

# Тема 1 Понятие, цели и принципы оценки предприятия (бизнеса)

## 1.1 Основы организации оценочной деятельности

В условиях рыночной экономики, когда все сделки совершаются «на страх и риск» их участников, и продавец, и покупатель (а все сделки, в конечном итоге, можно свести к купле-продаже) хотят знать заранее (до фактического свершения сделки), какова будет цена сделки.

Основная составляющая рыночной цены – стоимость объекта, являющегося предметом сделки.

Рыночная цена – это совершившийся факт, результат уже состоявшейся сделки. Она существует всегда в прошлом. Это денежное выражение результата договоренности между продавцом и покупателем. Цена продавца и цена покупателя – это денежное выражение стоимости. Она определяется самостоятельно каждым из участников сделки, но конечная величина, называемая рыночной ценой, появляется как результат согласования этих цен.

Оценка стоимости бизнеса представляет собой целенаправленный упорядоченный процесс определения величины стоимости объекта в денежном выражении с учетом влияющих на нее факторов в конкретный момент времени в условиях конкретного рынка.

Профессиональный оценщик в своей деятельности всегда руководствуется конкретной целью. Четкая, грамотная формулировка цели позволяет правильно определить вид рассчитываемой стоимости, выбрать метод оценки. Как правило, цель оценки состоит в определении какого-либо вида оценочной стоимости, необходимой клиенту для принятия инвестиционного решения, для заключения сделки, для внесения изменений в финансовую отчетность и т.п.

Стороны, заинтересованные в проведении оценочных работ, стремясь реализовать свои экономические интересы, определяют цели оценки. Оценку бизнеса проводят в целях:

- повышения эффективности текущего управления предприятием, фирмой;
- купли-продажи акций, облигаций предприятий на фондовом рынке;
- принятия обоснованного инвестиционного решения;
- купли-продажи предприятия его владельцем целиком или по частям.
- установления доли совладельцев в случае подписания или расторжения договора или в случае смерти одного из партнеров;
- реструктуризации предприятия.

Ликвидация предприятия, слияние, поглощение либо выделение самостоятельных предприятий из состава холдинга предполагают проведение его рыночной оценки, так как необходимо определить цену покупки или выкупа акций, цену конверсии или величину премии, выплачиваемой акционерам поглощаемой фирмы.

- разработки плана развития предприятия. В процессе стратегического планирования важно оценить будущие доходы фирмы, степень ее устойчивости и ценность имиджа;

- определения кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании. В данном случае оценка требуется в силу того, что величина стоимости активов по бухгалтерской отчетности может резко отличаться от их рыночной стоимости;

- страхования, в процессе которого возникает необходимость определения стоимости активов в преддверии потерь;

налогообложения. При определении налогооблагаемой базы необходимо провести объективную оценку дохода предприятия, его имущества;

- принятия обоснованных управленческих решений. Инфляция искажает финансовую отчетность предприятия, поэтому периодическая переоценка имущества независимыми оценщиками позволяет повысить реалистичность финансовой отчетности, являющейся базой для принятия финансовых решений;

- осуществления инвестиционного проекта развития бизнеса. В этом случае для его обоснования необходимо знать исходную стоимость предприятия в целом, его собственного капитала, активов, бизнеса.

В процессе оценки бизнеса происходит выполнение целого ряда важных экономических задач. К таковым относятся: оценка акций предприятия; выполнение оценки контрольного пакета акций; оценка одной акции и миноритарного пакета акций; оценка имущественного комплекса предприятия.

При этом учитывается спрос на них, определение ставки дисконта и общая ситуация на рынке. Контрольный пакет акций позволяет принимать руководящие решения.

Поэтому его еще называют блокирующим и мажоритарным. Поэтому определение его стоимости является одной из наиболее важных задач оценки бизнеса. В процессе оценки имущественного комплекса во внимание принимают активы фирмы. Это и совокупность зданий и сооружений, которые ей принадлежат, коммуникации и транспортные сети. В эту же категорию входят земельные участки, средства транспорта, оборудование.

Особое внимание уделяют изучению финансовых потоков предприятия. Для наиболее эффективного выполнения поставленных задач необходимо чтобы оценку производили квалифицированные специалисты. На сегодня оценку выполняют специально подготовленные оценщики. Это профессионалы, которые обладают необходимыми знаниями и навыками.

Сфера применения результатов оценки – это экономическая процедура, осуществляемая впоследствии заказчиком на основе полученного оценщиком результата стоимости.

Выяснение способа последующего использования полученного результата стоимостной оценки необходимо для выбора оптимальной процедуры оценки – от сбора и анализа необходимой информации до

применения наиболее результативных методов оценки и принципов согласования результатов.

В понимании и применении стоимости предприятия в России выделяются свои особенности. Российская специфика в первую очередь определяется следующими моментами:

1. Многие российские компании, даже будучи формально открытыми акционерными обществами, пока не заинтересованы в том, чтобы их акции были реально размещены на фондовом рынке. Это связано как с тем, что они предпочитают быть достаточно информационно закрытыми, так и с тем, что для своего развития им пока хватает источников самофинансирования инвестиций в сочетании с использованием кредитов от аффилированных с ним банков.

В этих условиях оценка эффективности менеджмента с опорой на изменение наблюдаемой или прогнозируемой рыночной цены акций таких компаний практически невозможна. В то же время при осуществлении достаточно крупных инвестиционных проектов на их начальных стадиях менеджеры испытывают необходимость отчитываться перед акционерами таким образом, чтобы показать им, что временное уменьшение прибылей компаний (пока упомянутые проекты не успели дать отдачи, требуя больших затрат) не только закономерно, но и оправдано. Единственным способом продемонстрировать свою эффективность в такие периоды для менеджеров может как раз оказаться попытка представить акционерам свою деятельность с точки зрения концепции управления стоимости предприятия – доказывая акционерам, что в результате успешной реализации проводимых на предприятии инвестиционных проектов «истинная» рыночная стоимость предприятия уже выросла и продолжает расти. Расчет при этом делается на то, что хотя бы некоторые из крупных акционеров поддержат менеджеров, потому что в качестве резервного для себя варианта они всегда могут планировать выйти из предприятия, самостоятельно – не через фондовый рынок – находя другого стратегического инвестора, готового приобрести у них пакет акций. Конечно, для них тогда аргумент о возрастании возможной договорной (на основе представляемой менеджерами оценки бизнеса) цены за продаваемый пакет акций будет весьма действенным.

2. В силу отсутствия в России развитого фондового рынка в стране быстро развивается специфический рынок купли–продажи имущественных комплексов. В свете этого достаточно реальной альтернативой продаже крупных пакетов акций как способу выхода из предприятия становится выделение из развивающегося бизнеса локальных бизнесов (по производству и/или сбыту части продукции) и продажа всех активов выделенного предприятия.

