

**Галасюк В.В., Галасюк В.В.
Консалтинговая группа «КАУПЕРВУД»**

ОЦЕНКА ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

**Днепропетровск
2007**

Консалтинговая группа «КАУПЕРВУД»
Украина, 49044, г. Днепропетровск, ул. Гоголя, 15а, тел./факс: (056) 370-19-76, 377-33-98, (0562) 47-16-36
Web-site: www.galasyuk.com; e-mail: vv@galasyuk.com, vvt@galasyuk.com, vvt@inkon.dnepr.net



СОДЕРЖАНИЕ

- 1. Концепция оценки долговых обязательств.**
 - 2. Классификация долговых обязательств.**
 - 3. Алгоритм оценки долговых обязательств.**
 - 4. Модель оценки долговых обязательств.**
 - 5. Оценка юридического качества долговых обязательств.**
 - 6. Оценка экономического качества долговых обязательств.**
 - 7. Пример оценки долговых обязательств.**
 - 7.1. Пример расчета рыночной стоимости векселей.**
 - 7.2. Фрагмент юридического заключения, подготовленного при оценке векселей.**
 - 7.3. Фрагмент экономического заключения, подготовленного при оценке векселей.**
 - 7.4. Пример расчета ликвидационной стоимости векселей.**
- Заключение**



1. КОНЦЕПЦИЯ ОЦЕНКИ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ



Долговые обязательства перед кредитором представляют собой особый вид активов, «ядром» которых являются права на получение определенных экономических благ.

Некоторые специалисты полагают, что с оценкой подобного рода объектов вообще нет никаких проблем, так как их стоимость уже зафиксирована в соответствующих документах, и необходимо просто перенести ее оттуда в отчет об оценке (в лучшем случае продисkontировав). Действительно, казалось бы, зачем оценивать, например, вексель, если в нем зафиксирована конкретная сумма денежных средств, подлежащая уплате одним субъектом другому на конкретную дату. Такой упрощенческий подход редко вызывает доверие у пользователей результатов оценки (банкиров, инвесторов и др.), так как они даже на уровне интуиции ощущают его ошибочность.

Другие специалисты вообще считают оценку подобного рода объектов «чистым искусством», не поддающимся какой-либо формализации и стандартизации. Такой «творческий» подход к оценке также не вызывает доверия у пользователей результатов оценки и дискредитирует оценочное сообщество.

Ситуацию можно исправить за счет применения прозрачного для понимания адекватного метода оценки долговых обязательств, учитывающего реальные факторы, влияющие на стоимость данного типа объектов.

В данном методическом пособии представлен такой метод, позволяющий учесть не только суммы и распределение во времени

денежных потоков, ожидаемых от выполнения оцениваемых долговых обязательств, но и экономическое и юридическое качество этих обязательств, которое, в конечном счете, и предопределяет их стоимость.

Юридическое качество долговых обязательств характеризует, в какой степени соответствующие документы обязывают должника выполнять обязательства. Например, стоит ли вести речь об оценке векселя, на котором не стоит подпись векселедателя, и обязывает ли этот «документ» векселедателя выполнять зафиксированные в нем обязательства.

Экономическое качество долговых обязательств характеризует, в какой степени должник способен выполнять обязательства, зафиксированные в соответствующем документе. Например, вексель на сумму 1 миллион долларов абсолютно грамотно юридически оформлен, но выписал его нищий – много ли стоит право требования выполнения обязательств по этому документу?

Вопросы, возникающие при оценке тех или иных долговых обязательств требуют от оценщика умелого сочетания научных методов, опыта и профессиональной интуиции для получения адекватных выводов о стоимости.



2. КЛАССИФИКАЦИЯ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ



В соответствии со ст.509 Гражданского Кодекса Украины [1]: «Обязательством является правоотношение, в котором одна сторона (должник) обязана совершить в интересах другой стороны (кредитора) определенное действие (передать имущество, выполнить работу, предоставить услугу, выплатить деньги и тому подобное) или воздержаться от определенного действия, а кредитор имеет право требовать от должника выполнения его обязательства».

Исходя из правовой формы и экономической природы, долговые обязательства в Украине, в целях проведения их оценки, могут быть классифицированы следующим образом (рис.2.1).

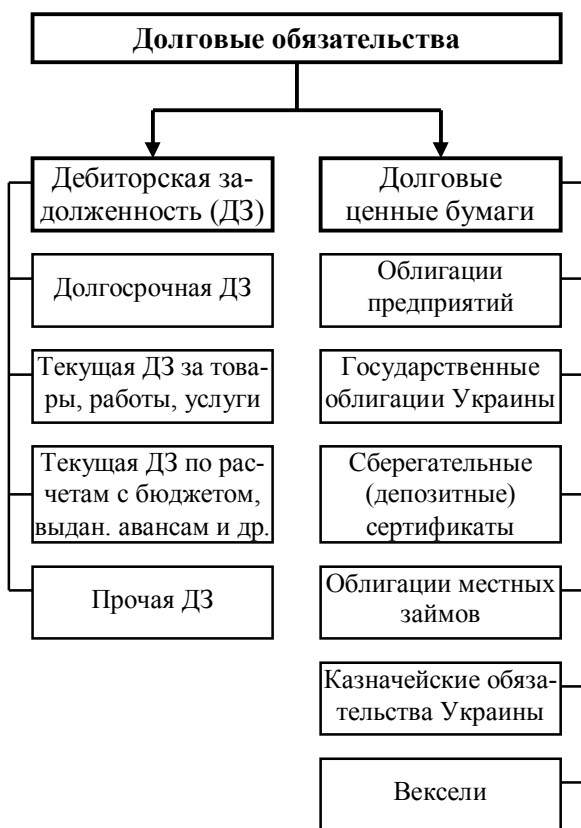


Рис.2.1. Классификация долговых обязательств в Украине

Каждый из вышеуказанных видов долговых обязательств имеет свою специфику, которая должна адекватно учитываться оценщиком при определении им стоимости соответствующих долговых обязательств.

Ниже приведена краткая характеристика основных видов долговых обязательств.

Дебиторская задолженность

В соответствии с Положением (стандартом) бухгалтерского учета 10 «Дебиторская задолженность» [2]:

Дебиторская задолженность - сумма задолженности дебиторов предприятию на определенную дату.

Долгосрочная дебиторская задолженность - сумма дебиторской задолженности, которая не возникает в ходе нормального операционного цикла и будет погашена после двенадцати месяцев с даты баланса.

Текущая дебиторская задолженность - сумма дебиторской задолженности, которая возникает в ходе нормального операционного цикла или будет погашена на протяжении двенадцати месяцев с даты баланса.

В соответствии с Положением (стандартом) бухгалтерского учета 2 «Баланс» [3]:

В статье "Дебиторская задолженность за товары, работы, услуги" отображается задолженность покупателей или заказчиков за предоставленные им продукцию, товары, работы или услуги (кроме задолженности, которая обеспечена векселем). В итог баланса включается чистая реализационная стоимость, которая определяется путем вычета из дебиторской задолженности резерва сомнительных долгов.

В статье "Дебиторская задолженность по расчетам с бюджетом" показывается дебиторская задолженность финансовых и налоговых органов, а также переплата по налогам, сборам и прочим платежами в бюджет.

В статье "Дебиторская задолженность по выданным авансам" показывается сумма авансов, предоставленных другим предприятиям в счет будущих платежей.

В статье "Дебиторская задолженность по начисленным доходам" показывается сумма начисленных дивидендов, процентов, роялти и т.п., подлежащих получению.

В статье "Дебиторская задолженность по внутренним расчетам" показывается задолженность связанных сторон и дебиторская задолженность по внутриведомственным расчетам.

В статье "Прочая текущая дебиторская задолженность" показывается задолженность



дебиторов, которая не может быть включена в другие статьи дебиторской задолженности и которая отображается в составе оборотных активов.

Долговые ценные бумаги

Согласно Закона Украины «О ценных бумагах и фондовом рынке» [4], *долговые ценные бумаги* представляют собой ценные бумаги, удостоверяющие отношения займа и предусматривающие обязательства эмитента выплатить в определенный срок средства в соответствии с обязательством.

При оценке долговых ценных бумаг оценщикам необходимо учитывать ряд положений действующего законодательства, в том числе Закона Украины «О ценных бумагах и фондовом рынке». Ниже представлены краткие сведения о каждом виде долговых ценных бумаг, в соответствии с положениями указанного закона.

Базовые сведения об облигациях

Облигация - ценная бумага, которая удостоверяет внесение ее владельцем денег, определяет отношения ссуды между владельцем облигации и эмитентом, подтверждает обязательство эмитента вернуть владельцу облигации ее номинальную стоимость в предусмотренный условиями размещения облигаций срок и выплатить доход по облигации, если иное не предусмотрено условиями размещения.

Облигации размещаются в документарной или бездокументарной форме.

Эмитент, в порядке, установленном Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку, может размещать процентные, целевые и дисконтные облигации.

Процентные облигации - облигации, по которым предусматривается выплата процентных доходов.

Целевые облигации - облигации, выполнение обязательств по которым разрешается товарами и/или услугами в соответствии с требованиями, установленными условиями размещения таких облигаций.

Дисконтные облигации - облигации, которые размещаются по цене, ниже их номинальной стоимости. Разница между ценой приобретения и номинальной стоимостью облигации выплачивается владельцу облигации во время ее погашения и составляет доход (дисконт) по облигации.

Облигации могут размещаться с фиксированным сроком погашения, единым для всего выпуска. Досрочное погашение облигаций по требованию их владельцев разрешается в случае, когда такая возможность предусмотрена условиями размещения облигаций, которыми определены порядок установления цены досрочного погашения облигаций и срок, в который облигации могут быть предъявлены для досрочного погашения.

Погашение облигаций может осуществляться деньгами или имуществом в соответствии с условиями размещения облигаций.

Облигация имеет номинальную стоимость, определенную в национальной валюте, а если это предусмотрено условиями размещения облигаций - в иностранной валюте.

Эмитент может размещать именные облигации и облигации на предъявителя. Обращение облигаций разрешается после регистрации Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку отчета о результатах размещения облигаций и выдачи свидетельства о регистрации выпуска облигаций.

В сертификате облигации указываются название вида ценной бумаги, наименование и местонахождение эмитента, международный идентификационный номер ценной бумаги, номинальная стоимость облигации, общая сумма выпуска, срок погашения, размер и сроки выплаты процентов (для процентной облигации), дата принятия решения о размещении облигаций, серия и номер сертификата облигации, подпись руководителя эмитента или другого уполномоченного лица, засвидетельствованная печатью эмитента.

В сертификате именной облигации обязательно указывается имя владельца.



