

**Федеральное государственное образовательное  
учреждение высшего профессионального образования  
«Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации»**

**На правах рукописи  
ББК: 65.291.573  
А42**

**Аксенов Андрей Игоревич**

# **ОЦЕНКА КЛИЕНТСКОЙ БАЗЫ ПРИ ОБЪЕДИНЕНИИ КОМПАНИЙ**

**Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение  
и кредит**

**ДИССЕРТАЦИЯ  
на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук**

**Научный руководитель –  
доктор экономических наук  
профессор И.А. Никонова**

**Москва – 2007**

## Оглавление

<b>Введение .....</b>	<b>3</b>
<b>Глава 1. Особенности оценки нематериальных активов при объединении компаний.....</b>	<b>11</b>
1.1. Сравнительный анализ правовых основ сделок по объединению компаний за рубежом и в РФ .....	11
1.2. Задачи и особенности учета и оценки нематериальных активов в цене сделок при объединении компаний за рубежом и в РФ.....	21
1.3. Анализ клиентской базы как наиболее значимой составляющей нематериальных активов при объединении компаний.....	39
<b>Глава 2. Методы оценки клиентской базы при объединении компаний ....</b>	<b>60</b>
2.1. Анализ подходов и методов оценки клиентской базы при объединении компаний .....	60
2.2. Обоснование расчета оставшегося срока полезного использования клиентской базы при ее оценке в рамках метода МЕЕМ.....	76
2.3. Обоснование расчета денежного потока и ставки дисконтирования при оценке клиентской базы в рамках метода МЕЕМ.....	84
<b>Глава 3. Оценка клиентской базы на практике при объединении с участием российской компании.....</b>	<b>102</b>
3.1. Анализ сделки по объединению с участием российской компании.	102
3.2. Расчет рыночной стоимости клиентской базы при объединении с участием российской компании .....	118
3.3. Рекомендации российским оценщикам по оценке клиентской базы при объединении с участием российской компании.....	145
<b>Заключение.....</b>	<b>160</b>
<b>Библиографический список использованной литературы .....</b>	<b>165</b>
<b>Приложения.....</b>	<b>176</b>

## Введение

**Актуальность темы исследования** определяется тем, что в настоящее время интеграционные процессы превалируют во всех сферах жизнедеятельности общества.

Российские компании с каждым годом становятся все более активными участниками рынка международного капитала и принимают непосредственное участие в интеграционных процессах. В экономической сфере такие процессы протекают посредством объединений компаний. Традиционно работы по оценке проводились до заключения сделки на этапе ее подготовки с тем, чтобы рассчитать ее потенциальную стоимость. Однако в последнее время чрезвычайно актуальной является оценка активов и обязательств компании-объекта сразу после совершения сделки для целей отражения приобретенных активов и обязательств в консолидированной финансовой отчетности компании-покупателя. Выходя на рынок международного капитала и принимая непосредственное участие в сделках по объединению, российские компании начинают публиковать свою финансовую отчетность в соответствии с одним из общепризнанных мировых стандартов, например в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО<sup>1</sup>), с тем, чтобы добиться признания и доверия со стороны иностранных инвесторов. Ведь ключом к такому доверию является корректно составленная финансовая отчетность, содержащая объективную и достоверную информацию об активах компании и источниках их образования.

Участие в интеграционных процессах, с одной стороны, и переход на МСФО – с другой, требует от российских компаний понимание особенностей отражения сделок по объединению в отчетности компании-покупателя. В соответствии с российским законодательством, большая часть

---

<sup>1</sup> Российские компании публикуют отчетность, составляемую в соответствии с МСФО, в дополнение к обязательной отчетности, составляемой согласно российским правилам бухгалтерского учета и предписанной законодательством РФ.

нематериальных активов (НМА), переходящих в результате сделки по объединению от компании-объекта к компании-покупателю, не признается в качестве отдельных НМА и, соответственно, не подлежит оценке. Согласно МСФО, напротив, НМА подлежат гораздо более полному раскрытию, а следовательно, и более тщательному процессу определения их рыночной стоимости.

Российским компаниям, участвующим в сделках по объединению, и оценщикам, помогающим определить рыночную стоимость переходящих в результате сделки НМА, необходимо понимать все различия и тонкости в трактовке НМА, подходах и методах их оценки и влияния полученных результатов оценки на финансовые и экономические показатели компании-покупателя.

