или к должностному лицу, выдавшему исполнительный документ, с заявлением о разъяснении положений исполнительного документа, предоставлении отсрочки или рассрочки его исполнения, а также об изменении способа и порядка его исполнения до дня получения судебным приставом-исполнителем вступившего в законную силу судебного акта, акта другого органа или должностного лица, принятого по результатам рассмотрения такого обращения;

5) со дня вынесения постановления о назначении специалиста до дня поступления в подразделение судебных приставов его отчета или иного документа о результатах работы;

6) со дня передачи имущества для реализации до дня поступления вырученных от реализации этого имущества денежных средств на счет по учету средств, поступающих во временное распоряжение подразделения судебных приставов, но не более двух месяцев со дня передачи последней партии указанного имущества для реализации.

Иначе говоря, в случае возбуждения исполнительного производства реально можно оценить лишь нижнюю границу срока (2 месяца). Как правило, это идеализированный случай, когда на счета должника достаточно средств для погашения долга (то есть нет необходимости разыскивать имущество и реализовывать его). Если взыскание долга потребует реализации имущества должника, то к указанному сроку следует прибавить (как минимум) сроки работы специалиста (как правило оценщика) и сроки реализации имущества (2 месяца). Сроки работы специалиста-оценщика можно детально вычислить с помощью рекомендуемых Национальным советом по оценочной деятельности минимальных тарифов на проведение оценочных работ в Российской Федерации (однако, как правило, этот срок составляет 1–2 недели). Таким образом, в случае если истребования долга подразумевает обращение взыскания на имущество, то минимальный срок будет составлять приблизительно 4,5 месяца.

Наконец, следует учитывать и «банкротный» сценарий. В первую очередь он рассматривается, когда дебитор может находиться в процедуре банкротства. Однако даже если дебитор не находится в процедуре банкротства, то сумма долга может быть столь значительной для него, что он будет не в состоянии расплатиться без ущерба для хозяйственной деятельности, а следовательно, это потребует инициирования механизма банкротства.

В такой ситуации прогноз сроков погашения строится на основе анализа оставшихся сроков до истечения той или иной процедуры банкротства, а также исходя из финансового состояния должника. При этом следует учитывать, что Федеральным законом от 26 октября 2002 года № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (далее – Закон № 127-ФЗ)

устанавливаются определенные сроки проведения процедур банкротства (за исключением отдельных видов должника) (см. табл. 4).

Таблица 4

Сроки процедуры банкротства [8]

Стадия банкротства	Норма	Срок
Наблюдение	Статья 51 Закона № 127-ФЗ	7 месяцев
Финансовое оздоровление	Статья 80 Закона № 127-ФЗ	не более 2 лет
Внешнее управление	Статья 93 Закона № 127-ФЗ	18 месяцев (+ 6 месяцев – продление)
Конкурсное производство	Статья 124 Закона № 127-ФЗ	6 месяцев (+ 6 месяцев – продление)

Также следует учитывать то, что если должник находится в тяжелом финансовом положении (это можно установить посредством проведения анализа его финансового состояния оценщиком или временным управляющим), то после наблюдения вводится процедура конкурсного производства. В последнем случае минимальный срок взыскания долга составит 13 месяцев (7 месяцев – наблюдение плюс 6 месяцев – конкурсное производство). Более реалистичной выглядит следующая оценка: 12 месяцев конкурсного производства плюс 7 месяцев наблюдения (19 месяцев).

При прогнозировании сроков погашения обязательства в рамках процедуры банкротства следует учитывать следующее:

- по данным Судебного департамента при Верховном Суде Российской Федерации, в 80 процентах случаев суды в ходе процедуры банкротства признавали должника банкротом и открывали в отношении него конкурсное производство. Половина процедур финансового оздоровления, как следует из статистических данных, в итоге все равно переходит в конкурсное производство (см. [10]). В ходе внешнего управления положительный результат еще ниже – 80 процентам должников восстановить свою платежеспособность так и не удается, и они также переходят в конкурсное производство (см. [9, 10]). Из этого следует, что наиболее типичной выглядит схема банкротства «наблюдение – конкурсное производство»;
- по данным аналитики Doing Business (Всемирного банка), средний срок для решения проблем истребования долга через процедуру несостоятельности составляет 2 года (что близко по срокам к схеме: 7 месяцев наблюдения плюс 12 месяцев конкурсного производства) (см. [20]).