К сертификату процентной облигации на предъявителя добавляется купон (купонный лист). В купоне (купонном листе) указываются серия и номер сертификата облигации, по которой выплачиваются проценты, наименование и местонахождения эмитента, сроки выплаты процентов. На каждом купоне (купонном листе) указывается его порядковый номер.

Продажа облигаций осуществляется в национальной валюте, а если это предусмотрено законодательством и условиями их размещения, - в иностранной валюте.

Облигации предприятий

Облигации предприятий размещаются юридическими лицами только после полной оплаты своего уставного капитала.

Облигации предприятий подтверждают обязательство эмитента по ним, но не дают право на участие в управлении эмитентом.

Не допускается размещение облигаций предприятий для формирования и пополнения уставного капитала эмитента, а также покрытия убытков от хозяйственной деятельности путем зачисления дохода от продажи облигаций как результата текущей хозяйственной деятельности.

Юридическое лицо имеет право размещать облигации на сумму, которая не превышает трехкратного размера собственного капитала или размера обеспечения, предоставляемого ему с этой целью третьими лицами.

Условия размещения облигаций, которые размещаются акционерным обществом, могут предусматривать возможность их конвертации в акции акционерного общества (конвертируемые облигации).

Решение о размещении облигаций предприятий принимается соответствующим органом управления эмитента в соответствии с нормами законов, которые регулируют порядок создания, деятельности и прекращения деятельности юридических лиц соответствующей организационно-правовой формы.

Регистрацию выпуска облигаций предприятий осуществляет Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку в установленном ею порядке.

Государственные облигации Украины

Государственные облигации Украины могут быть:

- долгосрочные - свыше пяти лет;
- среднесрочные - от одного до пяти лет;
- краткосрочные - до одного года.

Государственные облигации Украины разделяются на облигации внутренних государственных займов Украины, облигации внешних государственных займов Украины и целевые облигации внутренних государственных займов Украины.

Облигации внутренних государственных займов Украины - государственные ценные бумаги, которые размещаются исключительно на внутреннем фондовом рынке и подтверждают обязательство Украины относительно возмещения предъявителям этих облигаций их номинальной стоимости с выплатой дохода в соответствии с условиями размещения облигаций.

Целевые облигации внутренних государственных займов Украины - облигации внутренних государственных займов, эмиссия которых является источником финансирования дефицита государственного бюджета в объемах, предусмотренных для этой цели Законом о Государственном бюджете Украины на соответствующий год, и в границах предельного размера государственного долга. Основным реквизитом таких целевых облигаций внутренних государственных займов Украины является указание предусмотренного законом о Государственном бюджете Украины на соответствующий год направления использования привлеченных от размещения таких облигаций средств.

Облигации внешних государственных займов Украины - государственные долговые ценные бумаги, которые размещаются на международных фондовых рынках и подтверждают обязательство Украины возместить



предъявителям этих облигаций их номинальную стоимость с выплатой дохода в соответствии с условиями выпуска облигаций.

Эмиссия государственных облигаций Украины является частью бюджетного процесса и не подлежит регулированию Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку. Эмиссия государственных облигаций Украины регулируется законом Украины о Государственном бюджете Украины на соответствующий год, которым устанавливаются предельные размеры государственного внешнего и внутреннего долга. Решение о размещении облигаций внешних и внутренних государственных займов Украины и условия их выпуска принимается в соответствии с Бюджетным кодексом Украины.

Условия размещения и погашения облигаций внутренних государственных займов Украины и целевых облигаций внутренних государственных займов Украины, не определенных условиями размещения, устанавливаются Министерством финансов Украины в соответствии с законодательством.

Национальный банк Украины выполняет операции по обслуживанию государственного долга, связанные с размещением облигаций внутренних государственных займов и целевых облигаций внутренних государственных займов Украины, их погашением и выплатой доходов по ним, а также осуществляет депозитарную деятельность относительно этих ценных бумаг. Порядок проведения операций, связанных с размещением этих облигаций, устанавливается Национальным банком Украины по согласованию с Министерством финансов Украины. Особенности осуществления депозитарной деятельности с государственными облигациями Украины определяются Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку совместно с Национальным банком Украины.

Размещение, обслуживание и погашение облигаций внешних государственных ссуд Украины осуществляет Министерство финансов Украины, которое может привлекать для этого

банки, инвестиционные компании и т.п. Отношения между Министерством финансов Украины и этими организациями регулируются соответствующими договорами.

Государственные облигации Украины могут быть именными или на предъявителя, размещаться в документарной или бездокументарной форме.

Продажа облигаций внутренних государственных займов осуществляется в национальной валюте, а облигаций внешних государственных займов Украины - в валюте заимствования.

Выплата доходов и погашение государственных облигаций Украины осуществляются деньгами или при согласии сторон государственными облигациями Украины других видов.

Облигации местных займов

К облигациям местных займов принадлежат облигации внутренних и внешних местных займов.

Решение о размещении облигаций местных займов принимает Верховная Рада Автономной Республики Крым или городской совет в соответствии с требованиями, установленными бюджетным законодательством.

Регистрацию выпуска облигаций местных займов осуществляет Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку в установленном ею порядке.

Особенности погашения и реализации прав по облигациям местных займов определяются условиями их размещения.

Казначейские обязательства Украины

Казначейское обязательство Украины - государственная ценная бумага, которая размещается среди физических лиц исключительно на добровольных началах, удостоверяет факт задолженности Государственного бюджета Украины перед владельцем казначейского обязательства Украины, дает владельцу право на получение денежного дохода и погашается в соответствии с условиями размещения казначейских обязательств Украины.



Эмиссия казначейских обязательств Украины является частью бюджетного процесса и не подлежит регулированию Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку.

Погашение и уплата дохода по казначейским обязательствам Украины гарантируется доходами Государственного бюджета Украины.

Казначейские обязательства Украины могут быть:

- долгосрочные - свыше пяти лет;
- среднесрочные - от одного до пяти лет;
- краткосрочные - до одного года.

Эмитентом казначейских обязательств Украины выступает государство в лице Министерства финансов Украины по поручению Кабинета Министров Украины.

Казначейские обязательства Украины могут быть именными или на предъявителя, размещаться в документарной или бездокументарной форме.

В случае размещения казначейских обязательств Украины в документарной форме выдается сертификат, в котором указываются вид ценной бумаги, наименование и местонахождение эмитента, сумма платежа, дата выплаты денежного дохода, дата погашения, указание места, в котором должно быть осуществлено погашение, дата и место выдачи казначейского обязательства Украины, серия и номер сертификата казначейского обязательства Украины, подпись руководителя эмитента или другого уполномоченного лица, засвидетельствованная печатью эмитента. В сертификате именного казначейского обязательства Украины также указывается имя владельца.

Особенности погашения и реализации прав по казначейским обязательствам Украины определяются условиями их размещения.

Решение о размещении казначейских обязательств Украины принимается в соответствии с Бюджетным кодексом Украины. В решении предусматриваются условия разме-

щения и погашения казначейских обязательств Украины.

Условия размещения казначейских обязательств Украины могут предусматривать их погашение путем уменьшения обязательств перед Государственным бюджетом Украины владельца казначейского обязательства Украины на стоимость этого обязательства.

Особенности осуществления депозитарной деятельности с казначейскими обязательствами Украины определяются Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку совместно с Национальным банком Украины.

Сберегательные (депозитные) сертификаты

Сберегательный (депозитный) сертификат - ценная бумага, которая подтверждает сумму вклада, внесенного в банк, и права вкладчика (владельца сертификата) на получение после окончания установленного срока суммы вклада и процентов, установленных сертификатом, в банке, который его выдал.

Сберегательные (депозитные) сертификаты размещаются на определенный срок (под проценты, предусмотренные условиями их размещения). Сберегательные (депозитные) сертификаты могут быть именными или на предъявителя. Именные сберегательные (депозитные) сертификаты размещаются в бездокументарной форме, а на предъявителя - в документарной.

В сберегательном (депозитном) сертификате в документарной форме указываются вид ценной бумаги, наименование и местонахождение банка, который выпустил сертификат, серия и номер сертификата, дата выпуска, сумма депозита, процентная ставка, срок получения вклада, подпись руководителя банка или другого уполномоченного лица, засвидетельствованная печатью банка.

Уступка сберегательного (депозитного) сертификата осуществляется путем заключения договора между лицом, уступающим права по сертификату, и лицом, приобретающим эти права.



Доход по сберегательным (депозитным) сертификатам выплачивается во время предъявления их для оплаты в банк, который разместил эти сертификаты.

В случае досрочного предъявления сберегательного (депозитного) сертификата к оплате банк выплачивает сумму вклада и проценты (по вкладам до востребования), если условиями выпуска сертификата не предусмотрено другой размер процентов.

Вексель

Вексель - ценная бумага, которая удостоверяет безусловное денежное обязательство векселедателя или его приказ третьему лицу оплатить после наступления срока платежа определенную сумму владельцу векселя (векселедержателю).

Вексели бывают простые или переводные и существуют исключительно в документальной форме.

Вексель простой - вексель, который содержит обязательство векселедателя оплатить в указанный срок определенную сумму денег владельцу векселя (векселедержателю).

Вексель переводной - вексель, который содержит письменный приказ одного лица (юридического или физического) другому лицу оплатить в указанный срок определенную сумму денег третьему лицу.

В соответствии с Унифицированным законом о переводных векселях и простых векселях [5]:

Простой вексель должен содержать:

- 1) наименование "простой вексель", которое включено в текст документа и выражено тем языком, на котором этот документ составлен;
- 2) безусловное обязательство выплатить определенную сумму денег;
- 3) указание срока платежа;
- 4) указание места, в котором должен быть осуществлен платеж;
- 5) наименование лица, которому или приказу которого должен быть осуществлен платеж;

6) указание даты и места составления простого векселя;

7) подпись лица, которое выдает документ (векселедатель).

Документ, в котором отсутствует любой из указанных реквизитов, не имеет силы простого векселя, за исключением следующих случаев:

- Простой вексель, срок платежа в котором не указан, считается подлежащим оплате по предъявлению.

- При отсутствии особого указания, место, где выдан документ, считается местом платежа и, вместе с тем, местом проживания векселедателя.

- Простой вексель, в котором не указано место его выдачи, считается выданным в месте, указанном рядом с наименованием векселедателя.

Переводной вексель должен содержать:

- 1) Наименование "переводной вексель", которое включено в текст документа и выражено тем языком, на котором этот документ составлен;
- 2) Безусловный приказ оплатить определенную сумму денег;
- 3) Наименование лица, которое должно платить (трассат);
- 4) Указание срока платежа;
- 5) Указание места, в котором должен быть осуществлен платеж;
- 6) Наименование лица, которому или приказу которого должен быть осуществлен платеж;
- 7) Указание даты и места составления векселя;
- 8) Подпись лица, которое выдает вексель (трассант).