Управление стоимостью предприятия тогда превращается в управление стоимостью не акций компании, а ее имущественного комплекса, понятого как совокупность всех материальных и нематериальных активов, обеспечивающих выпуск, и сбыт соответствующей продукции.

3. В России процедуры банкротства зачастую также обслуживают рынок купли-продажи имущественных комплексов – с той разницей, что форма «купли–продажи» при этом оказывается специфической: через покупку имущественного комплекса в рамках, как правило, процедуры конкурсного производства, которая форсировано вводится по настоянию кредиторов на предприятии–банкроте.

В преддверии подобных ситуаций управление стоимостью действующего предприятия его менеджерами, по сути, осуществляется в интересах какого-либо кредитора, планирующего приобрести имущественный комплекс банкрота по заниженной цене в рамках процедуры конкурсного производства. Максимизация полезности для него будет достигаться именно вследствие того, что он по заниженной цене сможет приобрести максимизированный по своей стоимости бизнес.

4. В силу значительной информационной закрытости даже тех российских компаний, акции которых ликвидны, в России сплошь и рядом типичны серьезные недооценки или переоценки фондовым рынком этих компаний. Следовательно, ориентировать управление стоимостью таких предприятий надо не столько на текущую или прогнозную рыночную цену их акций, сколько на максимизацию их оценочной обоснованной рыночной стоимости, по которой все же при желании крупные акционеры смогут продать свои акции, приоткрывая внутреннюю информацию компании для потенциальных покупателей.

Следовательно, нужны более простые, пусть и приблизительные, но более надежно проверяемые методы оценки хотя бы направленности изменений стоимости предприятия, наступающих вследствие действий менеджеров – особенно вследствие принятия ими решений по капиталоемким инвестиционным проектам, а также решений в ходе управления этими проектами.

## **1.2 Объекты и субъекты стоимостной оценки**

Процесс оценки предполагает наличие оцениваемого объекта и оцениваемого субъекта.

Субъектом оценочной деятельности являются, с одной стороны, профессиональные оценщики, обладающие специальными знаниями и практическими навыками, с другой стороны – потребители их услуг, заказчики. В роли профессиональных оценщиков выступают юридические лица (оценочные фирмы, отделы оценки аудиторских и других компаний) и физические лица (индивидуальные предприниматели).

В любом случае их деятельность регулируется Федеральным законом «Об оценочной деятельности в Российской Федерации». Профессиональные оценщики работают по заказам, поступающим от государственных органов, предприятий, банков, инвестиционных и страховых институтов, а также граждан. В своей деятельности они руководствуются правовыми, профессиональными и этическими нормами. Правовые нормы закреплены в

Федеральном законе «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.98 г. № 135 ФЗ, а также в «Стандартах оценки, обязательных к применению субъектами оценочной деятельности, утвержденных постановлением Правительства Российской Федерации» и в «Положении о лицензировании».

В российском законе «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» определены права и обязанности оценщика, порядок страхования его гражданской ответственности.

Российский оценщик имеет право:

- самостоятельно выбирать и применять методы оценки в соответствии со стандартами;
- при обязательной оценке требовать от заказчика обеспечения доступа в полном объеме к документации, необходимой для осуществления этой оценки;
- получать разъяснения и дополнительные сведения, необходимые для осуществления данной оценки;
- запрашивать в письменной или устной форме у третьих лиц информацию, необходимую для проведения оценки, за исключением информации, являющейся государственной или коммерческой тайной; в случае, если отказ в предоставлении информации существенным образом влияет на достоверность оценки, оценщик указывает это в отчете;
- привлекать по мере необходимости на договорной основе к участию в проведении оценки иных оценщиков либо других специалистов;
- отказаться от проведения оценки объекта в случае, если заказчик нарушил условия договора, не обеспечил соответствующие договору условия работы.

Обязанности оценщика заключаются в:

- соблюдении требований закона об оценочной деятельности и принятых на его основе нормативных правовых актов;
- отказе от оценки в случае возникновения обстоятельств, препятствующих объективной оценке;
- обеспечении сохранности документов, получаемых в ходе проведения оценочных работ;
- предоставлении заказчику информации о требованиях законодательства Российской Федерации об оценочной деятельности, об уставе и о кодексе этики соответствующей саморегулируемой организации (профессионального общественного объединения оценщиков или некоммерческой организации оценщиков), на членство в которой ссылается оценщик в своем отчете;
- предоставлении по требованию заказчика документов об образовании, подтверждающих получение профессиональных знаний в области оценочной деятельности;

- не разглашении конфиденциальной информации, полученной от заказчика в ходе проведения оценки, за исключением случаев, предусмотренных законодательством Российской Федерации;
- хранении копий составленных отчетов в течение трех лет;
- предоставлении копий хранящихся отчетов или информации из них правоохранительным органам либо органам местного самоуправления по их законному требованию.

В ст. 16 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» отмечается, что оценка не может проводиться оценщиком, если он является учредителем, собственником, акционером или должностным лицом юридического лица либо заказчиком или физическим лицом, имеющим имущественный интерес в объекте оценки, или состоит с указанными лицами в близком родстве или свойстве.

Проведение оценки также не допускается, если:

- в отношении объекта оценки оценщик имеет вещные или обязательственные права вне договора;
- оценщик является учредителем, собственником, акционером, кредитором, страховщиком юридического лица либо юридическое лицо является учредителем, акционером, кредитором, страховщиком оценочной фирмы.

Не допускается вмешательство заказчика либо иных заинтересованных лиц в деятельность оценщика, если это может негативно повлиять на достоверность результата проведения оценки объекта оценки, в том числе ограничение круга вопросов, подлежащих выяснению или определению при проведении оценки объекта оценки.

Размер оплаты услуг оценщика за проведение оценки объекта оценки не может зависеть от итоговой величины стоимости объекта оценки. Кроме этого, в ст. 17 обосновывается необходимость страхования гражданской ответственности оценщиков.

Страхование гражданской ответственности оценщиков является условием, обеспечивающим защиту прав потребителей услуг оценщиков, и осуществляется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Страховым случаем является причинение убытков третьим лицам в связи с осуществлением оценщиком своей деятельности, установленное вступившим в законную силу решением суда, арбитражного суда или третейского суда.

Оценщик не вправе заниматься оценочной деятельностью без заключения договора страхования. Наличие страхового полиса является обязательным условием для заключения договора об оценке объекта оценки.

В настоящее время оценочная деятельность в России регулируется и контролируется специальными организациями, уполномоченными Правительством Российской Федерации и субъектами Российской Федерации.

Дополнительно к государственному регулированию осуществляется саморегулирование оценочной деятельности, осуществляемое саморегулируемыми организациями оценщиков.

Важным шагом в развитии оценочной деятельности в России явилось введение ее лицензирования, что позволило повысить качество выполняемых работ, ответственность оценщиков, исключить из их числа случайных людей, не обладающих соответствующими знаниями и квалификацией.