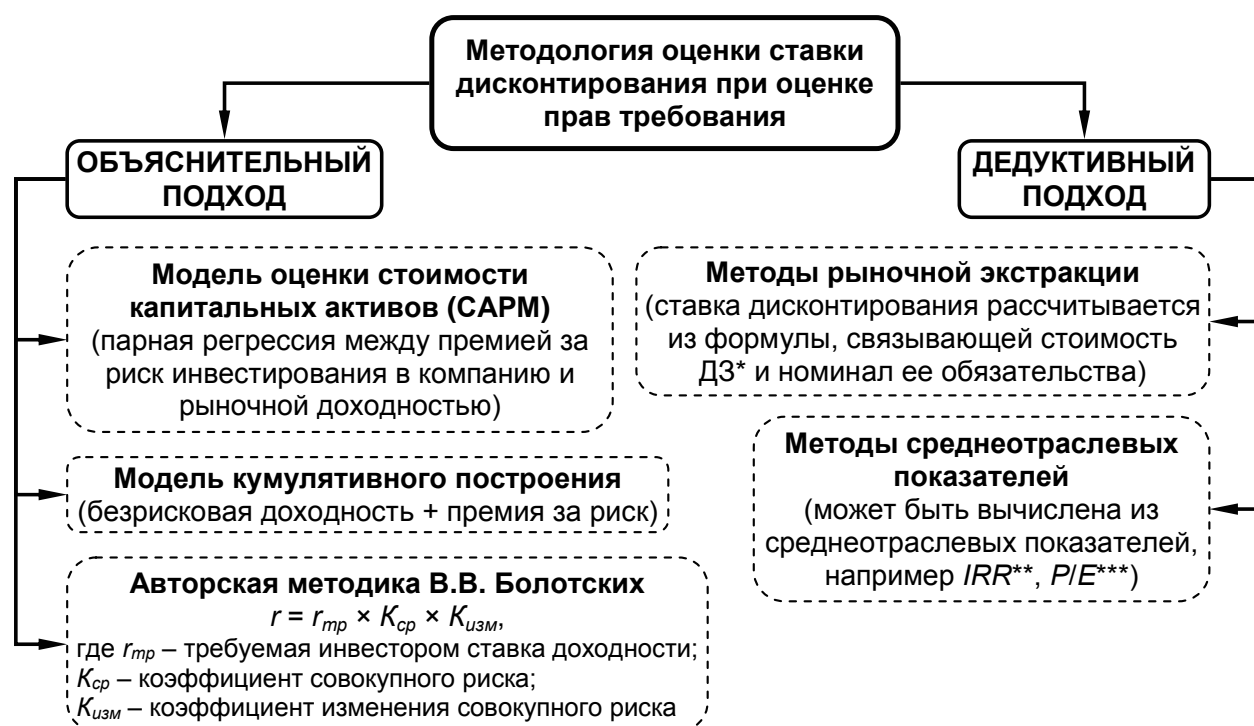
Также следует понимать, что введение любой процедуры банкротства приводит к невозможности взыскания долга каким-либо иным способом, кроме как в ходе банкротства предприятия.

Этап 5. Определение ставки дисконтирования

Ставка дисконтирования характеризует риск невозврата долга. В этом случае ставка дисконтирования отражает норму дохода на инвестиции в приобретаемую дебиторскую задолженность, а по сути, норму доходности на инвестиции в предприятие-дебитор. Главная практическая проблема, с которой приходится сталкиваться оценщику, – это отсут-

ствии (или минимум) финансовой информации о дебиторе, позволяющей оценить риски возврата средств.