Документ, в котором отсутствует любой из указанных реквизитов, не имеет силы переводного векселя, за исключением случаев аналогичных описанным для простого векселя.

В переводном векселе, подлежащем оплате сразу после предъявления или в определенный срок после предъявления, трассант



может обусловить, что на сумму, подлежащую оплате, будут начисляться проценты. В любом другом переводном векселе такое условие считается ненаписанным. Процентная ставка должна быть указана в векселе; при отсутствии такого указания условие считается ненаписанным. Проценты начисляются с даты выдачи переводного векселя, если не указана другая дата.

Переводной вексель, как и простой, может быть передан путем *индоссамента*. Индоссамент должен быть безусловным. Любое ограничивающее его условие считается ненаписанным. Индоссамент переносит все права, которые возникают по переводному векселю. Переводной вексель может до наступления срока платежа быть предъявлен держателем или лицом, у которой вексель находится, для *акцепта* трассату по месту его нахождения. Путем акцепта трассат обязывается осуществить платеж по переводному векселю при наступлении срока платежа. Акцепт выражается словом "акцептованный" или каким-нибудь другим равнозначным словом. Он подписывается трассатом. Простая подпись трассата, сделанная на лицевой стороне векселя, имеет силу акцепта.

Платеж по переводному векселю может быть обеспечен *авалем* полностью или в части его суммы. Обеспечение может быть предоставлено третьим лицом или даже одним из лиц, которые поставили свою подпись на векселе. Аваль выражается словами "считать авалем" или какой-нибудь другой равнозначной формулировкой. Он подписывается тем, кто предоставляет аваль. Считается, что для осуществления авала достаточно одной лишь подписи, совершенной авалистом на лицевой стороне векселя, если только эта подпись не совершена трассатом или трассантом. В авале должно быть указано, за кого он выдан. В случае отсутствия такого указания он считается выданным за трассанта.

Переводной вексель может быть выдан с таким сроком платежа:

- по предъявлению;

- в определенный срок от предъявления;
- в определенный срок от даты составления;
- на определенную дату.

Все трассанты, акцептанты, индоссанты и лица, которые обеспечивают авалем платежей по переводному векселю, являются солидарно обязанными перед держателем. Держатель имеет право предъявить иск к каждому из этих лиц отдельно и ко всем вместе, при этом не обязательно придерживаясь той последовательности, в которой они обязались.

Исковые требования к акцептанту, которые следуют из переводного векселя, погашаются с окончанием трех лет, которые вычисляются с даты наступления срока платежа.

Исковые требования держателя к индоссантам и к трассанту погашаются по окончании одного года от даты протеста, осуществленного в установленный срок, или от даты наступления срока платежа, если есть предостережение "оборот без расходов".

Источники:

1. Гражданский Кодекс Украины 435-IV от 16.01.2003г.
2. Положение (стандарт) бухгалтерского учета 10 «Дебиторская задолженность», утвержденное Приказом Министерства финансов Украины № 237 от 08.10.1999г.
3. Положение (стандарт) бухгалтерского учета 2 «Баланс», утвержденное Приказом Министерства финансов Украины № 87 от 31.03.1999г.
4. Закон Украины «О ценных бумагах и фондовом рынке» N 3480-IV от 23.02.2006г.
5. Унифицированный закон о переводных векселях и простых векселях, введенный в действие Женевской вексельной конвенцией от 07.06.1930г. (вступление в силу в Украине: 06.01.2000г.)



3. АЛГОРИТМ ОЦЕНКИ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ



Определение стоимости долговых обязательств требует от оценщика выполнения следующего комплекса действий, предусмотренного ст.51 Национального стандарта № 1 «Общие положения оценки имущества и имущественных прав» [1]:

- заключение договора на проведение оценки;
- ознакомление с объектом оценки, сбор и обработка исходных данных и другой информации, необходимой для проведения оценки;
- идентификация объекта оценки и связанных с ним прав, анализ возможных ограничений и предостережений, которые могут сопровождать процедуру проведения оценки и использования ее результатов;
- выбор необходимых методических подходов, методов и оценочных процедур, в наиболее полной мере соответствующих цели оценки и выбранной базе, определенным в договоре на проведение оценки, и их применения;
- согласование результатов оценки, полученных с применением разных методических подходов;
- составление отчета об оценке имущества и вывода о стоимости объекта оценки на дату оценки;
- доработка (актуализация) отчета и вывода о стоимости объекта оценки на новую дату (в случае необходимости).

Каждый этап этого алгоритма при оценке долговых обязательств имеет свою специфику, которую оценщику необходимо учитывать.

На этапе заключения договора на проведение оценки оценщику необходимо уделить особое внимание соответствию цели оценки и виду стоимости, подлежащему определению в ходе оценки.

Согласно требованию ст. 12 Национального стандарта № 1 «Общие положения оценки имущества и имущественных прав», ис-

пользование рыночной стоимости как базы оценки во время заключения договора на проведение оценки имущества возможно при условии соответствия сделки, в связи с которой проводится оценка, содержанию понятия рыночной стоимости. При этом условия такого соглашения не должны предусматривать какие-нибудь дополнительные ограничения или требования, которые влияют на будущую экономическую выгоду от использования покупателем объекта оценки.

Выбор вида стоимости, подлежащей определению, зависит от цели оценки (табл.3.1).

Таблица 3.1
Типичные цели оценки/виды стоимости при оценке долговых обязательств

Цели оценки	Виды стоимости
Купля/продажа на рынке	Рыночная
Купля/продажа конкретным инвестором	Инвестиционная, рыночная
Передача в залог/ Реализация залога	Ликвидационная

На этапе ознакомления с объектом оценки, сбора и обработки исходных данных и другой информации, необходимой для проведения оценки, оценщику может потребоваться:

- правоустанавливающая документация, связанная с оцениваемыми долговыми обязательствами (договора, в соответствии с которыми возникли обязательства, сертификаты ценных бумаг, учредительные документы должника и т.д.);

- финансовая отчетность должника и солидарных ответчиков по долговым обязательствам (годовые и промежуточные балансы, отчеты о финансовых результатах за последние 2-3 года);

- данные котировок оцениваемых или аналогичных долговых обязательств, имеющих обращение на фондовом рынке;

- портрет национальной экономики (ВВП, бюджет, экспорт/импорт, прямые иностранные инвестиции, инфляция, курсы национальной валюты и т.д.).

На этапе идентификации объекта оценки и связанных с ним прав, анализа возможных ограничений и предостережений, которые могут сопровождать процедуру проведения оценки и использования ее результатов, оценщику необходимо определиться с:

- наличием обязательных реквизитов и соответствием формы документов, фиксирующих долговые обязательства, требованиям действующего законодательства;

- правовой возможностью отчуждения долговых обязательств;

- плательщиком/плательщиками по долговым обязательствам;

- информацией о финансовом состоянии и результатах деятельности плательщика(ов) по долговым обязательствам, предопределяющих их экономическую способность выполнить соответствующие обязательства.

На этапе выбора необходимых методических подходов, методов и оценочных процедур, в наиболее полной мере соответствующих цели оценки и выбранной базе, определенным в договоре на проведение оценки, и их применения, оценщику необходимо учитывать следующее:

- Применение сравнительного подхода при оценке таких видов долговых обязательств как дебиторская задолженность и не котируемые на фондовом рынке долговые ценные бумаги представляется нецелесообразным в силу их недостаточно активного оборота, затрудняющего нахождение рыночной информации о реальных сделках с аналогичными объектами. Вместе с тем при оценке долговых ценных бумаг, котируемых на фондовом рынке, сравнительный подход может использоваться в качестве основного.

- Применение затратного подхода при оценке долговых обязательств, как правило, не является оправданным, поскольку для данного типа объектов наиболее вероятным способом «воссоздания» является их приобретение на рынке, что, по сути, приводит к совпа-

дению затратного и сравнительного подходов для данного типа объектов.

- Доходный подход, как правило, является наиболее предпочтительным при оценке дебиторской задолженности и не котируемых на фондовом рынке долговых ценных бумаг (к примеру, векселей), поскольку в наибольшей мере учитывает экономическую сущность подобных объектов. Этот подход также может быть полезен и при оценке котируемых на фондовом рынке долговых ценных бумаг.

На этапе согласования результатов оценки, полученных с применением разных методических подходов, оценщику, как правило, целесообразно ориентироваться, прежде всего, на результаты, полученные с применением:

- доходного подхода - в случае оценки дебиторской задолженности и не котируемых на фондовом рынке долговых ценных бумаг;

- сравнительного подхода - в случае оценки котируемых на фондовом рынке долговых ценных бумаг (а доходный подход использовать в качестве вспомогательного).

На этапе составления отчета об оценке имущества и вывода о стоимости объекта оценки на дату оценки, оценщику целесообразно включить в качестве приложений к отчету об оценке соответствующие заключения с результатами анализа юридического и экономического качества оцениваемых долговых обязательств.

В случае доработки (актуализации) отчета и вывода о стоимости объекта оценки на новую дату, оценщику понадобится учесть ключевые изменения внешней и внутренней экономической среды, а также изменения нормативно-правовой базы, влияющие на ценность конкретных долговых обязательств.

Источники:

1. Национальный стандарт № 1 «Общие положения оценки имущества и имущественных прав», утвержденный Постановлением Кабинета Министров Украины №1440 от 10.09.2003г.



4. МОДЕЛЬ ОЦЕНКИ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ



В общем виде модель определения рыночной стоимости долговых обязательств в рамках доходного подхода (для типичного случая ежемесячного декурсивного начисления сложных процентов) может быть представлена следующим образом:

$$V_m = \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{\left(1 + \frac{i}{12}\right)^t} \times p_j \times p_e \quad (4.1)$$

где V_m – рыночная стоимость долговых обязательств (ден.ед.);

CF_t – денежный поток (FSC-поток¹) в t -й месяц (ожидаемые поступления кредитора) от выполнения долговых обязательств (ден.ед.);

i – годовая ставка дисконта (%);

t – порядковый номер месяца;

N – период дисконтирования (период, на протяжении которого ожидается получение денежных потоков (FSC-потоков) от выполнения долговых обязательств), мес.;

p_j – вероятность того, что должник (плательщик) будет обязан выполнить долговые обязательства с юридической точки зрения;

p_e – вероятность того, что должник (плательщик) будет в состоянии выполнить долговые обязательства с экономической точки зрения.

Применение данной модели, построенной на основе метода оценки прав требования выполнения обязательств GMIRE (*Galasyuk's method of incorporeal rights evaluation*) [1], позволяет адекватно учесть не только различное распределение во времени денежных потоков, характерное для разных типов долговых обязательств, но и юридическое и экономическое качество этих долговых обязательств, которое в конечном итоге и формирует их стоимость.

¹ Free solely cash flow – исключительно денежный поток (в отличие от денежного потока не включает эквиваленты денежных средств).