Объектом стоимостной оценки является любой объект собственности. При этом в расчет принимаются не только различные характеристики объекта, но и права, которыми наделен его владелец.

Объекты оценки являются объектами гражданских прав, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их участия в гражданском обороте.

В российском законе об оценочной деятельности к объектам оценки отнесены отдельные материальные объекты (вещи).

Совокупность вещей, составляющих имущество лица, в том числе имущество определенного вида (движимое или недвижимое, в том числе предприятия); право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества, права приобретения, обязательства (долги); работа, услуги, информация; иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их участия в гражданском обороте.

При оценке бизнеса объектом выступает деятельность, направленная на получение прибыли и осуществляется на основе функционирования имущественного комплекса предприятия. Предприятия (организация) является объектом гражданских прав (ст. 132 ГК РФ), вступает в хозяйственный оборот, участвует в хозяйственных операциях. В результате возникает потребность в оценке его стоимости.

В состав имущественного комплекса предприятия входят все виды имущества, предназначенные для реализации его целей: для осуществления хозяйственной деятельности и получения прибыли. Имущественный комплекс включает в себя: недвижимость (земельные участки, здания, сооружения), машины, оборудование, транспортные средства, инвентарь, сырье, запасные детали, части, продукцию, а также имущественные обязательства, фирменное наименование, знаки обслуживания, товарные знаки и другие виды нематериальных активов и интеллектуальной собственности. Поэтому при оценке бизнеса оценщик оценивает предприятие в целом, определяя стоимость его собственного капитала. Учитывая методические особенности и технологии оценочных работ, различают объекты оценки: предприятие в целом (бизнес); недвижимость, машины, оборудование, транспортные средства, интеллектуальную собственность и нематериальные активы.

Большое значение имеет организационно-правовая форма существования предприятия. При оценке необходимо конкретизировать состав имущества предприятия, его права: ведь структура многих промышленных предприятий очень сложна. В структуру предприятия могут входить цеха, участки,

обслуживающие хозяйства, специальные подразделения, конторские строения, средства связи и коммуникации, которые могут располагаться на разных площадях и даже в разных регионах. Объектом оценки могут быть объединения или холдинги, или финансово-промышленные группы. В этом случае в рамках одного бизнеса объединяются несколько дочерних компаний, отделений, филиалов. Для правильной оценки необходимо проследить формирование денежных потоков и направления их движения, а также права и роль каждого подразделения. Необходимо также выяснить, входят ли в состав объекта оценки подразделения социально-культурной сферы. При оценке бизнеса надо учитывать то, что предприятие, будучи юридическим лицом одновременно является и хозяйствующим субъектом (ст. 48 ГК РФ), поэтому его стоимость должна учитывать наличие определенных юридических прав. Это является одной из основных особенностей бизнеса как объекта оценки. Другой немаловажной особенностью бизнеса как объекта оценки является то, что, оценивая стоимость бизнеса, мы определяем стоимость собственного капитала предприятия (организации). Дело в том, что основу любого бизнеса составляет капитал, который функционирует в рамках определенных организационных структур предприятий (организаций). Поэтому, оценивая бизнес, мы определяем стоимость собственного капитала с учетом его организационно-правовой формы, отраслевых особенностей и нематериальных активов, включая goodwill. Например, при оценке бизнеса ОАО определяется рыночная стоимость 100 % пакета обыкновенных голосующих акций, составляющих капитал этого общества.

Владелец бизнеса имеет право продать его, заложить, застраховать, завещать.

Владелец бизнеса имеет право продать его, заложить, застраховать, завещать. Таким образом, бизнес становится объектом сделки, товаром, со всеми присущими ему свойствами.

Как всякий товар, бизнес обладает полезностью для покупателя. Прежде всего он должен соответствовать потребности в получении доходов. Как и у любого другого товара, полезность бизнеса осуществляется в пользовании. Следовательно, если бизнес не приносит дохода собственнику, он теряет для него свою полезность и подлежит продаже. И если кто-то другой видит новые способы его использования, иные возможности получения дохода, то бизнес становится товаром.

В то же время получение дохода, воспроизводство или формирование альтернативного бизнеса, нового предприятия сопровождается определенными затратами. Полезность и затраты в совокупности составляют ту величину, которая является основой рыночной стоимости, рассчитываемой оценщиком. Таким образом, бизнес, как определенный вид деятельности, и предприятие, как его организационная форма в рыночной экономике, удовлетворяют потребности собственника в доходах, для получения которых затрачиваются определенные ресурсы.

Бизнес (предприятие) обладает всеми признаками товара и может быть объектом купли-продажи. Но это товары особого рода. И особенности эти предопределяют принципы, подходы и методы оценки.

Во-первых, это товар инвестиционный, т. е. товар, вложения в который осуществляются с целью отдачи в будущем. Затраты и доходы разъединены во времени. Причем размер ожидаемой прибыли не известен, имеет вероятностный характер, поэтому инвестору приходится учитывать риск возможной неудачи. Если будущие доходы с учетом времени их получения оказываются меньше издержек на приобретение инвестиционного товара, он теряет свою инвестиционную привлекательность. Таким образом, текущая стоимость будущих доходов, которые может получить собственник, представляет собой верхний предел рыночной цены со стороны покупателя.

Во-вторых, бизнес является системой, но продаваться могут как вся система в целом, так и отдельные ее подсистемы, и даже элементы. В этом случае разрушается его связь с собственным конкретным капиталом, конкретной организационно-экономической формой, элементы бизнеса становятся основой формирования иной, качественно новой системы. Фактически товаром становится не сам бизнес, а отдельные его составляющие, и оценщик определяет рыночную стоимость отдельных активов.

В-третьих, потребность в бизнесе как товаре зависит от процессов, которые происходят как внутри самого бизнеса, так и во внешней среде. Причем, с одной стороны, нестабильность в экономике приводит бизнес к неустойчивости, с другой стороны, его неустойчивость ведет к дальнейшему нарастанию нестабильности и в экономике в целом. Из этого вытекает еще одна особенность бизнеса как товара – потребность в регулировании как самого бизнеса, так и процесса его оценки, а также необходимость учитывать при оценке качество управления бизнесом.

В-четвертых, учитывая особое значение устойчивости бизнеса для стабильности в обществе, необходимо участие государства не только в регулировании механизма оценки бизнеса, но и формирования рыночных цен на бизнес, его купли-продажи.

### **1.3 Некоторые практические применения оценки бизнеса**

Оценка бизнеса все чаще применяется и как деятельность, осуществляемая специализированными оценщиками вне рамок управления стоимостью предприятия.