Определение ставки дисконтирования при оценке дебиторской задолженности может осуществляться с применением двух подходов – объяснительного и дедуктивного (рис. 3).



* ДЗ – дебиторская задолженность

** IRR – внутренняя ставка доходности инвестиционного проекта

*** P/E – мультипликатор цена/прибыль

Рис. 3. Методология определения ставки дисконтирования при оценке прав требования

В случае применения объяснительного подхода к оценке ставки дисконтирования предполагается имитация поведения инвестора, чтобы понять, какие риски требуют компенсации. Во втором случае ставка дисконтирования выводится из фактических рыночных данных.

Учитывая, что приобретение дебиторской задолженности предприятия может быть рассмотрено как инвестиция в него, ставка дисконтирования отражает риски ведения этого бизнеса. В связи с этим ставка дисконтирования при оценке стоимости дебиторской задолженности может быть оценена методами, специфическими в оценке бизнеса. В случае с объяснительными методами расчет ставки дисконтирования разумно осуществлять с учетом положений портфельной теории Г. Марковица [11], согласно которой рациональный инвестор не будет инвестировать все средства в один объект, а сформирует портфель инвестиций. Диверсифицированный портфель инвестиций позволяет устранить специфические риски, присущие отдельной компании. После диверсификации единственным риском остается рыночный (характерный для всего рынка). Следуя выводам портфельной теории, ставка дисконтирования (r) определяется следующим образом:

$$r = r_f + \Delta r, \tag{2}$$

где r_f – безрисковая ставка доходности;

Δr – премия за риск инвестирования (в дебитора).

Вопросам безрисковой ставки посвящено немало публикаций (см., например, [11, 12]). В связи с этим в рамках настоящей статьи детально эта проблематика не рассматривается.

Практически оценка ставки дисконтирования может быть реализована одним из следующих методов:

- метод кумулятивного построения;
- модель CAPM;
- авторская методика В.В. Болотских [13].

Первым методом объяснительного подхода является модель кумулятивного построения. Возможны различные варианты этой модели (см. [15, 16]), однако логика сохраняется. Этот метод весьма прост для понимания и может быть представлен следующим выражением:

$$r = r_f + \sum_{i=1}^n \Delta r_i, \quad (3)$$

где r_f – безрисковая ставка;

Δr_i – i -я премия за риск инвестиции в акции предприятия.

В таблице 5 в качестве примера приведены два варианта модели.

Таблица 5

Варианты расчета премии за риск инвестирования в компанию [15, 16]

В премии за риск инвестирования в компанию учитываются	
<i>в варианте P. Black-R. Green</i>	<i>в варианте Christopher Mercer Z.</i>
Конкуренция	Ключевая фигура; качество и глубина управления
Финансовая сила	Размер предприятия
Профессионализм и глубина менеджмента	Финансовая структура (источники финансирования компании)
Рентабельность и стабильность доходов	Товарная и территориальная диверсификация
	Диверсификация клиентуры
	Прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость
	Прочие риски
Возможный интервал значений рисков, %	
0–10	0–5

Модель CAPM основана на данных фондового рынка о динамике котировок акций оцениваемой компании и фондового индекса. В общем виде расчет ставки дисконтирования выглядит следующим образом [11]:

$$r = r_f + \beta \times EMRP, \quad (4)$$

где $EMRP$ – премия за риск инвестирования в акции (фондовый рынок);

β – коэффициент, учитывающий степень чувствительности динамики доходности акции к динамике фондового рынка.

С практической точки зрения модель CAPM имеет ряд серьезных недостатков:

- 1) предполагает наличие исходной информации о котировках акций;
- 2) оценивает премию за риск инвестирования в компанию только по одной составляющей (зависящей только от динамики рынка и, по сути, независимой от управленческих факторов предприятия).

Устранить некоторые противоречия позволяет модель MCAPM, учитывающая два дополнительных вида риска:

$$r = r_f + \beta \times EMRP + SPC + SCRP, \quad (5)$$

где SPC – премия малой компании;

$SCRP$ – премия за риск конкретной компании.