На рис. 4.1. представлен алгоритм использования базовой модели определения рыночной стоимости долговых обязательств в рамках доходного подхода.

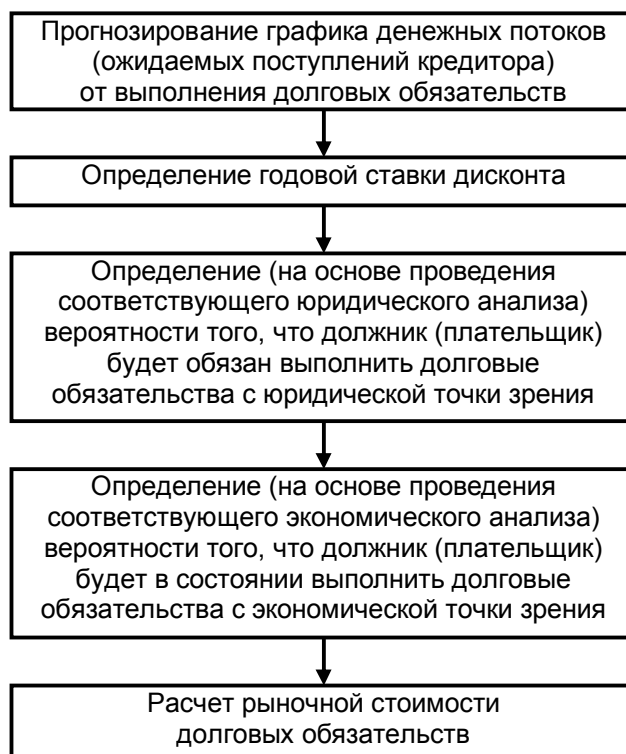


Рис.4.1. Алгоритм использования базовой модели определения рыночной стоимости долговых обязательств доходным подходом

Комментарии к этапам алгоритма

Прогнозирование графика денежных потоков (ожидаемых поступлений кредитора) от выполнения долговых обязательств должно осуществляться исходя из характеристик конкретных долговых обязательств (сроки и суммы погашения, возможные выплаты процентов и др.), а также с учетом особенностей действующего законодательства (например, в Украине задолженность по просроченному переводному векселю может быть взыскана с акцептанта и в течении срока исковой давности - 3 года).

Определение годовой ставки дисконта должно осуществляться на основании рыночной информации о доходности общедоступных (поскольку оценивается рыночная стоимость) альтернативных направлений инвести-



рования с минимальными рисками (например, на основе годовых процентных ставок по депозитным вкладам надежных банков). Отражать какие-либо риски в ставке дисконта при расчете рыночной стоимости нецелесообразно [2,3], кроме того, параметры p_j и p_e специально предназначены для адекватного учета соответствующих рисков.

Определение вероятности того, что должник (плательщик) будет обязан выполнить долговые обязательства с юридической точки зрения требует проведения профессионального юридического анализа, который может быть выполнен юридическим подразделением/юристом оценочной компании или же независимой юридической компанией/юристом. Методика такого анализа является одним из ноу-хау консалтинговой группы «КАУПЕРВУД» (www.galasyuk.com) в сфере юриспруденции. Фрагменты одного из простейших заключений, подготовленного на ее основе при оценке векселя представлены в примере, приведенном в разделе 6 «Пример оценки долговых обязательств».

Определение вероятности того, что должник (плательщик) будет в состоянии выполнить долговые обязательства с экономической точки зрения требует проведения специального экономического анализа, который может быть выполнен самим оценщиком или профессиональным финансовым аналитиком².

В качестве метода осуществления такого анализа может успешно применяться упрощенный метод оценки кредитоспособности компаний SGMCA (*Simplified Galasyuks' method of credit analysis*) [4-10], предполагающий использование данных публичной финансовой отчетности компании-плательщика по долговым обязательствам. Описание указанного метода представлено в разделе 6 «Оценка экономического качества долговых обязательств».

² Интернет-сайт Украинского общества финансовых аналитиков: www.usfa.org.ua

Следует отметить, что определение рыночной стоимости долговых обязательств, котируемых на фондовой бирже, в рамках сравнительного подхода производится стандартными методами, аналогичными применяемым при оценке других объектов с использованием указанного подхода.

Источники:

1. Галасюк В.В., Галасюк В.В. GMIRE - метод оценки прав требования выполнения обязательств, базирующийся на концепции CCF (Galasyuks' method of incorporeal rights evaluation)//Государственный информационный бюллетень о приватизации.-2003.-№2.-С.38-41.
2. Галасюк Валерий, Галасюк Виктор, Вишневская Анастасия. Метод NPV: фундаментальные недостатки // Финансовый директор.-2005.-№ 2(30).-С.12-19.
3. Галасюк Валерий, Галасюк Виктор, Вишневская Анастасия. CCF – лучшая альтернатива NPV//Финансовый директор.-2005.-№3(31).-С.16-22.
4. Галасюк В., Галасюк В. SGMCA - спрощений метод оцінки кредитоспроможності компанії на основі міжнародних стандартів бухгалтерського обліку//Вісник Національного банку України.-2006.-№ 10.-С.14-17.
5. www.galasyuk.com
6. Галасюк В.В., Галасюк В.В. Оцінка кредитоспроможності позичальників: що оцінюємо?//Вісник НБУ.-2001.-№5.-С.54-56.
7. Галасюк В.В., Галасюк В.В. Проблеми оцінки кредитоспроможності позичальників//Вісник НБУ.-2001.-№9.-С.54-57.
8. Галасюк Валерій, Галасюк Віктор Методика оцінки кредитоспроможності позичальників//Вісник НБУ.-2002.-№2.-С.39-45.
9. Галасюк Валерій, Галасюк Віктор Методика оцінки кредитоспроможності позичальників (аналіз здатності позичальника генерувати SC-потоки)//Вісник НБУ.-2002.-№7.-С.38-44.
10. Галасюк Валерій, Галасюк Віктор Оцінка кредитоспроможності позичальника (зіставлення умов кредитування і здатності позичальника генерувати FSC-потоки)//Вісник НБУ.-2002.-№11.-С.42-46.



5. ОЦЕНКА ЮРИДИЧЕСКОГО КАЧЕСТВА ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ



Оценка юридического качества долговых обязательств является неотъемлемой составляющей процесса определения стоимости данных активов. Оценщик должен в полной мере осознавать этот факт, осуществляя какие-либо экономические расчеты, связанные с конкретными долговыми обязательствами. Ведь какой бы высокой не была кредитоспособность должника, в случае если долговые обязательства оформлены не надлежащим образом с юридической точки зрения, они могут вообще не иметь никакой стоимости, не налагая, по сути, ни на кого никаких обязанностей по передаче экономических благ.

Например, много ли будет стоить вексель, выписанный на 100 миллионов гривен, и не скрепленный печатью векселедателя? Или депозитный сертификат, подписанный лицом, не уполномоченным для осуществления подобных операций, например, уборщицей банка? Или облигация, в сертификате которой не указан срок погашения?

Таким образом, ни идеальное финансовое состояние должника, ни впечатляющие финансовые результаты его деятельности сами по себе вовсе не являются необходимым и достаточным условием того, что долговые обязательства указанного субъекта будут обладать какой-либо стоимостью.


В случае если юридический анализ долговых обязательств демонстрирует то, что они, по сути, не являются таковыми, и не обязывают должника к передаче каких-либо экономических благ кредитору, проводить экономические расчеты с целью определения стоимости таких активов просто бессмысленно. Именно поэтому оценка юридического качества долговых обязательств должна всегда предшествовать оценке экономического качества таких активов.

Только оценив юридическое качество тех или иных долговых обязательств можно переходить к оценке их экономического качества и последующему расчету их стоимости, учитывая результаты обоих этих оценок.



6. ОЦЕНКА ЭКОНОМИЧЕСКОГО КАЧЕСТВА ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ



ценка способности компании-должника (плательщика) выполнить свои долговые обязательства, предопределяющая их экономическое качество, а, следовательно, и их стоимость, производится на основании публичной финансовой отчетности с использованием двух ключевых показателей: базового кредитного рейтинга долговых обязательств и критического кредитного рейтинга долговых обязательств, которые определяются по методу SGMCA (*simplified Galasyuks' method of credit analysis*).

Суть и интерпретация базового кредитного рейтинга

Базовый кредитный рейтинг долговых обязательств характеризует способность компании выполнить эти обязательства в ходе нормальной деятельности при сохранении сложившихся в прошлом тенденций. Величина этого рейтинга определяется исходя из возможности компании направлять на погашение оцениваемого обязательства денежные средства, генерируемые в ходе текущей деятельности (формула 6.2).

Величина базового кредитного рейтинга долговых обязательств демонстрирует во сколько раз способность компании выполнить конкретные обязательства при нормальной деятельности и сохранении сложившихся в прошлом тенденций превосходит необходимость их выполнения.

Если значение базового кредитного рейтинга долговых обязательств равняется или превосходит единицу, то это свидетельствует о способности компании в полной мере выполнить эти обязательства при нормальной деятельности и сохранении сложившихся в прошлом тенденций.

Если же значение базового кредитного рейтинга долговых обязательств оказывается меньшим единицы, то это свидетельствует о недостаточной способности компании в полной мере выполнить эти обязательства при нормальной деятельности и сохранении сложившихся в прошлом тенденций.

Определение базового кредитного рейтинга долговых обязательств

Основными этапами определения базового кредитного рейтинга долговых обязательств являются:

- **Определение периода прогнозирования.** Периодом прогнозирования считается период, который начинается с даты оценки и на протяжении которого ожидаются поступления денежных средств от выполнения долговых обязательств.
- **Прогнозирование финансовых результатов деятельности компании (прибыли или убытка) на будущее³.** На основании данных отчетов о финансовых результатах компании и другой имеющейся информации, осуществляется прогнозирование ее финансовых результатов на период в будущем, в течении которого предполагается выполнение оцениваемых долговых обязательств [1].
- **Определение коэффициента пересчета прибыли в FSC-потоки.** На основании данных баланса компании с использованием метода SGMLV (*simplified Galasyuks' method of liquidation value evaluation*) [2-4] определяется ориентировочное значение коэффициента отношения ликвидационной стоимости активов к их рыночной стоимости (WAK_L), характеризующего их ликвидность:

$$WAK_L = \frac{V_L}{V_M}, \quad (6.1)$$

³ При выполнении такого прогнозирования необходимо учитывать эффект «G-гиперболизма», в результате искажающего влияния которого, например, сохранение стабильных темпов ежегодного роста прибыли на уровне 10% подразумевает необходимость роста скорости увеличения прибыли в денежном выражении ден.ед./год. Подробнее см. [4-10].



где WAK_L – коэффициент отношения ликвидационной стоимости активов к их рыночной стоимости;

V_L – суммарная ликвидационная стоимость активов компании;

V_M – суммарная рыночная стоимость активов компании.

