

ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ

**В. ПЕТРЕНКО  
В. ШАЛАЕВ**

**МЕЖДУНАРОДНАЯ ПРАКТИКА  
ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ  
БИЗНЕСА КОМПАНИИ**

**BUSINESS VALUATION**

**КИЕВ  
Издательство «АртЭк»  
2006**

**ББК 65.29-86**

**П 30**

**П 30 ПЕТРЕНКО В., ШАЛАЕВ В. МЕЖДУНАРОДНАЯ ПРАКТИКА  
ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА КОМПАНИИ/BUSINESS  
VALUATION. – К.: «АртЭк», 2006. – 144 с.  
ISBN 966-505-079-6**

Книга описывает сложившиеся в международной практике процедуры проведения оценки стоимости бизнеса компании с использованием метода дисконтирования свободных денежных потоков и подготовки отчетного меморандума. Она включает примеры отчета по условной компании и некоторые другие документы, которые используются при выполнении данного проекта. Предназначена для экспертов по оценке стоимости бизнеса компаний, консультантов, финансовых аналитиков, специалистов банков и инвестиционных компаний, которые занимаются вопросами покупки, продажи, слиянием компаний и финансовыми проектами. Может быть использована также преподавателями и студентами высших учебных заведений.

**ББК 65.29-86**

**ISBN 966-505-079-6**

**© Петренко В., 2006  
© Шалаев В., 2006  
© Издательство «АртЭк»,  
2006**

---

## СОДЕРЖАНИЕ

Об авторах .....	5
Вступление .....	7
Почему нужен независимый оценщик .....	11
Задание на проведение оценки .....	13
Принятие обязательств оценщиком .....	17
Планирование работы .....	43
Информация для оценки .....	47
Выполнение работы по оценке .....	53
Процедуры контроля .....	59
Согласование фактов .....	65
Отчетный меморандум .....	69
Презентация отчета .....	131
Индикативная оценка и проверка отчета другой фирмы .....	133
Оплата выполненных работ .....	138
Основные термины .....	140

---

## ОБ АВТОРАХ

**Владимир Петренко** оказывает консультационные услуги как вновь создаваемым, так и действующим компаниям по вопросам создания нового бизнеса, слияния, продажи и покупки предприятий, привлечения дополнительного финансирования в форме инвестиций и кредитов, а также стратегии и организационной структуры управления.

Автор книги проводит обучение специалистов местных консультационных фирм по вопросам корпоративных финансов на основе разработанных им программ. Программы обучения включают вопросы проведения Due Diligence, оценки стоимости бизнеса компаний, бизнес-планирования и поиска дополнительного финансирования.

Владимир Петренко был партнером одной из первых в Украине консультационных фирм, которая в 1993 году объединилась с международной консультационной и аудиторской фирмой «Coopers & Lybrand». Более десяти лет работал консультантом и менеджером отдела корпоративных финансов в международных консультационных фирмах «Coopers & Lybrand» и «PricewaterhouseCoopers». С 2003 года Владимир является независимым финансовым консультантом, работающим под торговой маркой **VladyWorld**. Ранее работал заместителем председателя управления экономики г. Киева и начальником отдела региональной политики Министерства экономики Украины.

Автор оказывал услуги иностранным и украинским компаниям, а также международным финансовым институтам и правительственным организациям по вопросам осуществления транзакций и инвестиционных проектов, оценки стоимости бизнеса, проверки финансового состояния компаний, бизнес-планирования и приватизации. Имеет опыт выполнения проектов в различных отраслях, включая нефтедобывающую, нефтеперерабатывающую, автомобильную, химическую, целлюлозно-бумажную, стекольную, молочную, консервную, табачную промышленность, оптовую торговлю и другие секторы. Кроме того, Владимир Петренко проводил рыночные исследования для телекоммуникаций, электроэнергетики, фармацевтической, кондитерской, пивобезалкогольной промышленности, секторов банковской и страховой деятельности.

**Владимир Шалаев** возглавляет украинскую консалтинговую компанию «Увекон». Компания «Увекон» была создана в июне 1992 года и стала первой в Украине консалтинговой компанией, предоставляющей профессиональные услуги в сфере экспертной оценки имущества и имущественных прав. За 14 лет работы компанией были оценены активы более чем 170 крупных объединений, корпораций, предприятий, фабрик и заводов, более 800 средних и мелких предприятий, а также более 15 тысяч других объектов. Компания «Увекон» является членом FIAVCI (Международная федерация недвижимости), ассоциированным членом аудиторско-консалтинговой группы «БДО Баланс Альянс», представляющей в Украине BDO International (600 аудиторских и консалтинговых компаний из 100 стран мира), что обеспечивает международное признание качества предоставляемых компанией «Увекон» профессиональных услуг.