В настоящее время формировалась особая отрасль – отрасль оценочных услуг. Сначала она развивалась преимущественно как предложение услуг по оценке недвижимости, машин и оборудования, интеллектуальной собственности, т.е. по оценке отдельных элементов имущественных комплексов. Но в настоящее время опережающими темпами создается отрасль оценки бизнеса или как таковых имущественных комплексов по конкретному бизнесу.

Это закономерно для продолжения перехода нашей страны к рыночной экономике и связано не обязательно и не столько с развитием фондового рынка (в мире есть множество стран с рыночной экономикой, где фондовый рынок слабый), сколько с появлением более продвинутых рыночных инфраструктур, типов трансакций и имущественных отношений.

Примерами таких качественно новых практических применений оценки бизнеса, на которые спрос увеличивается быстрее прочих, являются ситуации, когда оценке оказывается необходимым подвергнуть:

- пакеты акций или доли, вносимые в качестве имущественных взносов при учреждении новых компаний;
- доли в фирмах или имущественных комплексах (бизнесах), предлагаемые в качестве имущественного обеспечения по кредитам;
- максимально приемлемые цены приобретения акций поглощаемых компаний, при которых предотвращается «разводнение» акций поглощающей фирмы;
- обоснованную величину учредительского взноса венчурного инвестора в компанию, создаваемую для осуществления инновационного проекта и имеющую перспективу на рост стоимости изначальной доли в уставном капитале;
- соотношения, в которых должны обмениваться акции одних компаний на акции других фирм при реорганизации акционерных обществ (особенно в ходе слияний и поглощений);
- продаваемый бизнес как таковой (не компанию либо долю в ней), что характерно как для рынка купли-продаж имущественных комплексов в малом и среднем предпринимательстве, так и для операций в ходе реализации имущественных комплексов при ликвидации предприятий, осуществлении внешнего управления и конкурсного производства в процессе банкротства компаний;
- бизнес как предмет страхования деловых рисков или передачи его в доверительное управление.

Универсальным общим практическим применением оценки бизнеса было и остается обоснование разумных цен при купле-продаже крупных пакетов акций (долей) в компаниях, когда и их продавец, и покупатель имеют доступ к внутренней информации фирмы, на основе которой можно использовать методы оценки бизнеса. При этом покупатель обычно требует такого доступа в качестве условия готовности сразу приобрести крупный пакет акций и тем самым единовременно выплатить значительную сумму денег заинтересованному в этом продавцу. Ведь большинство подобных сделок происходит не на биржевом фондовом рынке, а на так называемом «уличном», внебиржевом рынке.

Точно так же, как при подготовке сделок по купле-продаже пакетов акций (паев) в компаниях, оценку бизнеса покупатели используют для определения максимально приемлемой или обоснованной цены за весь предлагаемый к продаже имущественный комплекс компаний или за ту его часть, которая специализирована на выпуске и сбыте одной конкретной продукции (для

многонomenклатурной фирмы). Продавцы имущественных комплексов точно так же с использованием методов оценки бизнеса планируют для себя максимально возможную либо обоснованную цену. Затраты на указанное и для покупателя, и для продавца входят в издержки трансакций по подготовке сделок купли-продажи.

Важнейшим практическим применением оценки бизнеса, направленной на оценку рыночной стоимости закрытой компании, является обоснование для себя решений по приобретению крупных долей в данной компании инвесторами, которые планируют вкладывать свои средства на определенный срок, т.е. заранее намечают спустя этот срок перепродавать покупаемую долю.

Основной формой отдачи с инвестиций для них обычно служит прибыль от перепродажи пакета акций по цене, которая должна быть существенно большей, чем та цена, какую они считают возможным заплатить за этот пакет акций в настоящий момент. Исходя из этого, они прикидывают для себя следующие величины:

- 1) обоснованную максимально приемлемую цену, которую можно позволить себе заплатить за рассматриваемый пакет акций на текущий момент;
- 2) обоснованную максимально возможную цену, которую можно рассчитывать выручить от перепродажи своей доли в фирме через  $t$  лет;
- 3) предполагаемый свой чистый дисконтированный доход (чистую текущую стоимость  $NPV$ ) от инвестирования в фирму средств в определенном размере который, если не учитывать малозначимые для рассматриваемых инвесторов возможные.

Обоснованные рыночные цены за бизнес на конкурентных рынках капитала (бизнесов) стремятся к максимально приемлемым вследствие информационной прозрачности таких рынков и большого числа потенциальных покупателей бизнеса. Конкурируя за покупку, они предлагают за привлекательный бизнес все большую цену, которая приближается к максимально приемлемой.

Частный случай описанного практического применения оценки бизнеса – ее использование для принятия решений о капиталовложениях венчурными инвесторами. Разница заключается лишь в том, что:

- объектом инвестирования для венчурных инвесторов выступают не уже существующие компании, а вновь учреждаемые, которые организуются с целью начать и завершить осуществление некоторого делового проекта (чаще всего основанного на новых технологиях) и привлечь для этого внешнее финансирование;
- в качестве показателя служит учредительский взнос, испрашиваемый от венчурного инвестора за долю в уставном капитале молодой компании.

При этом если от венчурного инвестора требуется денежный взнос, а прочие соучредители такой молодой компании предполагают сделать в уставный капитал имущественный взнос (например, в виде нематериальных активов типа ноу-хау или патентных прав), то характерным является встречное требование венчурного инвестора прибегнуть к услугам

независимого оценщика для оценки обоснованной рыночной стоимости вносимого имущества. Указанное требование вполне закономерно, так как венчурный инвестор не желает, чтобы его доля в уставном капитале была занижена из-за слишком высокой оценки рыночной стоимости не денежных взносов соучредителей фирмы, включая инициаторов соответствующего проекта.

Для венчурного инвестора критерием положительного решения о вложении средств в создаваемую для реализации инвестиционного проекта фирму является не то, чтобы был положительным чистый дисконтированный доход ( $NPV$ ) самого этого проекта, у которого длительность полезной жизни составляет  $я$  лет, а то, чтобы положительным оказался чистый дисконтированный доход ( $NPV$ ) проекта вложения средств венчурного инвестора в рассматриваемую молодую компанию на  $т$  лет, когда этот срок меньше срока полезной жизни проекта учреждаемой фирмы.

Кроме того, венчурный инвестор будет именно на основе показателя  $NPV$ , а не показателя  $NPV$  проверять достаточность показателей внутренней нормы рентабельности и срока окупаемости проекта вложения своих средств.

Следовательно, многое зависит от того, насколько все же большим для данного проекта фирмы окажется срок вложения средств данным венчурным инвестором и как быстро в проекте фирмы ожидается выход на достаточно серьезные положительные денежные потоки или достижение достаточного серьезного прироста стоимости имущественного комплекса молодой компании.