- **Определение FSC-потоков.** FSC-потоки компании (исключительно денежные потоки, которые могут быть направлены на погашение оцениваемого обязательства) рассчитываются по методу SGMCA на основании прогнозируемых финансовых результатов компании с корректировкой на соответствующий уровень ликвидности [1-4]. При этом в соответствии с методом SGMCA, прибыль пересчитывается в FSC-поток путем умножения ее величины на коэффициент отношения ликвидационной стоимости активов компании к их рыночной стоимости (WAK_L), а убыток принимается в качестве величины FSC-потока без дополнительной корректировки [1].
- **Расчет приведенной стоимости FSC-потоков.** Прогнозируемые величины FSC-потоков компании дисконтируются для определения их приведенной стоимости [1].
- **Расчет приведенной стоимости платежей, связанных с выполнением долговых обязательств.** Прогнозируемые платежи компании, предназначенные для выполнения оцениваемых долговых обязательств, дисконтируются для определения их приведенной стоимости [1].
- **Вычисление базового кредитного рейтинга долговых обязательств.** Базовый кредитный рейтинг долговых обязательств определяется по формуле [11]:

$$CR_B = \frac{PV(FSC)}{PV(L)} \quad (6.2)$$

где CR_B – базовый кредитный рейтинг долговых обязательств;

$PV(FSC)$ – приведенная стоимость FSC-потоков компании, прогнозируемых для варианта нормальной деятельности компании при сохранении сложившихся в прошлом тенденций;

$PV(L)$ – приведенная стоимость платежей, связанных с выполнением оцениваемых долговых обязательств.

Суть и интерпретация критического кредитного рейтинга

Критический кредитный рейтинг долговых обязательств характеризует способность компании выполнить эти обязательства в случае нарушения нормальной деятельности при существенном ухудшении экономических условий, вплоть до остановки бизнеса. Величина этого рейтинга определяется исходя из возможности компании направить на погашение оцениваемого обязательства денежные средства от распродажи активов в случае прекращения деятельности.

Величина критического кредитного рейтинга долговых обязательств демонстрирует во сколько раз способность компании выполнить конкретные обязательства в случае прекращения деятельности и распродажи активов превосходит необходимость их выполнения.

Если значение критического кредитного рейтинга долговых обязательств равняется или превосходит единицу, это свидетельствует о способности компании в полной мере выполнить эти обязательства в случае прекращения деятельности и распродажи активов.

Если же значение критического кредитного рейтинга долговых обязательств оказывается меньшим единицы, то это свидетельствует о недостаточной способности компании в полной мере выполнить эти обязательства в случае прекращения деятельности и распродажи активов.



Определение критического кредитного рейтинга долговых обязательств

Основными этапами определения критического кредитного рейтинга долговых обязательств являются:

- **Определение периода прогнозирования.** Периодом прогнозирования считается фиксированный период экспозиции активов компании при их распродаже, при условии совпадения начала этого периода с датой, с которой требование выполнения долговых обязательств становится возможным.
- **Прогнозирование выручки от реализации активов компании.** На основании имеющихся данных баланса компании, применяя принцип экстраполяции их неизменности к моменту выполнения долговых обязательств, с использованием метода определения ликвидационной стоимости SGMLV производится расчет ориентировочной суммарной ликвидационной стоимости активов компании [2].
- **Определение FSC-потоков.** FSC-потоки компании (исключительно денежные потоки, которые могут быть направлены на погашение оцениваемого обязательства) на основании метода SGMCA принимаются равными суммарной ликвидационной стоимости активов компании за вычетом величины обязательств компании, скорректированной на величину оцениваемых долговых обязательств [1]. При этом, по сути, предполагается, что оцениваемые долговые обязательства могут быть выполнены лишь после выполнения остальных обязательств компании, отраженных в балансе.
- **Расчет приведенной стоимости FSC-потоков.** Прогнозируемые величины FSC-потоков компании дисконтируются для определения их приведенной стоимости [1].

- **Расчет приведенной стоимости платежей, связанных с выполнением долговых обязательств.** Прогнозируемые платежи компании, предназначенные для выполнения оцениваемых долговых обязательств, дисконтируются для определения их приведенной стоимости [1].
- **Вычисление критического кредитного рейтинга долговых обязательств.** Критический кредитный рейтинг долговых обязательств определяется по формуле [11]:

$$CR_C = \frac{PV(FSC)}{PV(L)} \quad (6.3)$$

где CR_C – критический кредитный рейтинг долговых обязательств;
 $PV(FSC)$ – приведенная стоимость FSC-потоков компании, прогнозируемых для варианта прекращения деятельности и распродажи активов;
 $PV(L)$ – приведенная стоимость платежей, связанных с выполнением оцениваемых долговых обязательств.

Оценка способности компании выполнить долговые обязательства на основании полученных рейтингов

Для оценки способности компании выполнить долговые обязательства, исходя из принципа экономической целесообразности, используется большее из двух полученных значений кредитного рейтинга долговых обязательств (рис.6.1). Это обусловлено необходимостью избежания необоснованного занижения вероятности выполнения долговых обязательств. Ведь, если базовый кредитный рейтинг долговых обязательств компании оказывается, например, равным 0,25 то это свидетельствует о прогнозируемом отсутствии у должника возможности в полной мере выполнить соответствующие обязательства, однако если при этом критический кредитный рейтинг долговых обязательств равен, например, 1,15, то это означает что в соответствии с прогно-



зом должник будет способен выполнить соответствующие долговые обязательства в полной мере в случае прекращения деятельности и распродажи активов. Таким образом, использование в данном случае базового кредитного рейтинга долговых обязательств при определении вероятности выполнения должником долговых обязательств привело бы к существенному занижению этой вероятности, непосредственно влияющей на стоимость оцениваемых долговых обязательств. В слу-

чаях же превышения значения базового кредитного рейтинга долговых обязательств над значением критического кредитного рейтинга долговых обязательств при определении вероятности выполнения соответствующих обязательств должником также необходимо руководствоваться рейтингом, имеющим более высокое значение (в указанных случаях – базовым), исходя из соображений изложенных выше.



Определение вероятности выполнения долговых обязательств

Вероятность выполнения оцениваемых долговых обязательств с экономической точки зрения (p_e) определяется на основании величины их кредитного рейтинга (большого из значений базового и кредитного рейтингов) по следующей шкале (табл.6.1.). При этом предполагается добросовестность должника (плательщика), при которой наличие возможности выполнения долговых обязательств автоматически означает их выполнение.

Таблица 6.1

Шкала определения вероятности выполнения долговых обязательств с экономической точки зрения (p_e)

Значение кредитного рейтинга CR	Значение вероятности выполнения долговых обязательств с экономич. точки зрения (p_e)
$CR \leq 0$	$p_e = 0$
$0 < CR < 1$	$p_e = CR$
$CR \geq 1$	$p_e = 1$

Источники:

1. Галасюк В., Галасюк В. SGMCA - спрощений метод оцінки кредитоспроможності компанії на основі міжнародних стандартів бухгалтерського обліку//Вісник Національного банку України.-2006.-№ 10.-С.14-17.

2. Галасюк Валерий, Виктор Галасюк, Игорь Гончар SGMLV – Упрощенный метод оценки ликвидационной стоимости активов компании// Банковский аудитор.-2004.-№1.-С.6-11.

3. Галасюк В.В. Галасюк В.В. Определение ликвидационной стоимости по методу Галасюков (GMLV). Под ред. Галасюка В.В. – Днепропетровск: ОАО «Издательство „Зоря”», 2007.– 312с.

4. www.galasyuk.com

5. Галасюк В.В., Галасюк В.В. Эффект "G-гиперболизма" или как сравнивать несравнимое//Вопросы оценки.-2003.-№1.-С.38-42.

6. Галасюк В.В., Галасюк В.В. Как использовать эффект "G-гиперболизма"// Аудитор України.-2005.-№4.-С.21-27.

7. Галасюк В.В., Зимин А.В., Галасюк В.В. Осторожно - индексы роста! Или еще раз об эффекте "G-гиперболизма" //Аудитор України.-2005.-№2.-С.17-22.

8. Галасюк В.В., Порхун Е.И. Является ли „золотое правило экономики предприятия” действительно золотым? Или еще раз об эффекте „G-гиперболизма”//Государственный информационный бюллетень о приватизации.-2006.-№7.-С.20-25.

9. Галасюк В.В. Почему темпы роста и индексы не отражают реальную динамику процес сов?//Вопросы оценки.-2006.-№2.-С.7-14.

10. Галасюк В.В. Чому для аналізу динаміки економічних процесів необхідно використовувати не індекси (темпи) росту, а “G-індикатор” //Матеріали міжнародної науково-практичної конференції „Проблеми і перспективи інноваційного розвитку, економіки України”– Дніпропетровськ – НГУ.- 2006.-С.7-8.

11. Галасюк Валерий, Галасюк Виктор, Вишневская-Галасюк Анастасия, Сорока Мария. Реагирует ли украинский инвестор на уровень кредитных рисков корпоративных облигаций? //Экспресс-анализ законодательных и нормативных актов.-2003.-№29.-С.19-20.



7. ПРИМЕР ОЦЕНКИ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ



Определение рыночной стоимости объекта оценки (24 простых векселя, эмитированных ЗАО «ААА») осуществлено на основе модели, представленной в разделе 4 «Модель оценки долговых обязательств».

7.1. Пример расчета рыночной стоимости векселей

Определение годовой ставки дисконта

Годовая ставка дисконта, используемая при определении рыночной стоимости векселей, принята на уровне 17,6% (табл.7.1).

Таблица 7.1

Расчет годовой ставки дисконта*

Банк	Город	Сумма вклада, грн.		Оптимальные годовые ставки по депозитам для юридических лиц сроком на 6-12 месяцев
		От	До	
Банк А	Киев	700001	-	18%
Банк Б	Киев	1000	-	17%
Банк В	Киев	3000001	-	17,5%
Банк Г	Киев	50000	-	18%
Среднее значение процентных ставок, подлежащее использованию в качестве годовой ставки дисконта				17,6%

* Расчет произведен на основе данных финансовой статистики ИАЦ «ЛИГА» - «Депозитные ставки для юридических лиц в национальной валюте на 30 ноября 2004 года», представленной в системе информационно-правового обеспечения «ЛИГА:ЗАКОН».

Определение периода дисконтирования

В качестве периода дисконтирования принят период с даты оценки - 01.12.2004г. до даты погашения векселей - 31.03.2009г. Таким образом, продолжительность периода дисконтирования составляет 52 месяца.