В. Шалаев возглавляет компанию «Увекон» со дня ее основания. Он является заслуженным экспертом-оценщиком Украины, заместителем председателя Правления Украинского общества оценщиков, членом Наблюдательного Совета по вопросам оценочной деятельности, а также автором многих публикаций по проблемам приватизации и оценки. Владимир Шалаев получил сертификат оценщика, соответствующий стандартам EN ISO/IES 17024, а также персональную печать оценщика TEGoVA.

---

## **ВСТУПЛЕНИЕ**

Более десяти лет назад одному из авторов этой книги в составе команды специалистов международной консалтинговой и аудиторской фирмы «Coopers & Lybrand» пришлось выполнять первый проект по оценке стоимости украинского предприятия для иностранной компании. В то время он располагал как необходимой теоретической подготовкой, так и довольно внушительным опытом выполнения подобных работ для местных клиентов. Однако этого оказалось недостаточно, чтобы успешно выполнить задание по заказу иностранного клиента.

С первой проблемой пришлось столкнуться еще до начала работы, когда менеджер фирмы попросил подготовить клиенту предложения в части подходов и условий выполнения проекта. Автор не знал, что существует определенная форма предложений, поскольку это не практиковалось фирмами, где он работал ранее, в их взаимоотношениях с местными клиентами. Естественно, с заданием он справился довольно посредственно, поэтому документ пришлось перерабатывать не один раз. Еще более сложным стало написание отчетного меморандума в общепринятом в международной практике формате.

Сегодня в Украине существует множество местных фирм, деятельность которых в разной степени связана с оценкой стоимости компаний. Преобладающее большинство из них оказывает услуги местным клиентам. В то же время постепенно возрастает потребность в выполнении оценки для зарубежных компаний. Понимая, что многие украинские фирмы имеют в своем распоряжении опытных оценщиков, которые лучше, чем иностранные специалисты разбираются в особенностях местной экономики, западные компании предпочитают пользоваться услугами украинских оценщиков. Однако не все местные фирмы готовы работать с иностранными клиентами, поскольку не знают, как правильно провести с ними переговоры, подготовить предложения по выполнению задания и составить отчет в соответствии с их требованиями.

Это и послужило основной причиной попытаться подготовить издание, которое бы дало возможность местным оценщикам получить представление о процедурах оценки, которые используются в международной практике.

Безусловно, местные требования являются обязательными для всех фирм, которые выполняют проекты, связанные с оценкой бизнеса. В то же время, знание международного опыта будет способствовать повышению профессионального уровня местных специалистов. Это в свою очередь повысит конкурентоспособность украинских фирм на рынке услуг по оценке, тем более, что они лучше, чем иностранные консультационные фирмы владеют спецификой ведения бизнеса в Украине. Более того, мы уверены, что со временем, проекты, выполняемые в Украине для местных и иностранных клиентов, не будут носить каких-то существенных различий.

В данной книге практически не затрагиваются теоретические аспекты оценки, например, концепции и методики оценки или стандарты, поскольку издание предназначено, прежде всего, для профессиональных оценщиков, которые уже располагают необходимой теоретической подготовкой и имеют опыт выполнения оценочных проектов по заказу местных клиентов. Тем не менее, мы бы хотели подчеркнуть один теоретический аспект, о котором пойдет речь в последующих трех параграфах.

В 1993 году на тренинге по оценке, который проводился иностранной фирмой, нам впервые пришлось услышать, что оценка является искусством, а не наукой. Тогда данному утверждению мы не придали особого значения. И это объяснимо, поскольку, работая в Украине, приходилось использовать достаточно жесткие методики, утвержденные государственными органами.

Впоследствии, будучи консультантами крупной международной фирмы и вовлекаясь в составе команды или в качестве лидера команды в проекты, связанные с оценкой предприятий, не раз приходилось убеждаться, что действительно **оценка — это искусство**. И оно состоит в применении опыта и обсуждении фактов для получения обоснованных результатов.

Оценка компаний, акции которых не котируются на биржах, не может быть точной. Попросив нескольких специалистов провести оценку одного и того же объекта на определенную дату, вы, вероятнее всего, получите разные результаты. **Независимая оценка — это основа для ведения переговоров** между сторонами, которые сделали запрос об оценке для конкретных целей. К сожалению, в Украине, как государственные органы, так и менеджмент предприятий думают иначе. Должно пройти какое-то время, прежде чем наступит понимание того, что требовать от оценщика результатов с точностью до запятой бессмысленно.