### ***Специальные применения оценки бизнеса***

Специальные применения оценки бизнеса предусматриваются законодательством и касаются достаточно необычных, но все же иногда встречающихся в рыночной экономике хозяйственных ситуаций. Некоторые из этих ситуаций типичны для любой страны с рыночной экономикой, некоторые – только для стран с переходной рыночной системой хозяйствования.

Специальные применения относятся к следующим основным случаям:

- 1) выкуп паев (акций) в закрытых компаниях типа обществ с ограниченной ответственностью и закрытых акционерных обществ или пая в товариществах при выходе из их состава одного из акционеров (учредителей, пайщиков);
- 2) эмиссия новых акций открытыми акционерными обществами;
- 3) вступление в общество с ограниченной ответственностью имущественным взносом в виде акций, других ценных бумаг или имущественного комплекса;
- 4) подготовка к продаже обанкротившихся предприятий, выставляемых на конкурс;
- 5) подготовка к продаже приватизируемых предприятий (включая продажу пакетов их акций, еще остающихся в собственности государства);
- 6) обоснование вариантов санации предприятий-банкротов.

## ***Выкуп паев (акций)***

В том, что касается обществ с ограниченной ответственностью (заведомо закрытых компаний, характерных для правовых систем группы стран, включающей в себя Германию, Японию и Россию), законодательство не предусматривает какого-либо особого порядка оценки подлежащего выкупу пая того члена общества, который решил выйти из него. Этот вопрос относится к компетенции устава общества, т.е. должен быть урегулирован в нем.

Для определения альтернативных способов регулирования указанного вопроса необходимо:

- установить, что выходящий из общества член получает от общества компенсацию, равную номинальной стоимости ранее внесенного им взноса;
- предусмотреть, что выкуп обществом (либо любым другим его членом) пая выходящего из него члена осуществляется по номинальной стоимости этого пая, индексированной на накопившуюся за время нахождения в обществе выходящего из него пайщика инфляцию;
- отразить в уставе общества, что при выходе из общества его член получает компенсацию, равную номинальной стоимости соответствующего пая (возможно, индексированной на накопившуюся инфляцию) плюс приходящиеся на этот пай капитализированные (не распределенные ранее) прибыли;
- определить, что выкупная стоимость рассматриваемого пая равняется его рыночной стоимости, выводимой из рыночной стоимости данной компании, которая пропорционально распределяется между паями членов общества.

Наиболее обоснованным и в максимальной мере привлекательным для инвесторов общества с ограниченной ответственностью (гарантирующим их права) представляется последнее.

И именно для реализации этого необходимо согласованное (также предусмотренное в уставе общества) определение рыночной стоимости компании и ее паев. При этом оценка компании может быть поручена (согласно уставу) устраивающей всех членов общества признанной аудиторской либо специализированной оценочной фирме. Последняя же будет руководствоваться методами оценки бизнеса, рассматриваемыми в данном пособии.

Похожая ситуация создается в закрытых акционерных обществах, когда речь идет об определении в их уставе принципов оценки стоимости акций, которые желающими выйти из общества акционерами должны сначала предлагаться (по опциону на покупку или праву первоочередной покупки) другим акционерам общества.

Это касается и учредителей обществ с ограниченной ответственностью или закрытых акционерных обществ. Они имеют те же права, что и позднее присоединившиеся к этим обществам инвесторы.

## **Эмиссия новых акций**

Как известно, выпуск новых акций является важнейшим способом привлечения дополнительного партнерского капитала акционерными обществами – как уже открытыми, так и ранее закрытыми, но которые тоже, превратившись в открытые, после появления их акций на фондовом рынке (в результате продажи их старыми акционерами третьим лицам) могут попытаться прибегнуть к эмиссии новых акций.

Вместе с тем выпуск новых акций может оказаться и инструментом разрушения фондового рынка, если компании-эмитенты будут по разным причинам не в состоянии реинвестировать получаемые с фондового рынка средства в проекты, способные принести дополнительные прибыли и обеспечить доходность выпущенных акций.

Мы здесь не рассматриваем случаи заведомой недобросовестности владельцев и менеджеров фирм-эмитентов. Не затрагиваем и такие причины, как лишение компаний лицензий на право заниматься выгодными операциями, стихийные бедствия и пр.

Наиболее вероятной и часто встречающейся причиной указанной неспособности перспективно реинвестировать фонды, полученные от размещения на рынке новых акций, является то, что компания заведомо не в состоянии это сделать, так как нуждается по крайней мере в части этих средств, чтобы реализовать следующие цели: покрытие своих текущих убытков, простое поддержание (без какого-либо расширения) своих уже имеющихся мощностей, пополнение потерянных ранее собственных оборотных средств, осуществление плановых выплат по ранее взятым кредитам, проведение расчетов по просроченным долгам и т.п.

Все эти направления использования фондов, привлекаемых от акционеров, действительно не дадут прироста доходов фирмы. В конечном счете привлечение средств акционеров на перечисленные цели с точки зрения акционеров, ожидавших по своим инвестициям в предприятие-эмитент как минимум той же доходности, что была до эмиссии акций, окажется менее выгодным, чем они это ожидали (в экстремальных случаях те, кто приобрел выпущенные акции, вообще не получат с них дохода и даже могут потерять вложенные в них деньги).

Из публикуемых финансовых отчетов компании-эмитента (баланса, отчета о финансовых результатах, о движении денежных средств) при поверхностном и даже более глубоком анализе практически невозможно или очень затруднительно установить, какова вероятность описанного сценария. В такой ситуации оценка бизнеса находит еще одно свое специальное применение, защищающее интересы участников фондового рынка (и существующих акционеров предприятия).

Рассмотрим основные принципы этого применения:

- перед тем, как разрешить эмиссию новых акций, проверяют, в каком соотношении находятся балансовая и оценочная (полученная методами оценки бизнеса) стоимости собственного капитала компании-эмитента;

- если оценочная стоимость собственного капитала данного предприятия больше, чем балансовая его стоимость, основывающаяся на остаточной балансовой стоимости активов предприятия, его обязательствах и объявленных прибылях, то эмиссия новых акций разрешается, причем как раз на величину выявленного изучавшегося превышения;
- если оценочная стоимость собственного капитала фирмы-эмитента меньше, чем балансовая стоимость этого капитала, то эмиссия акций не разрешается;
- в последнем случае, более того, акционерное общество, желавшее выпустить новые акции, обязано уменьшить величину стоимости своего собственного (уставного) капитала в бухгалтерском балансе общества как раз на разницу между оценочной стоимостью предприятия и объявлявшейся (как выяснилось, завышенной) балансовой стоимостью его собственного (уставного) капитала.

Если же эта разница отрицательна (оценочная стоимость собственного или уставного капитала меньше его балансовой стоимости), то в балансе предприятия-эмитента стоимость его собственного (уставного) капитала должна быть уменьшена на величину указанной разницы с приведением в соответствие остаточной балансовой стоимости материальных и, в особенности, нематериальных активов.