Определение вероятности того, что векселедатель будет обязан выполнить обязательства по векселям с юридической точки зрения (p_j)

Значение p_j – вероятности того, что векселедатель будет обязан выполнить обязательства по векселям с юридической точки

зрения, принято равным 25% на основании Заключения юридической службы ООО фирмы «ИНКОН-ЦЕНТР», входящей в состав консалтинговой группы «КАУПЕРВУД» (см. раздел 7.2).

Определение вероятности того, что векселедатель будет в состоянии выполнить обязательства по векселям с экономической точки зрения (p_e)

Значение p_e – вероятности того, что векселедатель будет в состоянии выполнить обязательства по векселям с экономической точки зрения, принято равным 95,7% на основании Заключения департамента экономического консалтинга ООО фирмы «ИНКОН-ЦЕНТР», входящей в состав консалтинговой группы «КАУПЕРВУД» (см. раздел 7.3).

Расчет рыночной стоимости векселей

Для определения рыночной стоимости векселей была использована формула (4.1):

$$V_m = \frac{135\,201\,558,21 \text{ грн.}}{\left(1 + \frac{0,176}{12}\right)^{52}} \times \quad (7.1)$$

$$\times 0,25 \times 0,957 = 15\,171\,104,08 \text{ грн.}$$

Таким образом, рыночная стоимость оцениваемых векселей (при номинальной стоимости 135 201 558,21 грн.) на дату оценки составила 15 171 104,08 грн., что соответствует около 11,2% от номинальной стоимости данных векселей или около 46,9% от их дисконтированной номинальной стоимости.

Таким образом, экономическое и юридическое качество оцениваемых векселей потребовало снижения их стоимости на 53,1% по сравнению со стоимостью, которой они обладали бы при наивысшей оценке указанных характеристик.



7.2. Фрагмент юридического заключения, подготовленного при оценке векселей



ЮРИДИЧЕСКОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ* юридической службы ООО - фирмы «ИНКОН-ЦЕНТР» (консалтинговая группа «КАУПЕРВУД») по результатам проведения юридического анализа векселей с целью определения вероятности признания обязательств по данным векселям действительными

г. Днепропетровск

___/___/___ г.

I. Краткая характеристика векселей:

1	Вид векселей:	Простые
2	Векселедатель:	ЗАО «ААА»
3	Векселедержатель:	-----
4	Плательщик:	ЗАО «ААА»
5	Индоссанты:	-----
6	Номинал векселей:	№ xxxxxxxxxxxxxxxx – xxxxxx грн. № xxxxxxxxxxxxxxxx – xxxxxx грн. ...
7	№ и дата составления векселей:	№ xxxxxxxxxxxxxxxx; __.__.____г. № xxxxxxxxxxxxxxxx; __.__.____г. ...

II. Резюме:

На основании документации, предоставленной для проведения настоящего юридического анализа, принимая во внимание, что определение финансового состояния лиц, обязанных по указанным векселям, в том числе каких-либо финансовых рисков, связанных со способностью обязанных по векселям лиц выполнить свои обязательства по таким векселям надлежащим образом, не являлось целью настоящего юридического анализа, а также исходя из относительного характера предоставленной для проведения анализа документации и субъективного фактора проведенного исследования, можно сделать следующий вывод:

Вероятность признания обязательств по указанным выше документам действительными является ниже средней ($p_j \approx 0,25$).

III. Приложения, являющиеся неотъемлемыми частями данного юридического заключения:

- Приложение № 1 – «Документация, предоставленная для проведения юридического анализа (исходная документация)»;
- Приложение № 2 – «Критерии для определения вероятности признания обязательств по векселю действительными»;
- Приложение № 3 – «Юридический анализ исходной документации»;
- Приложение № 4 – «Оговорки к юридическому заключению».

Директор юридической службы

_____/_____/_____/



ПРИЛОЖЕНИЕ № 2

к юридическому заключению от ____ / ____ / ____ г.

К Р И Т Е Р И И

для определения вероятности
признания обязательств по векселю действительными

<p align="center">ВЕРОЯТНОСТЬ ПРИЗНАНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ПО ВЕКСЕЛЮ ДЕЙСТВИТЕЛЬНЫМИ – 0,00 ($p_j \approx 0,00$)</p>
<p>Нулевая вероятность применяется при условии, если предоставленная для проведения юридического анализа документация свидетельствует об очевидных признаках, лишающих соответствующий документ вексельной силы, в том числе о том, что обязательства по данному документу являются недействительными ($p_j \approx 0,00$).</p>
<p align="center">ВЕРОЯТНОСТЬ ПРИЗНАНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ПО ВЕКСЕЛЮ ДЕЙСТВИТЕЛЬНЫМИ – НИЖЕ СРЕДНЕЙ ($p_j \approx 0,25$)</p>
<p>Вероятность ниже средней применяется при условии, если предоставленная для проведения юридического анализа документация свидетельствует о некорректном соблюдении формы, установленной для векселей, а также о наличии несущественных признаков, негативно влияющих на вексельную силу соответствующего документа, но позволяющих признать обязательства по такому документу действительными ($p_j \approx 0,25$).</p>
<p align="center">ВЕРОЯТНОСТЬ ПРИЗНАНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ПО ВЕКСЕЛЮ ДЕЙСТВИТЕЛЬНЫМИ – СРЕДНЯЯ ($p_j \approx 0,50$)</p>
<p>Средняя вероятность применяется при условии, если предоставленная для проведения юридического анализа документация свидетельствует о надлежащем соответствии формы, установленной для векселей, но при этом имеют место несущественные признаки, негативно влияющие на вексельную силу соответствующего документа, но позволяющие признать обязательства по такому документу действительными ($p_j \approx 0,50$).</p>
<p align="center">ВЕРОЯТНОСТЬ ПРИЗНАНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ПО ВЕКСЕЛЮ ДЕЙСТВИТЕЛЬНЫМИ – ВЫШЕ СРЕДНЕЙ ($p_j \approx 0,75$)</p>
<p>Вероятность выше средней применяется при условии, если предоставленная для проведения юридического анализа документация свидетельствует о надлежащем соответствии формы, установленной для векселей, а также о наличии у соответствующего документа вексельной силы, в том числе о действительности обязательств по данному документу, но недостаточна для определения правомерности выдачи указанного документа ($p_j \approx 0,75$).</p>
<p align="center">ВЕРОЯТНОСТЬ ПРИЗНАНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ПО ВЕКСЕЛЮ ДЕЙСТВИТЕЛЬНЫМИ – ВЫСОКАЯ ($p_j \approx 1,00$)</p>
<p>Высокая вероятность применяется при условии, если предоставленная для проведения юридического анализа документация свидетельствует о надлежащем соответствии формы, установленной для векселей, о наличии у соответствующего документа вексельной силы, в том числе о действительности обязательств по данному документу, а также о правомерности выдачи указанного документа ($p_j \approx 1,00$).</p>

Директор юридической службы _____ / _____ / _____



ПРИЛОЖЕНИЕ № 3

к юридическому заключению от ____/____/____ г.

ЮРИДИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ИСХОДНОЙ ДОКУМЕНТАЦИИ (ФРАГМЕНТ) **

№ п/п	КРИТЕРИЙ ДЛЯ АНАЛИЗА			КОММЕНТАРИИ
1	Вид векселя	простой: <input checked="" type="checkbox"/>	переводной: <input type="checkbox"/>	----- ----- ----- -----
2	Вексель составлен на государственном (украинском) языке	Да <input checked="" type="checkbox"/>	Нет <input type="checkbox"/>	В соответствии со ст. 5 Закона Украины «Об обращении векселей в Украине» № 2374-III от 05.04.2001 г. (с изменениями и дополнениями), «Вексель, который выдается на территории Украины и место платежа по которому также находится на территории Украины, составляется государственным языком».
3	Вексель содержит все необходимые обозначения (вексельные реквизиты); данные вексельные реквизиты соответствуют требованиям законодательства Украины	Да <input type="checkbox"/>	Нет <input checked="" type="checkbox"/>	Документ содержит все реквизиты, предусмотренные ст. 75 Унифицированного закона о переводных векселях и простых векселях (приложение к Женевской Конвенции от 07.06.1930 г.), а также ст. 21 Закона Украины «О ценных бумагах и фондовой бирже» (№ 1201-XII от 18.06.1991 г., с изменениями и дополнениями). Однако, данный документ не содержит всех необходимых реквизитов, предусмотренных в Приложении № 2 «Правил изготовления и использования вексельных бланков» (утверждены Постановлением КМУ № 528 от 10.09.1992 г., с изменениями и дополнениями). Следовательно, учитывая нормы п. 2 ст. 196 Гражданского кодекса Украины, по моему мнению, существует вероятность непризнания таких требований требованиями по векселю. Однако, в связи с тем, что отсутствует единый подход при разрешении хозяйственных споров, связанных с признанием векселя сделкой, (в частности, Постановление ВСУ № 2/217 от 04.03.2002 г., Постановление ВСУ № 17/81 от 03.12.2002 г., п. 5 Письма ВАСУ № 01-8/738 от 11.12.2000 г.), невозможно сделать однозначные выводы о признании обязательств по такому векселю гражданско-правовыми обязательствами или хозяйственными обязательствами. При этом, следует учитывать, что передача прав по гражданско-правовому или хозяйственному обязательству (замена кредитора) должна быть осуществлена в соответствии с требованиями, в частности, Гражданского кодекса УССР (от 18.07.1963 г., с изменениями и дополнениями), Гражданского кодекса Украины (от 16.01.3003 г., с изменениями и дополнениями), Хозяйственного кодекса Украины (от 16.01.2003 г.). Информация о надлежащем оформлении передачи прав по гражданско-правовому или хозяйственному обязательству для проведения данного юридического анализа отсутствует.
...

**** Выбор ячейки осуществляется путем расстановки отметок в соответствующих ячейках. Выбранными считаются те ячейки, в которых имеются отметки серого цвета, ячейки белого цвета считаются невыбранными.**

Примечание к Приложению №3:

Аналогичным образом производится анализ также в отношении целого ряда других критериев, в т.ч.:

- ✓ **Вексель содержит изменения и/или дополнения, которые соответствуют требованиям законодательства Украины**
- ✓ **Вексель содержит ограничения, оговорки относительно его обращения, ответственности по векселю и т. п.**
- ✓ **Вексель индоссирован в соответствии с законодательством Украины**
- ✓ **Ряд индоссаментов на векселе является непрерывным**
- ✓ **Переводной вексель акцептован в соответствии с требованиями законодательства Украины**
- ✓ **Акцепт и/или платеж по векселю осуществляется через посредника**
- ✓ **Вексель обеспечен авалем в соответствии с требованиями законодательства Украины**
- ✓ **Платеж по векселю должен быть осуществлен на территории Украины**
- ✓ **Вексель опротестован нотариусом**
- ✓ **Срок платежа по векселю**
- ✓ **Сроки исковой давности для удовлетворения требований по векселю**
- ✓ **Процессуальные сроки для рассмотрения хозяйственных споров об удовлетворении требований по векселю**
- ✓ **Сроки для исполнения решения суда (постановления, определения) по спорам об удовлетворении требований по векселю**
- ✓ ...
- ✓ ...
- ✓ ...
- ✓ ...
- ✓ ...
- ✓ ...
- ✓ **и другие**



ПРИЛОЖЕНИЕ № 4

к юридическому заключению от ___/___/___ г.