Данная книга является, по сути, практическим пособием, раскрывающим такие рабочие аспекты, как обсуждение с клиентом задания по



оценке, порядок подготовки предложений по условиям выполнения задания, планирование и выполнение работы, составление отчетного меморандума и презентация результатов работы.

Как известно, существует три общепринятых в мировой практике подхода к оценке стоимости бизнеса компаний: имущественный, доходный и сравнительный. В рамках доходного подхода наиболее часто используемым, как в отечественной, так и в зарубежной практиках, является метод дисконтирования денежных потоков. Данный метод главным образом и освещается в представленной Вашему вниманию книге.

Мы хотели бы также отметить, что в некоторых главах этого издания содержится информация схожая с информацией предыдущей книги В. Петренко «Проверка финансового состояния компании». Это связано с тем, что некоторые процедуры выполнения оценки и проверки имеют много общего.



---

## **ПОЧЕМУ НУЖЕН НЕЗАВИСИМЫЙ ОЦЕНЩИК**

Планируя сделку по продаже или покупке какого-либо объекта, акционеры или менеджмент компании могут, конечно, поручить оценку его стоимости собственным специалистам. Но такие специалисты должны иметь соответствующую квалификацию и некоторый практический опыт. Отдельные крупные промышленные и торговые компании, которые часто осуществляют сделки по покупке предприятий в разных странах, нередко имеют собственных оценщиков. Такими же специалистами располагают некоторые инвестиционные компании и банки.

Однако большинство компаний редко покупают или продают какой-либо бизнес, поэтому и не имеют в своей структуре оценщиков. При подготовке сделки такие компании обращаются к профессиональным оценочным фирмам. Последние располагают командами, специализирующимися на выполнении оценки в одном или нескольких секторах экономики. В крупных международных профессиональных фирмах оценщики входят, как правило, в состав отделов корпоративных финансов или отделов по поддержке транзакций.

Профессиональные оценочные фирмы имеют необходимый штат специалистов, располагающих постоянной практикой проведения оценки. В связи с этим, профессиональные оценщики обладают богатым опытом выполнения подобных работ в различных отраслях, а также владеют отработанными за многие годы подходами. Кроме того, они знают, как работает фондовый рынок и им значительно проще получить информацию по сравнимым компаниям.

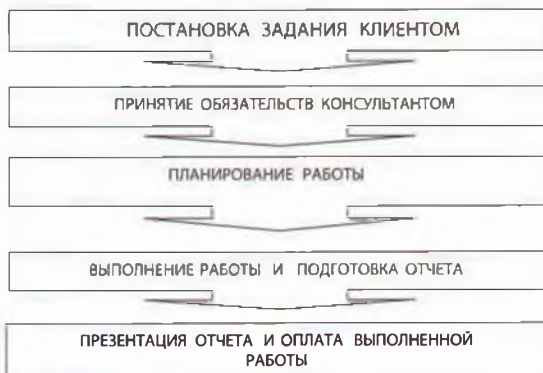
Если компания совершает сделку в другой стране, то из-за особенностей местного законодательства, стандартов бухгалтерского учета и некоторых других аспектов, предпочтительней пользоваться услугами профессиональных оценщиков, которые имеют практику в той стране и лучше разбираются в местной ситуации.

Нередко профессиональные фирмы не только выполняют работу по определению стоимости объекта, но помогают клиенту в подготовке и осуществлении самой сделки. Оценка может быть частью большого проекта по слиянию, поглощению или продаже бизнеса, в ходе которого фирма оказывает также помощь в предварительных исследованиях, выработке стратегии сделки, ведении переговоров, оформлении документов и решении многих других вопросов.

Во многих случаях оценку стоимости компании или объекта должна проводить только профессиональная фирма. К ним относятся проекты по приватизации государственных предприятий, банкротству, определении

базы для налогообложения и арендных платежей, стоимости залога, взносов в уставный фонд и некоторые другие.

Проект по оценке стоимости бизнеса компании профессиональной фирмой можно условно разбить на несколько этапов, которые схематично представлены ниже:



На начальном этапе, который называется **постановка задания**, задача оценщика — определить объект и цель оценки, а также кому и на какую дату нужна оценка. Одновременно оценщик должен объяснить будущему клиенту свои подходы и условия по выполнению работы.

Следующий этап, **принятие обязательств**, охватывает такие аспекты, как предварительное ознакомление оценщика с предстоящим объектом, оценку причин, которые могут препятствовать принятию обязательств, подготовку предложений клиенту по выполнению работы и подписание контракта.