Авторская методика В.В. Болотских содержит довольно детальный механизм расчета ставки дисконтирования [13]:

$$r = r_{тр} \times K_{ср} \times K_{изм}, \quad (6)$$

где $r_{тр}$ – требуемая инвестором ставка доходности;

$K_{ср}$ – коэффициент совокупного риска;

$K_{изм}$ – коэффициент изменения совокупного риска.

В рамках настоящей статьи алгоритм расчета всех компонентов не рассматривается (более подробно см. [13]).

Применение всех методов осложняется тем, что требуются данные о дебиторе. При использовании методов кумулятивного построения и метода В.В. Болотских оценщик должен обладать знаниями о финансовом положении дебитора (в последнем методе, кстати сказать, кроме этого, необходим анализ макро- и региональных факторов). Вторым недостатком состоит в том, что перечень и диапазоны значений рисков являются заданными методикой, и не всегда понятно, как это соотносится с реальной действительностью (об этом скажем далее при характеристике дедуктивных методов). К примеру, в методике [15] максимальная премия за риск устанавливается на уровне 40 процентов, а в методике [16] – 35 процентов.

Наконец, третий недостаток обоих методов заключается в субъективной (экспертной) оценке параметров риска. При этом следует иметь в виду положения пункта 12 ФСО № 3 [21], а именно: «в случае, если в качестве информации, существенной для величины определяемой стоимости, используется экспертное мнение, в отчете об оценке должен быть проведен анализ данного значения на соответствие рыночным условиям, описанным в разделе анализа рынка». Оценку рыночных диапазонов можно получить, например, на основе анализа отраслевых мультипликаторов P/E (см., например, [17]).

Модель CAPM обходит затруднение с субъективной (экспертной) оценкой, однако при ее применении требуются данные о котировках акций компании, без которых проблематично вычислить β -коэффициент. Если таких данных нет, то эту проблему можно решить одним из следующих способов (см. [18]):

- 1) «восходящий подход» – основан на анализе среднеотраслевых β (или усреднение β -аналогов). Возможны разные варианты применения этого подхода, но в наиболее простом

из них предполагается принятие β компании (в рассматриваемом случае – дебитора) на среднеотраслевом уровне;

2) бухгалтерский подход – основан на регрессии бухгалтерских показателей прибыли (рентабельности) и доходности фондового индекса.

В первом методе дедуктивного подхода (метод рыночной экстракции) ставка дисконтирования определяется на основе анализа сделок (предложения) аналогичных долгов. В последние годы уровень информационного обеспечения цессии заметно вырос. К примеру, порталы [22–24] содержат большое количество объявлений о продаже долгов. Зная номинал долга и его рыночную стоимость (цену продажи), несложно вычислить ставку дисконтирования. Например, преобразуя формулу (1), можно получить следующее уравнение расчета ставки дисконтирования:

$$r = \sqrt[t]{HO/PC} - 1. \quad (7)$$

Из более сложных моделей дисконтирования ставку можно вычислить итеративно в среде электронных таблиц. Для повышения точности расчетов индивидуальные ставки можно усреднить.

Во втором методе ставка дисконтирования принимается на среднеотраслевом уровне. В частности, ставка дисконтирования может быть принята как среднеотраслевая *IRR* (данные о которой можно узнать из издания [17]) или вычислена из мультипликаторов *P/E* компаний – аналогов оцениваемых дебиторов. Следует, однако, признать, что при применении такого подхода получают менее надежные оценки, поскольку он основан на допущении, что риски инвестиций дебиторов находятся на среднеотраслевом уровне.