### *Подготовка к продаже обанкротившихся предприятий*

Оценка бизнеса составляет одну из важнейших задач внешних (антикризисных) управляющих, назначаемых по решению суда для осуществления финансового оздоровления или ликвидации признанных судом банкротами (несостоятельными) предприятий.

По закону, в случаях, когда суд признает нецелесообразным (в интересах сохранения рабочих мест или по иным причинам) ликвидировать предприятие-банкрот, реализуя в ходе этой ликвидации имущество банкрота, им необходимо подготовить к продаже само данное предприятие и осуществить его продажу.

Важнейшей составной частью подготовки предприятия-банкрота к продаже является правильная (обоснованная) его оценка и определение запрашиваемой за предприятие (или доли в нем) цены. При этом важны следующие аспекты.

1. Цена, по которой предприятие или доли в нем будут предлагаться к продаже, не должна быть занижена, так как этим был бы нанесен прямой имущественный ущерб кредиторам банкрота. Он заключается в том, что выручка от продажи покроет тогда меньшую часть долгов несостоятельного предприятия и его кредиторам будет соответственно недовыплачена компенсация по этим долгам.

2. Указанная цена, вместе с тем, не должна быть завышена, потому что и в этом случае кредиторам банкрота был бы нанесен ущерб, который состоит в задержке получения ими компенсации по долгам из-за того, что при завышенной цене предложения на продаваемое предприятие не удастся найти инвесторов (покупателей), и все равно эту цену придется впоследствии

снижать, возможно, после того, как предприятие сразу же вообще не удастся продать.

3. Если известны потенциальные покупатели (инвесторы), оценка готовящегося к продаже несостоятельного предприятия должна проводиться не вообще, а применительно к предполагаемым планам, деловым возможностям и информированности конкретных инвесторов. Для разных инвесторов она может быть разной. На этот аспект в следующей главе обращено особое внимание в связи с концепцией так называемой инвестиционной стоимости предприятия.

4. Оценка выставляемых на продажу предприятий может быть многовариантной еще и потому, что до этой продажи внешними (антикризисными) управляющими может быть, с согласия и по поручению кредиторов банкрота, проведен больший или меньший комплекс мероприятий по предварительной санации данного предприятия, что, естественно, повлияет на итоговую (после завершения санации) оценку предприятия и запрашиваемую за него цену.

### ***Подготовка к продаже приватизируемых предприятий***

Применение оценки бизнеса в данном случае в принципе имеет те же особенности (аспекты), которые отмечались в связи с подготовкой к продаже предприятий-банкротов. Отличия заключаются лишь в том, что:

- приватизируемые предприятия совсем не обязательно выступают банкротами (хотя в ряде случаев они действительно по сути приближаются к несостоятельности или могут уже фактически являться несостоятельными), чаще они являются нормально работающими либо способными нормально работать;
- выручка от продажи приватизируемых предприятий или приватизируемых государственных пакетов акций направляется не кредиторам предприятия, а бывшему собственнику, т.е. государству (в федеральный либо местный бюджеты).

С учетом этих отличий все четыре аспекта остаются справедливыми.

Значимость и трудности правильной оценки приватизируемого предприятия (либо предприятия, чьи пакеты акций приватизируются) только возрастают, так как указанная оценка в этом случае осуществляется под сравнительно более слабым контролем коммерчески не заинтересованных (в отличие от кредиторов предприятия-банкрота) государственных чиновников. Усиливается вероятность неосознанного или даже сознательного (под давлением заинтересованных лиц) занижения стоимости выставляемых на продажу объектов. Значит, при обосновании продажной (в том числе стартовой на торгах) цены приватизируемых предприятий и их отдельных пакетов тем строже следует руководствоваться принятыми в мировой практике методами оценки бизнеса.

### ***Обоснование вариантов санации предприятий-банкротов***

Санация предприятий-банкротов (официально объявленных таковыми либо фактически несостоятельных, но, тем не менее, выставляемых на приватизацию) предполагает их финансовое оздоровление, направленное на повышение цены, по которой эти предприятия могут быть проданы.

Задача оценки бизнеса применительно к процессу санации финансово кризисных предприятий видоизменяется. Она заключается в прогнозировании оценочной стоимости предприятия (включая прогнозирование ее для отдельных конкретных инвесторов) после того, как будет выполнен запланированный комплекс санационных мероприятий, т.е. в прогнозировании будущей – по истечении периода, отведенного на санацию – обоснованной рыночной и инвестиционной стоимости предприятия.

При этом, как указано выше, эта стоимость будет многовариантной в зависимости от того, какие конкретные санационные мероприятия будут одобрены.

На предприятиях, официально объявленных банкротами, сформулированная выше задача становится одной из важнейших функций профессионально подготовленных внешних (антикризисных) управляющих. В отчете об оценке предприятия-банкрота, который ими должен быть представлен собранию кредиторов после назначения этих управляющих в интересах кредиторов они должны не просто констатировать, сколько предприятие-банкрот стоит на данный момент. Они должны также представить на решение кредиторов как минимум две альтернативы:

а) продавать предприятие по его текущей и, как правило, весьма низкой, определенной ими цене (что обещает кредиторам покрытие выручкой от этой продажи лишь очень незначительной части их зависших долгов; в Украине на этот счет статистики еще нет, а в Германии в таких случаях в среднем кредиторам возмещается не более 10 % долгов);

б) согласиться на более продолжительную санацию предприятия-банкрота, которая, если исходить из предложенного плана санационных мероприятий и прогнозных оценок стоимости предприятия после санации, позволит повысить продажную цену предприятия и увеличить вырученные для кредиторов от его продажи средства.

С учетом фактора времени и, возможно, требующихся от кредиторов для санации дополнительных затрат, кредиторы тогда могут сами решить (в определенной мере снимая с антикризисного управляющего ответственность за слишком низкий процент возмещения им долгов), какую альтернативу выбрать.

Санационные мероприятия, влияющие на оценку бизнеса, могут быть трех родов:

- санация в режиме экономии;
- санация на основе вновь начинаемых инвестиционных проектов (как правило, краткосрочных или с коротким сроком окупаемости, с небольшими стартовыми инвестициями);

- санация на основе продолжения ранее начатых на предприятии перспективных инвестиционных проектов, на которые ему не хватило времени и средств, но которые обещают в скором времени значительную отдачу.

Особенно интересными и многообещающими способны оказаться санационные мероприятия второго рода – на основе удачно подобранных (доступных предприятию и по дополнительным затратам – его кредиторам) вновь начинаемых инвестиционных проектов с коротким сроком окупаемости. Эти проекты чаще всего базируются на инновациях, т.е. новых технологиях (в широком смысле этого слова, подразумевающем освоение выпуска новых для предприятия, а возможно и для рынка, продуктов, усовершенствования в технологических процессах и пр.). Именно поэтому во второй части пособия автор и уделяет столько внимания инновациям и их влиянию на оценку бизнеса.