Если два предыдущих этапа относятся к подготовительному периоду, то с третьего, **планирование работы**, начинается выполнение задания. В этот период оценщик должен составить план работы и график выполнения задания.

Этап **выполнение работы и подготовка отчета** включает получение и анализ оценщиком первоначальной информации, работу с подразделениями оцениваемого предприятия и его менеджментом, расчет стоимости, составление проекта отчета и его согласование с предприятием, а также завершение работы над отчетом и представление его клиенту.

На заключительном этапе оценщик проводит **презентацию** результатов оценки. После выполнения задания клиенту направляются счета для **оплаты** за выполненную работу.

В последующих разделах книги мы попытаемся познакомить вас со сложившимися в международной практике подходами и процедурами каждого из этапов оценки бизнеса. Для этого мы используем знания и опыт, которые нам удалось приобрести, выполняя подобные проекты в Украине.

---

## ЗАДАНИЕ НА ПРОВЕДЕНИЕ ОЦЕНКИ

Однажды к нам обратился директор довольно известной украинской оценочной фирмы с просьбой проконсультировать его в вопросах подходов по проведению оценки стоимости некой компании. Встретившись с ним, мы попытались выяснить, что нужно оценивать, для каких целей и кому нужна оценка. Ни на один из тех вопросов мы не получили ответа. Более того, директор возразил, что все это можно узнать и потом, а сейчас главное определиться с осуществлением оценки.

Как выяснилось позже, обычной практикой для этой фирмы было принятие обязательств по проведению оценки без выяснения ее целей и соблюдения других важных процедурных аспектов. Директор фирмы объяснил, что специфика украинского рынка услуг по оценке такова, что главное — получить заказ, а уж потом разбираться, какая задача стоит перед оценщиком.

Практически невозможно представить подобную ситуацию в какой-либо международной фирме. Имея многолетний опыт работы в таких фирмах, авторам трудно вспомнить случай принятия обязательств по оценке без выяснения деталей задания.

В международных фирмах существуют определенные процедуры выяснения задания по оценке, а также ведению предварительных переговоров с потенциальным клиентом. Их обязаны соблюдать все менеджеры, каждый из которых проходит специальный курс обучения. Это весьма важный аспект в деятельности оценочной фирмы, особенно если речь идет о работе с иностранными компаниями. Ведь можно быть хорошим оценщиком, но, не имея навыков ведения переговоров, можно потерять и потенциальных клиентов.

Обсуждение предстоящего задания с потенциальным клиентом чрезвычайно важно для определения степени риска для оценщика, возможно конфликта интересов, масштабов работы экспертов и расчета бюджета.

Для выяснения сути задания многие международные фирмы используют в ходе первой встречи с клиентом ряд стандартных вопросов, которые позволяют понять его ожидания и оценить сложность задачи.

Один из первых вопросов, на который оценщику следует получить ответ, это **что нужно оценивать**. Приглашая вас оценить, например, метал-

лургический завод, его директор может иметь в виду, как стоимость бизнеса предприятия, так и его имущества. Речь также может идти о компании в целом или о ее отдельном производстве, которое, возможно, планируется продать или внести в уставный фонд вновь создаваемого дочернего предприятия.

Выясните также, для кого проводится оценка. Это поможет определить, существует ли конфликт интересов. Например, вам могут предложить оценить стоимость компании, которая уже является вашим клиентом.

Существует множество причин, в связи с которыми потребуется независимое заключение по стоимости компании. Ими могут быть:

- продажа или приобретение предприятия или его части;
- привлечение дополнительного финансирования;
- слияние компаний;
- поглощение компании;
- приватизация государственного предприятия;
- аренда предприятия;
- споры акционеров;
- банкротство компании;
- определение базы налогообложения;
- определение взноса в уставный фонд;
- другие.

Поэтому вы должны четко представлять себе **цель оценки** или, другими словами, как клиент намерен использовать ваше заключение, какая операция планируется, и какие выгоды клиент ожидает получить от этой операции. Зная это, вы сможете определить риски для себя, степень которых находится в прямой зависимости от цели оценки. Так, при выполнении задания по оценке в связи с получением кредита риски выше, чем при оценке с целью покупки компании. В последнем случае и сумма гонорара должна быть существенно выше.

Следует выяснить и **дату, на которую нужно оценить предприятие**. Не исключено, что из-за отсутствия информации, вы не сможете провести оценку к положенному сроку.

Таким образом, прежде чем начать какую-либо дискуссию с клиентом по существу проведения оценки, оценщик должен понимать:

- Что нужно оценивать
- Для какой цели нужна оценка
- Кому нужна оценка
- На какую дату нужна оценка