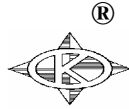
ОГОВОРКИ К ЮРИДИЧЕСКОМУ ЗАКЛЮЧЕНИЮ (ФРАГМЕНТ)

В связи с тем, что данный юридический анализ векселей проводился на основании предоставленной документации, нами не осуществлялся юридический анализ векселей по следующим критериям, имеющим существенное значение для определения вероятности признания обязательств по данным векселям действительными:

1	Наличие оригинала векселя;
2	Вексель составлен в документарной форме на бланке с соответствующей степенью защиты от подделки, форма и порядок изготовления которого утверждены Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку по согласованию с Национальным банком Украины в соответствии с требованиями законодательства Украины (проверка бланка векселя на подлинность);
3	Наличие признаков фальсификации, подлога, подделки, неправомерного изменения первоначального текста векселя;
4	Наименование трассанта или векселедателя, иных обязанных по векселю лиц заполнены на языке, на котором зафиксировано официальное наименование указанных лиц в их учредительных документах;
5	От имени юридического лица вексель подписан собственноручно руководителем и главным бухгалтером (если такая должность предусмотрена штатным расписанием юридического лица) данного юридического лица или надлежащим образом уполномоченными ими лицами. Подписи указанных лиц скреплены печатью;
6	От имени физического лица вексель подписан собственноручно данным физическим лицом или уполномоченным ним лицом. Подпись указанного лица скреплена печатью (в случае ее наличия);
7	В суд (хозяйственный суд) не подан иск, связанный с векселем (в т. ч. с выдачей, обращением, действительностью векселя, ответственностью по векселю, взысканием задолженности по векселю и т. п.);
8	...
9	...
10	...
11	...
12	...
13	...
14	...
15	...
16	...
17	и другие



7.3. Фрагмент экономического заключения, подготовленного при оценке векселей



ООО фирма «ИНКОН-ЦЕНТР»
(консалтинговая группа «КАУПЕРВУД»)
Департамент экономического консалтинга

ЗАКЛЮЧЕНИЕ О РЕЗУЛЬТАТАХ ОЦЕНКИ СПОСОБНОСТИ ВЕКСЕЛЕДАТЕЛЯ ВЫПОЛНИТЬ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА ПО ВЕКСЕЛЯМ

г. Днепропетровск

___/___/___ г.

Назначение заключения

Заключение предназначено для последующего использования при оценке простых векселей (№№ xxxxxxxxxxxxxxxx, ..., xxxxxxxxxxxxxxxx - далее по тексту «вексели»), обладающих суммарной номинальной стоимостью 135201558,21 грн., эмитированных ЗАО «ААА» (далее по тексту компания) 30 марта 2004г.

Данное заключение представляет собой профессиональное суждение о способности векселедателя выполнить обязательства по указанным векселям, сформированное в результате обработки предоставленных исходных данных с применением соответствующей методологии.

Резюме

В соответствии с полученными результатами анализа ожидается, что компания-векселедатель в ходе нормальной деятельности при сохранении сложившихся тенденций не будет способна выполнить свои обязательства по векселям.

В соответствии с полученными результатами анализа ожидается, что компания-векселедатель будет не в полной мере (приблизительно на 95,7%) способна выполнить свои обязательства по векселям при прекращении деятельности и полной распродаже активов.

При последующей оценке векселей, исходя из величины их критического кредитного рейтинга ($CR_c=0,957$), вероятность того, что векселедатель будет в состоянии выполнить обязательства по векселям с экономической точки зрения (r_p) может быть принята на уровне не более 95,7%.

Риски

Представленные выводы получены в условиях ограниченной исходной информации и действительны в контексте всех упрощений, допущений и ограничений, представленных в данном заключении, а также предусмотренных использованной методологией.

Оценка способности компании выполнить свои обязательства по векселям выполнена по состоянию на предполагаемую дату их оценки – 01.12.2004г., и под воздействием внешних и/или внутренних факторов с течением времени может быть пересмотрена.

Исходные данные

В качестве исходной информации для оценки способности компании-векселедателя выполнить свои обязательства по векселям использованы предоставленные копии векселей, а также данные баланса компании-векселедателя

на 01.07.2004г., и данные отчетов о финансовых результатах компании-векселедателя за 2003г., I полугодие 2004 года, 2004 год, 2005 год. Данное заключение составлено исходя из допущения о достоверности предоставленных исходных данных.

Описание расчетов

Описание определения базового кредитного рейтинга долговых обязательств (векселей)

□ Определение периода прогнозирования.

В качестве периода прогнозирования принят период с 1 декабря 2004г. (предполагаемая дата оценки) по 31 марта 2009г. (дата погашения векселей). Продолжительность указанного периода составила 4 года и 4 месяца.

□ Прогнозирование финансового результата деятельности компании (прибыли или убытка) на будущее.

Поскольку на основании предоставленных исходных данных невозможно определить сложившиеся устойчивые тенденции для обоснованного прогнозирования на их основе финансового результата компании на период в будущем, в конце которого предполагается погашение векселей, было принято допущение о сохранении величины финансового результата в ближайшие годы на среднегодовом уровне 2003-2004гг.: -13 600 тыс.грн./год.

Прогнозируемая величина финансового результата компании за период с 1 декабря 2004г. по 31 марта 2009г. составила: -58 933 тыс. грн.:

$$-13\ 600 \text{ тыс.грн.} \times 4\frac{4}{12} \text{ года} = -58\ 933 \text{ тыс.грн.} \quad (4)$$

□ Определение коэффициента пересчета прибыли в FSC-потоки.

Годовая ставка дисконта, используемая при определении ликвидационной стоимости, принята на уровне 17,6% (табл.1).

Таблица 1

Расчет годовой ставки дисконта*

Банк	Город	Сумма вклада, грн.		Оптимальные годовые ставки по депозитам для юридических лиц сроком на 6-12 месяцев
		От	До	
Банк А	Киев	700001	-	18%
Банк Б	Киев	1000	-	17%
Банк В	Киев	3000001	-	17,5%
Банк Г	Киев	50000	-	18%
Среднее значение процентных ставок, подлежащее использованию в качестве годовой ставки дисконта				17,6%

* Расчет произведен на основе данных финансовой статистики ИАЦ «ЛИГА» - «Депозитные ставки для юридических лиц в национальной валюте на 30 ноября 2004 года», представленной в системе информационно-правового обеспечения «ЛИГА:ЗАКОН».

В условиях отсутствия дополнительной информации о стоимости активов компании было принято предположение о соответствии балансовой стоимости активов компании их рыночной стоимости.

Из-за отсутствия информационной основы достаточно обоснованного дифференцированного определения для различных видов активов компании

количества их потенциальных покупателей и степени их специализации, эти параметры условно были приняты на среднем уровне для всех активов, кроме денежных средств и их эквивалентов, для которых число потенциальных покупателей было принято значительным, а степень специализации - незначительной.

Из-за невозможности обоснованного дифференцированного определения разумно долгого периода экспозиции для различных активов компании, в условиях отсутствия необходимой детализированной информации, продолжительность разумно долгого периода экспозиции была условно принята для всех оборотных активов на уровне 12 мес., а для всех оборотных активов – на уровне 6 мес. (кроме денежных средств и их эквивалентов, для которых указанный период был принят на уровне 1 мес.).

Фиксированный период экспозиции для всех активов условно принят равным 1 месяцу, исходя из предположения о необходимости потенциальной распродажи активов в предельно сжатые сроки.

С учетом описанных предположений и допущений был произведен расчет суммарной ликвидационной стоимости активов компании и определен коэффициент отношения ликвидационной стоимости активов к их рыночной стоимости (табл.2).

Коэффициент отношения ликвидационной стоимости активов компании к их рыночной стоимости составил 0,7 ($WAK_L=0,7$). Однако, в силу отрицательного значения прогнозируемого финансового результата компании за период с 1 декабря 2004г. по 31 марта 2009г., при определении FSC-потоков за этот период к прогнозируемому финансовому результату указанный поправочный коэффициент применяться не должен⁴.

□ **Определение FSC-потоков.**

Прогнозируемая величина FSC-потоков компании за период с 1 декабря 2004г. по 31 марта 2009г. принята равной величине прогнозируемого отрицательного финансового результата (убытка) компании за соответствующий период: –58 933 тыс. грн.

□ **Расчет приведенной стоимости FSC-потоков.**

Приведенная стоимость прогнозируемых величин FSC-потоков компании была рассчитана при допущении, что эти потоки будут накоплены к концу периода прогнозирования, и составила: –27 640,3 тыс. грн.:

$$PV(FSC) = \frac{-58\,933 \text{ тыс.грн.}}{\left(1 + \frac{0,176}{12}\right)^{52}} = -27\,640,3 \text{ тыс. грн.} \quad (5)$$

Годовая ставка дисконта, используемая при нахождении приведенной стоимости прогнозируемых величин FSC-потоков, принята на уровне 17,6% (см. табл.1).