Что касается финансирования санационных мероприятий, выходящих за рамки режима экономии, то это – особая тема, по поводу которой здесь отметим следующее.

Во-первых, оно часто ложится на плечи самих кредиторов предприятия-должника – в форме реструктуризации на время санации его долгов (переноса сроков уплаты по ним текущих процентов и основной части долга) или предоставления дополнительных займов и поставок в кредит. При этом для кредиторов действует принцип: если есть шанс позднее получить значительные по размеру долги (или более весомую, чем это реально сегодня, их часть), оказав небольшую финансовую помощь должнику, то, возможно, имеет смысл сделать это. Поэтому управляющим финансово-кризисных предприятий в части заемного финансирования стоит попытаться обратиться именно к уже существующим кредиторам.

Во-вторых, в части привлеченных средств финансово-кризисные (официально уже признанные банкротами) предприятия с разрешения собрания кредиторов, где голосование проходит пропорционально долгам банкрота конкретным кредиторам (включая поставщиков и работников), могут попытаться реализовать особо эффективные для них инвестиционные проекты (инновации) через специально учреждаемые под них венчурные («под проект») дочерние предприятия, куда привлеченный капитал сторонних участников (пайщиков, акционеров) придет с гораздо большей вероятностью, чем в отягощенную долгами материнскую фирму. Это может касаться даже и лучших перспектив на мобилизацию заемных средств, на этот раз не только от прежних кредиторов.

В-третьих, на финансирование особо эффективных и быстрых по окупаемости инвестиционных проектов могут быть брошены и последние резервы самофинансирования финансово-кризисных предприятий, в том числе, если говорить сугубо практически, даже средства, выделенные для погашения не грозящей немедленными санкциями кредиторской задолженности, пени по которой будут покрыты прибылями от инвестиций с коротким сроком окупаемости.

Существуют, конечно, и иные, более сложные, схемы финансирования финансово-кризисных предприятий (особенно если их еще не успели официально, по суду, признать банкротами). Такие схемы зачастую связаны с реорганизацией этих предприятий, что более всего характерно для крупных предприятий.

Популярной схемой, в частности, является дробление (down-sizing) предприятий с выделением в отдельные фирмы как особо невыгодных продуктовых линий и занимающихся ими подразделений, так и, наоборот, особо выгодных. Цель при этом заключается, с одной стороны, в освобождении материнского предприятия от убытков по коммерчески неперспективным бизнес-линиям (с перенесением также на директорат заведомо убыточных выделяемых предприятий забот и затрат, связанных с сокращением работников и продажей малоликвидных специальных активов).

Другой становящейся популярной стратегической схемой выступает так называемая «промышленная очистка активов» предприятия-должника. Эта схема предполагает учреждение им или, что более предпочтительно, кем-то из его владельцев нового предприятия, которое берет на себя частичные гарантии по просроченным долгам должника, а затем через суд накладывает арест на ключевое имущество должника, из-за которого вновь созданному предприятию приходится или придется отвечать по взятым на себя гарантиям. Это вновь созданное (но с прежними владельцами) предприятие входит в права на указанное имущество, а предприятие-должник тем временем благополучно добровольно ликвидируется или объявляет себя банкротом. При этом большая часть его долгов так и остается неоплаченной, а ранее созданное предприятие-гарант, проявившее более высокий, чем многие пассивные кредиторы, уровень судебно-исковой активности, получив необходимое имущество, «начинает с чистого листа», т.е. очистив это имущество от долгов.

Однако у этих интересных стратегических реорганизационных схем финансирования санации, как правило, имеются минимум два коренных недостатка:

- реорганизация не успевает к моменту, когда приходится принимать окончательные решения по поводу судьбы фирмы и ее менеджеров, привести к ожидавшимся от нее результатам;
- применяемый метод реорганизации по иску третьих заинтересованных лиц (или по заключению государственных органов типа Антимонопольного комитета либо Управления по делам о несостоятельности и банкротствам) достаточно часто признается или может быть признан незаконным (в целом или в отдельных ключевых моментах).

Поэтому все же главное внимание при организации и финансировании санации, а также прогнозировании ее влияния на стоимость предприятия необходимо уделять не проектам какой-либо очень уж хитрой реорганизации, а анализу бизнес-линий и имущества, реализация которых может улучшить финансовое положение и оценку предприятия.

В таблице 1 приведена схема, в которой наглядно показаны все основные вышеизложенные моменты: разные понимания предмета оценки бизнеса, цели

оценки бизнеса в соответствии с альтернативными пониманиями предмета оценки, а также специальные применения оценки бизнеса.

Однако все же главным применением оценки бизнеса является простая практическая ситуация, когда в интересах подготовки обычной сделки по купле-продаже того или иного пакета акций (доли) любого предприятия оказывается необходимым прикинуть, какая же цена за него (отталкиваясь от оценки предприятия в целом – 100% его акций) может считаться разумной или максимально приемлемой.

Особенности практической оценки бизнеса как оценки имущественных комплексов

Главными практическими применениями оценки бизнеса в случае, когда предмет оценки – имущественный комплекс компании, являются следующие.

1. Как это напрямую предусмотрено законодательством, в частности, Законом о банкротствах в его новой редакции, оценку имущественного комплекса в интересах кредиторов фирмы, на которой введена процедура внешнего управления, требуется проводить, когда выручка от продажи имущественного комплекса компании-банкрота используется в качестве средства:

- обеспечить финансирование для бизнес-плана финансового оздоровления предприятия, рассматриваемого как действующий имущественный комплекс
- покрыть просроченную кредиторскую задолженность кредиторам после финансового оздоровления предприятия и соответствующего повышения рыночной стоимости имущественного комплекса.

*Таблица 1 – Предметы, цели и специальные применения оценки бизнеса*

<i>Предметы оценки бизнеса</i>	<i>Цели оценки бизнеса</i>	<i>Специальные применения оценки бизнеса</i>
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
<b>Оценка бизнес-линий</b>	Оценка фирмы по сумме стоимостей ее бизнес-линий (плюс нефункционирующие активы) Оценка стоимости цессии по контрактам, составляющим бизнес-линию	Определение цены выкупа компанией акций (паев) у выходящих из нее акционеров (пайщиков) Обоснование правомочности эмиссии новых акций