Наконец, следует сделать еще одно замечание относительно расчета ставки дисконтирования. Для разных сценариев может понадобиться расчет своих ставок, поскольку риски невозврата долга при разных сценариях истребования долга могут существенно отличаться. По крайней мере, такой подход обоснован, если рассматривается «банкротная» схема возврата долга. К примеру, в Едином федеральном реестре сведений о банкротстве (далее – ЕФРСБ) приводятся такие данные: средний процент возврата долгов за 2015 год составляет лишь немногим более 4,7 процента. А согласно информации Doing Business российским кредиторам возвращается 41,3 процента от долгов компании (при среднем сроке процедур неплатежеспособности 2 года) [20]. Если процент возврата долгов представить как отношение рыночной стоимости долга к его номиналу (PC / HO) (по сути, оно так и есть, поскольку, выдержав процедуру банкротства, кредитор получит 41,3 процента от суммы долга), то можно рассчитать ставку дисконтирования по формуле (7). Тогда, по данным ЕФРСБ, ставка дисконтирования в случае рассмотрения «банкротного» сценария составляет 361,3 процента, по данным Doing Business, – 55,6 процента. Разница, безусловно, поражает.

С одной стороны, методология проведения исследования Doing Business слишком далека от российской реальности.

С другой стороны, статистика ЕФРСБ свидетельствует о следующем:

1) часть предприятий-банкротов практически не имеют имущества (и соответственно, нет источника погашения долгов);

2) арбитражные управляющие подготавливают отчетность с минимумом информации, что делает непрозрачной процедуру банкротства (см. [9]).

Однако в обоих случаях ставка дисконтирования далека от «нормальной», а получение ее значения другими методами практически недостижимо (вспомним, что при применении методов кумулятивного построения предельная ставка – 35–40 процентов).

Этап 6. Расчет рыночной стоимости дебиторской задолженности как дисконтирование номинала долга по предполагаемым вариантам взыскания долга

ПРИМЕР

Необходимо оценить право требования (дебиторскую задолженность) из договора поставки № 2 с АО «Грузовик» (подшипников для грузовых автомобилей) от 16 июня 2016 года. Сумма договора – 15 миллионов рублей. Уплаченный аванс – 5 миллионов рублей.

По условиям договора оплата проводится в течение 30 дней с даты подписания акта сдачи-приема (подписан 30 июня 2016 года). Дебитор является непубличным АО (занимается производством комплектующих для грузовых автомобилей, код ОКВЭД 29.32.3), финансовое состояние предприятия можно охарактеризовать как устойчивое, оно не находится в процедуре банкротства. Дата проведения оценки – 15 августа 2016 года.

РЕШЕНИЕ

1. Определение схемы возврата средств

Для анализа схемы возврата долга (см. рис. 1), учитывая, что сроки исполнения обязательств по договору истекли, а предприятие не находится в стадии банкротства, целесообразно рассмотреть три варианта взыскания долга:

- в претензионном порядке;
- в судебном (исполнительное производство) порядке;
- в рамках процедуры банкротства.

2. Определение вероятности реализации того или иного плана возврата долга

Учитывая, что мы определили три способа взыскания долга, следует оценивать влияние описанных ранее факторов на реализацию того или иного сценария взыскания долга. Расчет вероятности развития того или иного фактора проведем с использованием метода анализа иерархий. Для расчета итогового значения прав требования используются трехуровневые иерархии:

- верхний уровень – цель (например определение итогового значения рыночной стоимости);
- промежуточный уровень – критерии согласования;
- нижний уровень – набор альтернатив (например результаты, полученные в различных сценариях погашения долга).

В рассматриваемом примере для целей оценки используются следующие критерии согласования:

А – платежеспособность дебитора (заемщика) – риск неплатежеспособности;

Б – удельный вес обязательства в структуре баланса – риск финансовой устойчивости;

В – связи дебитора с оцениваемым предприятием (или длительность истории взаимоотношений с дебитором) – репутационный риск;

Г – макроэкономическая ситуация и ситуация в отрасли – макроэкономический риск.