⁴ См. обоснование в: Галасюк В., Галасюк В. SGMCA -спрощений метод оцінки кредитоспроможності компанії на основі міжнародних стандартів бухгалтерського обліку//Вісник Національного банку України.-2006.-№ 10.-С.14-17. или на www.galasyuk.com

Таблица 2

Определение коэффициента отношения ликвидационной и рыночной стоимости активов компании (WAK_L)

Количество периодов начисления процентов в течение года (m)			12	Годовая ставка дисконта, используемая при расчете ликвидационной стоимости (i)									17,6%	
АКТИВ	Код строки	Балансовая стоимость активов, тыс. грн.	Коэффициент трансформации балансовой стоимости в рыночную	Ориентировочная рыночная стоимость активов, тыс. грн.	Количество потенциальных покупателей (1-незначительное, 2-среднее, 3-значительное)	Степень специализации активов (1-незначительная, 2-средняя, 3-значительная)	Подтип спроса на активы	Коэффициент, учитывающий влияние фактора эластичности спроса по цене на ликвидационную стоимость активов	Разумно долгий период экспозиции, мес.	Фиксированный период экспозиции, мес.	Период дисконтирования, мес.	Коэффициент, учитывающий влияние фактора стоимости денег во времени на ликвидационную стоимость активов	Коэффициент соотношения ликвидационной и рыночной стоимости активов	Ликвидационная стоимость активов, тыс. грн.
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
I. Необоротні активи														
Нематеріальні активи:														
залишкова вартість	010	14,6	1	14,6	2	2	з одиначною еластичністю	0,76	12	1	11	0,85	0,65	9,5
первісна вартість	011	22,7												
знос	012	8,1												
Незавершене будівництво	020	114,5	1	114,5	2	2	з одиначною еластичністю	0,76	12	1	11	0,85	0,65	74,1
Основні засоби:														
залишкова вартість	030	43 902,5	1	43 902,5	2	2	з одиначною еластичністю	0,76	12	1	11	0,85	0,65	28 428,0
первісна вартість	031	43 902,5												
знос	032	0,0												
Довгострокові фінансові інвестиції:														
які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств	040	0,0	1	0,0	2	2	з одиначною еластичністю	0,76	12	1	11	0,85	0,65	0,0
інші фінансові інвестиції	045	0,0	1	0,0	2	2	з одиначною еластичністю	0,76	12	1	11	0,85	0,65	0,0
Довгострокова дебіторська заборгованість	050	11,2	1	11,2	2	2	з одиначною еластичністю	0,76	12	1	11	0,85	0,65	7,3
Відстрочені податкові активи	060	0,0	1	0,0	2	2	з одиначною еластичністю	0,76	12	1	11	0,85	0,65	0,0
Інші необоротні активи	065	1 030,5	1	1 030,5	2	2	з одиначною еластичністю	0,76	12	1	11	0,85	0,65	667,3
Усього за розділом I	080	45 073,3												
II. Оборотні активи														
Запаси:														
виробничі запаси	100	466,8	1	466,8	2	2	з одиначною еластичністю	0,76	6	1	5	0,93	0,71	329,9



Продолжение Таблицы 2

тварини на вирощуванні та відгодівлі	110	0,0	1	0,0	2	2	з одиничною еластичністю	0,76	6	1	5	0,93	0,71	0,0
незавершене виробництво	120	1 750,4	1	1 750,4	2	2	з одиничною еластичністю	0,76	6	1	5	0,93	0,71	1 236,9
готова продукція	130	0,0	1	0,0	2	2	з одиничною еластичністю	0,76	6	1	5	0,93	0,71	0,0
товари	140	8,3	1	8,3	2	2	з одиничною еластичністю	0,76	6	1	5	0,93	0,71	5,9
Векселі одержані	150	0,0	1	0,0	2	2	з одиничною еластичністю	0,76	6	1	5	0,93	0,71	0,0
Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги:														
чиста реалізаційна вартість	160	114 410,7	1	114 410,7	2	2	з одиничною еластичністю	0,76	6	1	5	0,93	0,71	80 846,9
первісна вартість	161	114 410,7												
резерв сумнівних боргів	162	0,0												
Дебіторська заборгованість за розрахунками:														
з бюджетом	170	609,8	1	609,8	2	2	з одиничною еластичністю	0,76	6	1	5	0,93	0,71	430,9
за виданими авансами	180	0,0	1	0,0	2	2	з одиничною еластичністю	0,76	6	1	5	0,93	0,71	0,0
з нарахованих доходів	190	0,0	1	0,0	2	2	з одиничною еластичністю	0,76	6	1	5	0,93	0,71	0,0
із внутрішніх розрахунків	200	0,0	1	0,0	2	2	з одиничною еластичністю	0,76	6	1	5	0,93	0,71	0,0
Інша поточна дебіторська заборгованість	210	3 669,5	1	3 669,5	2	2	з одиничною еластичністю	0,76	6	1	5	0,93	0,71	2 593,0
Поточні фінансові інвестиції	220	11 805,4	1	11 805,4	2	2	з одиничною еластичністю	0,76	6	1	5	0,93	0,71	8 342,1
Грошові кошти та їх еквіваленти:														
в національній валюті	230	5 918,5	1	5 918,5	3	1	абсолютно еластичний	1,00	1	1	0	1,00	1,00	5 918,5
в іноземній валюті	240	0,0	1	0,0	3	1	абсолютно еластичний	1,00	1	1	0	1,00	1,00	0,0
Інші оборотні активи	250	1 011,8	1	1 011,8	2	2	з одиничною еластичністю	0,76	6	1	5	0,93	0,71	715,0
Усього за розділом II	260	139 651,2												
III. Витрати майбутніх періодів	270	0,0	1	0,0	2	2	з одиничною еластичністю	0,76	6	1	5	0,93	0,71	0,0
Баланс	280	184 724,5												129 605,1

Коэффициент отношения ликвидационной стоимости активов к их рыночной стоимости (WAK_L)	0,7
---	------------

- **Расчет приведенной стоимости платежей, связанных с выполнением долговых обязательств.**

Приведенная стоимость платежей по векселям была рассчитана исходя из предположения об их своевременном погашении и составила 63 411,1 тыс. грн.:

$$PV(L) = \frac{135\,201,6 \text{ тыс. грн.}}{\left(1 + \frac{0,176}{12}\right)^{52}} = 63\,411,1 \text{ тыс. грн.} \quad (6)$$

Годовая ставка дисконта, используемая при нахождении приведенной стоимости платежей по векселям, принята на уровне 17,6% (см. табл.1).

- **Вычисление базового кредитного рейтинга долговых обязательств.**

Величина базового кредитного рейтинга векселей составила (-0,436):

$$CR_B = \frac{-27\,640,3 \text{ тыс. грн.}}{63\,411,1 \text{ тыс. грн.}} = -0,436 \quad (7)$$

Вышеприведенное свидетельствует о том, что в соответствии с результатами анализа ожидается, что компания-векселедатель в ходе нормальной деятельности при сохранении сложившихся тенденций не будет способна выполнить свои обязательства по векселям.

Описание определения критического кредитного рейтинга долгового обязательства (векселей)

- **Определение периода прогнозирования.**

В качестве периода прогнозирования принят период с 31 марта 2009г. по 30 апреля 2009г.

- **Прогнозирование выручки от реализации активов компании.**

Прогнозируемая выручка от реализации активов компании принята равной суммарной ликвидационной стоимости активов компании, рассчитанной на основе данных предоставленного баланса, и составила 129 605,1 тыс. грн. (см. таблица 2).

- **Определение FSC-потоков.**

Прогнозируемая величина FSC-потоков компании, определенная путем корректировки прогнозируемой выручки от реализации активов компании на совокупные обязательства компании и обязательства по векселям, составила 129 374,2 тыс. грн.:

$$FSC = 129\,605,1 \text{ тыс. грн.} - 135\,432,5 \text{ тыс. грн.} + 135\,201,6 \text{ тыс. грн.} = 129\,374,2 \text{ тыс. грн.} \quad (8)$$

- **Расчет приведенной стоимости FSC-потоков.**

Приведенная стоимость прогнозируемых величин FSC-потоков компании составила на начало периода прогнозирования: 127 504,1 тыс. грн.:



$$PV(FSC) = \frac{129\,374,2 \text{ тыс. грн.}}{\left(1 + \frac{0,176}{12}\right)^{\frac{1}{12} \times 12}} = 127\,504,1 \text{ тыс. грн.} \quad (9)$$

Годовая ставка дисконта, используемая при нахождении приведенной стоимости прогнозируемых величин FSC-потоков, принята на уровне 17,6% (см. табл.1).

□ **Расчет приведенной стоимости анализируемого обязательства.**

Приведенная стоимость платежей по векселям составила 133 247,3 тыс. грн.:

$$PV(L) = \frac{135\,201,6 \text{ тыс. грн.}}{\left(1 + \frac{0,176}{12}\right)^{\frac{1}{12} \times 12}} = 133\,247,3 \text{ тыс. грн.} \quad (10)$$

Годовая ставка дисконта, используемая при нахождении приведенной стоимости платежей по векселям, принята на уровне 17,6% (см. табл.1).

□ **Вычисление критического кредитного рейтинга долговых обязательств.**

Величина критического кредитного рейтинга векселей составила 0,957:

$$CR_C = \frac{127\,504,1 \text{ тыс. грн.}}{133\,247,3 \text{ тыс. грн.}} = 0,957 \quad (11)$$

Вышеприведенное свидетельствует о том, что в соответствии с результатами анализа ожидается, что компания-векселедатель будет не в полной мере (приблизительно на 95,7%) способна выполнить свои обязательства по векселям при прекращении деятельности и полной распродаже активов.

Выводы

С учетом полученных результатов, представляется разумным в качестве величины, характеризующей способность компании-векселедателя выполнить обязательства по векселям, использовать величину их критического кредитного рейтинга ($CR = CR_C = 0,957$).

Таким образом, при последующей оценке векселей вероятность того, что векселедатель будет в состоянии выполнить обязательства по векселям с экономической точки зрения (p) может быть принята на уровне не более 95,7%.

Директор департамента экономического консалтинга _____ / _____



7.4. Пример расчета ликвидационной стоимости векселей

Ликвидационная стоимость векселей рассчитана с применением автоматизированной системы определения ликвидационной стоимости «GMLV-A» Интернет-модуля «gQuickDecision» (www.galasyuk.com).

Как видно на представленных ниже рисунках, ликвидационная стоимость оцениваемых векселей составила 59% от рыночной: 8 952 400 грн.

GMLV - Microsoft Internet Explorer

Файл Древо Вид Дополнительно Сервис Справка

КАУПЕРВУД
консалтинговая группа

GMLV-A
Автоматизированная Система Определения Ликвидационной Стоимости

Параметры

Денежная единица:

Нежелать ручного ввода коэффициента ликвидации:

Дополнительный расчет процентной ликвидационной стоимости объекта:

Исходные данные

Изначальные параметры	Значение параметра	Примечание пользователя
Рыночная стоимость объекта оценки, UAH	15171104	
Годовая ставка дисконта, используемая при расчете ликвидационной стоимости, %	17,5	
Количество периодов начисления процентов в течение года	12	
Период в полных периодах экспозиции объекта оценки, мес	3	
Факторный период начисления ликвидационной стоимости, мес	1	

Параметры, влияющие на стоимость объекта оценки

Тип объекта оценки:

Интернет

GMLV - Microsoft Internet Explorer

Файл Древо Вид Дополнительно Сервис Справка

Регион:

Город:

Инвестиционный климат:

Инвестиционная культура:

Кредитоспособность эмитента ценных бумаг:

Активность рынка подобных ценных бумаг:

Склонность к риску при собственности на ценные бумаги:

Результаты

Коэффициент, учитывающий влияние фактора стоимости денег во времени на ликвидную стоимость объекта оценки	0,57
Коэффициент, учитывающий влияние фактора ликвидности спроса на ликвидационную стоимость объекта оценки	0,61
Ликвидационная стоимость объекта оценки, UAH	8952400
Ликвидационная стоимость объекта оценки / Рыночная стоимость объекта оценки	0,59

Тип счета:

Сформировать отчет

КАУПЕРВУД
консалтинговая группа

Интернет