	<p>Оценка рыночной стоимости однопродуктового предприятия</p> <p>Определение рыночной ценности инвестиционного проекта</p> <p>Оценка рыночной стоимости уставного капитала вновь учрежденного для реализации инвестиционного проекта предприятия</p>	<p>Оценка имущественного взноса в ООО, если он делается в форме акций, долей в других предприятиях, прочих ценных бумаг или имущественного комплекса</p> <p>Определение продажной цены предприятий-банкротов</p>
Оценка фирм	<p>Оценка надежности трендов в изменении рыночных котировок открытых компаний</p> <p>Мониторинг оценочной стоимости закрытых компаний</p> <p>Проработка продажной цены закрытых компаний (а также компаний с недостаточно ликвидными акциями)</p> <p>Использование для представления полной и истинной картины финансового состояния аудируемых фирм</p>	<p>Оценка обоснованной продажной цены для приватизируемых предприятий (или принадлежащих государству пакетов их акций)</p> <p>Прогнозирование продажной цены санируемых предприятий</p>

При этом собрание кредиторов вправе решать, что им более выгодно:

- 1) позволить внешнему управляющему, согласно утверждаемому собранием бизнес-плану финансового оздоровления, в результате налаживания выпуска и продаж выгодной продукции (она может стать выгодной после внедрения мероприятий по снижению издержек и/или освоения новых товаров и услуг) увеличить рыночную стоимость имущественного комплекса и продать его как целое другим владельцам либо
- 2) осуществить продажу имущественного комплекса сразу после утверждения бизнес-плана финансового оздоровления.

В любом случае процедура банкротства не доводится до конкурсного производства, когда будут распродаваться отдельные элементы имущественного комплекса и сумма выручки от их распродажи может не превысить 10% общей величины просроченной кредиторской задолженности.

При продаже имущественного комплекса фирмы-банкрота ее акции от их бывших владельцев не отчуждаются. Просто после продажи имущественного комплекса компании-банкрота за ее акциями не остается ценного имущества. Это служит как бы наказанием акционерам фирмы-банкрота, которые не смогли предотвратить банкротство (не показали себя эффективными хозяевами либо не захотели или не смогли обеспечить привлечение в свою компанию капиталовложений, которые были нужны для ее технической реконструкции и реструктуризации).

2. Любая фирма и ее владельцы могут принять решение о продаже одного из ее бизнесов (дел), т.е. обеспечивающих этот бизнес имущественных комплексов, для финансирования, например, развития остающихся в фирме бизнесов.

Конечно, так можно поступить, если имущественные комплексы компаний по разным ее бизнесам (выпускаемым видам продукции) достаточно независимы друг от друга и для них не используется большое количество неспециальных («универсальных») активов типа универсального технологического оборудования (например, токарных или фрезерных станков).

Тогда тоже придется прибегать к оценке бизнеса – в форме оценки предлагаемых к продаже специализированных на отдельных видах продукции имущественных комплексов. Преимуществом продажи таких специализированных комплексов является то, что их продавцом выступает сама фирма и получаемая выручка от продажи идет непосредственно на ее счета.

Оценка имущественного комплекса фирмы-банкрота, проводится с практической целью:

- 1) определить, сколько можно выручить для кредиторов от его продажи;
- 2) изыскать из указанной выручки источник финансирования дальнейшего оздоровления предприятия (действующего имущественного комплекса), когда, даже если оно (он) оказывается в руках новых владельцев, доходы с него в процессе внешнего управления должны идти на погашение долгов фирмы-банкрота ее кредиторам.

Обе эти цели предполагают не ликвидацию имущественного комплекса, а его продажу как действующего при наличии достаточного времени для нахождения заинтересованного покупателя.

При этом успешным финансовое оздоровление признается в двух случаях:

- 1) когда в течение действия режима внешнего управления (он вводится сначала на 12 месяцев и может быть продлен до 18 месяцев) удается покрыть просроченную кредиторскую задолженность компании-банкрота;

2) если между фирмой – владельцем сохраненного как действующий имущественного комплекса (в том числе той фирмой, которая с согласия собрания кредиторов компании-банкрота приобрела ее имущественный комплекс) и кредитором заключается мировое соглашение о реструктуризации указанной просроченной кредиторской задолженности, в основном о ее рассрочке или отсрочке; тогда продажа имущественного комплекса фирмы-банкрота включает в себя продажу и ее обязательств.

Именно в обоих этих случаях предприятие как имущественный комплекс сохраняется как действующее.

Достичь, таким образом, определенного успеха финансового оздоровления можно только путем налаживания надежных регулярных положительных денежных потоков (сальдо денежных поступлений и платежей), из которых, собственно, и гасится просроченная кредиторская задолженность.

Действительно, коль скоро первый из перечисленных случаев крайне редок из-за больших сумм просроченной кредиторской задолженности и/или короткого срока для внешнего управления и более характерным оказывается второй случай, наложенные регулярные (стабильные) положительные потоки позволяют кредиторам рассчитывать на надежное и полное (даже с учетом накопившихся пени) погашение просроченной кредиторской задолженности, пусть и более позднее время.

Многие кредиторы предпочтут такую альтернативу более скорым, но весьма незначительным по степени погашения долга выплатам из выручки от распродажи имущественного комплекса по частям, если не согласятся на реструктуризацию долга, и тем самым подтолкнут арбитражный суд к введению на фирме-банкроте или ее правопреемнице процедуры конкурсного производства.

Кредиторам третьей, четвертой и тем более пятой очередей (не работникам и не государству) тогда вообще может ничего не достаться.

Они тем более выберут эту альтернативу, если внешний управляющий за счет появившихся регулярных (стабильных, надежно прогнозируемых) денежных потоков уже к тому времени начнет выполнять ранее согласованный с кредиторами (в связи с утверждением ими бизнес-плана финансового оздоровления) график погашения просроченной кредиторской задолженности фирмы-банкрота.

Кроме того, среди этих кредиторов есть и такие, Которые не заинтересованы в том, чтобы официально показать «плохой», безнадежный или сомнительный, долг (например, банки), и те, кто прямо заинтересованы в сохранении бизнеса своих немногочисленных покупателей (поставщики специальных видов сырья, материалов, полуфабрикатов, услуг или компонентов).

В свою очередь наладить надежные регулярные положительные денежные потоки (сальдо денежных поступлений и платежей) можно, только наладив регулярный выпуск и продажи выгодной продукции, снизив издержки

и освоив ее имеющие больший спрос модификации и модели. Но это и есть сохранение предприятия как действующего.

Внешний управляющий, планируя продажу имущественного комплекса как действующего, по закону обязан нанять независимого оценщика бизнеса, для того чтобы он оценил, сколько стоит этот комплекс до его финансового оздоровления и сколько он будет стоить после реализации одновременно составляемого бизнес-плана финансового оздоровления предприятия. Результаты оценки не только служат для руководства к действию самого внешнего управляющего, но и должны быть представлены собранию кредиторов, чтобы на основе их анализа оно могло принять обоснованное и отвечающее интересам кредиторов решение об утверждении или не утверждении составленного внешним управляющим бизнес-плана финансового оздоровления. Последний тогда может быть ориентирован на достижение контрольных цифр, используемых при оценке прогнозной, на момент завершения срока внешнего управления, оценочной стоимости имущественного комплекса.