После декомпозиции проблемы согласования результатов и ее представления в виде иерархии выполняется следующая последовательность действий:

1) выявляются приоритеты в критериях посредством их попарного сравнения. Для этого строится обратная симметричная матрица. Элементом матрицы a_{ij} является интенсивность

проявления элемента иерархии 1 относительно элемента иерархии j , оцениваемая по шкале интенсивности от 1 до 9, где балльные оценки означают:

- 1 – равная важность;
- 3 – умеренное превосходство одного над другим;
- 5 – существенное превосходство;
- 7 – значительное превосходство;
- 9 – очень сильное превосходство;
- 2, 4, 6, 8 – промежуточные значения.

Если при сравнении 1-го фактора с j -м получена величина $a_{1j} = B$, то при сравнении j -го фактора с первым получаем $a_{j1} = 1/B$.

2) для каждого критерия (W_j) определяется вес по формуле:

$$W_j' = \left(\prod_{i=1}^n a_{ij} \right)^{1/n}, \quad (8)$$

где a_{ij} – важность критерия (индекса);

3) полученные веса нормируются по формуле $\bar{W}_j = W_j' / \sum_{j=1}^m W_j'$. Вычисленные таким образом величины и представляют собой итоговое значение весов каждого критерия;

4) проводится реализация описанной процедуры выявления приоритетов для каждой альтернативы по каждому критерию. Таким образом определяются значения весов каждой альтернативы;

5) проводится расчет итоговых весов каждой альтернативы, которые равны сумме произведений весов ценообразующих факторов и соответствующих им весов альтернатив по каждому фактору;

6) проводится расчет стоимости объекта оценки, которая равна сумме произведений значений альтернатив и соответствующих им весов (см. таблицы 6 и 7).

Таблица 6

Платежеспособность дебитора (заемщика) (риск неплатежеспособности, критерий А); удельный вес обязательства в структуре баланса (риск финансовой устойчивости, критерий Б), связи дебитора с оцениваемым предприятием (или длительность истории взаимоотношений с дебитором) (репутационный риск, критерий Г)

Подход к оценке		Погашение долга			Вероятность реализации сценария по критериям А, Б, Г	
		в претензионном порядке	в судебном порядке	в рамках процедуры банкротства		
Погашение долга	в претензионном порядке	1	1	7	1,627	0,448
	в судебном порядке	1	1	7	1,627	0,448
	в рамках процедуры банкротства	1/7	1/7	1	0,378	0,104
СУММА					3,631	1,000

Таблица 7

Макроэкономическая ситуация и ситуация в отрасли
(макроэкономический риск, критерий В)

Подход к оценке		Погашение долга			Вероятность реализации сценария по критерию В	
		в претензионном порядке	в судебном порядке	в рамках процедуры банкротства		
Погашение долга	в претензионном порядке	1	1	5	1,495	0,435
	в судебном порядке	1	1	5	1,495	0,435
	в рамках процедуры банкротства	1/5	1/5	1	0,447	0,130
СУММА					3,438	1,000

Далее взвесим факторы (табл. 8). Мы считаем, что в рамках рассматриваемой оценки все критерии равны между собой.

Таблица 8

Результат взвешивания факторов

Критерий	А	Б	В	Г	Промежуточное значение, W_j'	Вес критерия, W_j'
А	1	1	1	1	1,000	0,250
Б	1	1	1	1	1,000	0,250
В	1	1	1	1	1,000	0,250
Г	1	1	1	1	1,000	0,250
СУММА					4,000	1,000

Наконец, рассчитаем вероятности (веса) реализации различных сценариев взыскания долга (табл. 9).

Таблица 9

Результаты расчета вероятности реализации сценариев взыскания долга

Порядок погашения долга	Критерий				Вероятность реализации сценария
	А	Б	В	Г	
претензионный	0,112	0,112	0,109	0,112	0,44
судебный	0,112	0,112	0,109	0,112	0,44
в рамках процедуры банкротства	0,026	0,026	0,033	0,026	0,11
СУММА					1,00

3. Определение сроков погашения долга для каждого сценария

Для претензионного сценария срок погашения долга определен в 1 месяц, для судебного (исполнительное производство) – 7,37 месяца, для банкротного – 24 месяца (2 года).

4. Определение номинала обязательств

После сверки сумма долга, подлежащая погашению, составляет 10 миллионов рублей.

5. Определение ставки дисконтирования

При определении ставки дисконтирования были выявлены предложения о продаже аналогичных долгов (табл. 10).

Таблица 10

Сведения о продажах аналогичных долгов

Предприятие-должник	Сумма (номинал) долга, тыс. р.	Цена долга, тыс. р.	Примечание
АО «Тракторный завод»	7 500	4 500	В суд не обращались, долг просрочен
ООО «Продавец автозапчастей» 1	700	350	
ООО «Продавец автозапчастей» 2	1 050	850	Выдано судебное решение (исполнительный лист)

Ставка дисконтирования рассчитывается по формуле (7).
Далее рассчитаем ставку дисконтирования (см. табл. 11).

Таблица 11

Результаты расчета ставки дисконтирования по аналогичным сделкам

Предприятие-должник	Сумма (номинал) долга (НО), тыс. р.	Цена (рыночная стоимость) долга (РС), тыс. р.	Потенциальный срок взыскания (t), мес.	Ставка дисконтирования (r), %
АО «Тракторный завод»	7 500	4 500	7,37 (по суду)	43,5
ООО «Продавец автозапчастей» 1	700	350		32,3
ООО «Продавец автозапчастей» 2	1 050	850	2,33 (в рамках исполнительного производства)	33,7

Среднее значение ставки дисконтирования составит 36,5 процента. Это значение будет использоваться для первых двух сценариев. Для последнего сценария исходя из данных Doing Business ставка дисконтирования – 55,6 процента.

6. Расчет рыночной стоимости дебиторской задолженности

Расчет рыночной стоимости прав требования проведен по формуле $PC = NO / (1 + r)^t$.

Итоговое значение рыночной стоимости дебиторской задолженности ($PC_{ит}$) рассчитывается как средневзвешенное значение результатов отдельных сценариев:

$$PC_{um} = \sum_{i=1}^n W_i \times PC_i,$$

где W_i – вероятность реализации i -го сценария;

PC_i – рыночная стоимость прав требования в i -м сценарии.

Результаты представлены в таблице 12.

Таблица 12

Результаты расчета рыночной стоимости прав требования

Показатель	Сценарий взыскания долга		
	в претензионном порядке	в судебном порядке	в рамках процедуры банкротства
Вероятность развития сценария взыскания долга, W_i	0,44	0,44	0,1
Номинал обязательства, тыс. р.	10 000	10 000	10 000
Потенциальные сроки взыскания, мес.	1	7,37	24
Ставка дисконтирования, %	36,5	36,5	55,6
Рыночная стоимость в каждом из вариантов, PC_i , тыс. р.	9 744,0	8 260,5	4 130,3
Итоговое значение рыночной стоимости дебиторской задолженности, $PC_{ит}$, тыс. р.	8 463,5		

Подводя итог, следует сказать, что предложенный подход оценки прав требования заметно расширяет метод дисконтирования денежных потоков (ДДП). В отличие от классической модели ДДП, описанной формулой (1), в предложенном варианте рассматриваются все возможные варианты истребования долга и оценивается вероятность их реализации на практике. Таким образом, предложенный подход заполняет пробелы метода дисконтирования денежных потоков, делая оценку более реалистичной.

ЛИТЕРАТУРА И ИНФОРМАЦИОННЫЕ ИСТОЧНИКИ

1. Рынок «плохих долгов» вырос в 2 раза с начала года // АО «ДП Бизнес Пресс». URL: http://www.dp.ru/a/2015/07/06/Rinok_ustupki_prav_trebov/ (дата обращения: 10 августа 2016 года).
2. Сутягин В. Ю., Беспалов В. М. Дебиторская задолженность: учет, анализ, оценка и управления. М. : ИНФРА-М, 2014.
3. Ставка дисконтирования в оценке стоимости бизнеса // Эстиматика. URL: <http://www.estimatica.info/assessment/standards-and-methods/199-stavki-diskontirovaniya-i-stavki-kapitalizatsii-v-otsenke-stoimosti-biznesa> (дата обращения: 10 августа 2016 года).
4. Саати Т. Принятие решений. Метод анализа иерархий. М. : Радио и Связь, 1993.
5. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) : Федеральный закон от 30 ноября 1994 года № 51-ФЗ.
6. Арбитражный процессуальный кодекс Российской Федерации : Федеральный закон от 24 июля 2002 года № 95-ФЗ.
7. Об исполнительном производстве : Федеральный закон от 2 августа 2007 года

№ 229-ФЗ : в редакции Федерального закона от 3 июля 2016 года.

8. О несостоятельности (банкротстве) : Федеральный закон от 26 октября 2002 года № 127-ФЗ : в редакции Федерального закона от 3 июля 2016 года.

9. Кредиторы 70% должников в РФ не получают ничего в ходе конкурсного производства // Единый федеральный реестр сведений о банкротстве. ULR: <http://bankrot.fedresurs.ru/NewsCard.aspx?ID=768> (дата обращения: 10 августа 2016 года).

10. Данные судебной статистики // Судебный департамент при Верховном Суде Российской Федерации. URL: <http://www.cdep.ru/index.php?id=79&item=3423> (дата обращения: 10 августа 2016 года).

11. *Тим Огиер, Джон Рагман, Люсинда Спайсер*. Настоящая стоимость капитала: Практическое руководство для принятия финансовых решений Днепропетровск : Balance Business Books, 2007.

12. *Сутягин В. Ю., Беспалов В. М.* Дебиторская задолженность: учет, анализ, оценка и управления. М. : ИНФРА-М, 2014.

13. *Болотских В. В.* Методика расчета рыночной стоимости прав требования дебиторской задолженности // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2004. № 2.

14. *Сутягин В. Ю., Радюкова Я. Ю., Колесниченко Е. А.* Безрисковые ставки: насколько они безрисковые в условиях кризиса? / Материалы II Международной научно-практической конференции «Современные вызовы и реалии экономического развития России». Ставрополь : ООО «Издательско-информационный центр «Фабула», 2016.

15. *Sutyagin V. Yu., Chernyshova O. N., Cherkashnev R. Yu.* Risk-free assets and interest: Russian reality // Global Science and Innovation [Text]: material of the III International Scientific Conference, Chicago, October 23–24th, 2014 / publishing office Accent Graphics communications. Chicago. USA, 2014.

16. *Christopher Mercer Z.* The Adjusted Capital Asset Pricing Model for Developing Capitalization Rates: An Extension of Previous 'Build-Up' Methodologies Based Upon the Capital Asset Pricing Model // Business Valuation Review. 1989. № 4.

17. *Shannon P. Pratt.* Business Valuation Body of Knowledge: Exam Review and Professional Reference (2nd edition). Publisher : Wiley, 2003.

18. Справочник расчетных данных для оценки и консалтинга (СРД №18) / под ред. канд. техн. наук Е. Е. Яскевича. М. : ООО «Научно-практический центр профессиональной оценки», 2016.

19. *Сутягин В. Ю., Радюкова Я. Ю., Чернышова О. Н.* Практика использования модели CAPM в оценке непубличных российских компаний // Издание Тамбовского государственного университета «Социально-экономические явления и процессы». 2016. № 6.

20. Ease of Doing Business in Russian Federation // Doing Business. URL: <http://www.doing-business.org/data/exploreeconomies/russia#close> (дата обращения: 10 августа 2016 года).

21. Об утверждении Федерального стандарта оценки «Требования к отчету об оценке (ФСО № 3)» : приказ Министерства экономического развития Российской Федерации от 20 мая 2015 года № 299.

22. URL: <http://www.zalog24.ru/>

23. URL: <http://www.distressed.ru/>

24. URL: <http://debbet.ru/>