Наиболее важной составляющей НМА, определяющей конкурентоспособность компании, является «клиентская база». Эти НМА, согласно российскому законодательству, не признаются отдельными активами, а следовательно, нужно быть готовым к тому, что на практике придется столкнуться с определением рыночной стоимости неизвестной природы актива. Более того, как показывает статистка сделок с иностранными компаниями, именно на данный НМА приходится наибольший удельный вес стоимости всей сделки по объединению.

В связи с этим, выявление особенностей оценки клиентской базы для целей отчетности при объединении компаний за рубежом и в РФ, анализ понятия «клиентской базы», изучение приемлемых методов ее оценки и порядок нахождения ее рыночной стоимости на практике являются задачами чрезвычайной актуальности как для российских компаний, участвующих в интеграционных процессах, так и для российских оценщиков, выполняющих работы по оценке соответствующих НМА.

**Степень научной разработанности темы исследования.** Методические и теоретические проблемы оценки клиентской базы нашли отражение в

трудах таких российских ученых, как А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, Т.В. Тазихина, В.Н. Лопатин, А.Н. Козырев, В.А. Москвин, Н.Н. Карпова, Р.П. Булыга, Д.Н. Якубова, Г.В. Булычева, В.М. Рутгайзер, Г.Г. Азгальдов, а также работами таких зарубежных авторов, как А. Дамодаран, П. Фернандес, Р. Рейли, Т. Коупленд, А. Брукинг, Г. Смит, Р. Уинфри, Г. Хокинс, Т. Стюарт, Л. Гуч и др. В работах вышеназванных авторов достаточно подробно и глубоко освещаются вопросы оценки таких видов НМА, как патенты, лицензии, товарные знаки, знаки обслуживания и др. Кроме того, в этих работах повышенное внимание уделяется такому НМА, как бренд, много работ посвящено оценке интеллектуального капитала, однако, они не имеют своей целью раскрытие понятия «клиентской базы», обоснование метода и разработки алгоритма ее оценки для целей отчетности, составляемой в соответствии с МСФО, и поэтому освещают данную проблему лишь косвенно.

**Целью исследования** является совершенствование методологии оценки стоимости «клиентской базы» при объединении компаний.

Для достижения цели исследования были поставлены следующие **задачи**:

1. определить понятие «клиентской базы» как важнейшего нематериального актива (НМА), характеризующего конкурентоспособность и стоимость бизнеса;
2. выявить особенности оценки НМА в целом и клиентской базы в частности при объединении компаний за рубежом и в РФ;
3. определить регулятивную базу оценки НМА при объединении компаний за рубежом и в РФ;
4. раскрыть подходы и методы оценки стоимости «клиентской базы» компании и обосновать наиболее эффективный метод ее оценки;
5. усовершенствовать алгоритм расчета оставшегося срока полезного использования «клиентской базы» при ее оценке;
6. усовершенствовать алгоритм расчета денежного потока и ставки дисконтирования «клиентской базы» при ее оценке;

7. определить пути повышения эффективности и качества работ по оценке «клиентской базы» при объединении компаний для российских оценщиков.

**Объектом** исследования является клиентская база, приобретаемая в составе компании-объекта при ее объединении с компанией-покупателем.

**Предметом** исследования является методология оценки стоимости «клиентской базы» при объединении компаний.

**Методологической и теоретической основой** исследования стали труды отечественных и зарубежных ученых по проблеме оценки НМА. Основные из них созданы такими авторами, как: А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, Т.В. Тазихина, В.Н. Лопатин, А.Н. Козырев, В.А. Москвин, Н.Н. Карпова, Р.П. Булыга, Д.Н. Якубова, Г.В. Булычева, В.М. Рутгайзер, Г.Г. Азгальдов, А. Дамодаран, П. Фернандес, Р. Рейли, Т. Коупленд, А. Брукинг, Г. Смит, Р. Уинфри, Г. Хокинс, Т. Стюарт, Л. Гуч и др.

Кроме того, исследование базируется на изучении и анализе законодательных актов РФ, нормативных документов Европейского Сообщества, МСФО, а также документов, опубликованных Управлением по финансовым стандартам США (Financial Accounting Standards Board). Данные документы регулируют оценку НМА в целом, а также частные вопросы, касающиеся оценки «клиентской базы».

Научное исследование проводилось с использованием системного подхода, методов обобщения и сравнения, анализа и синтеза, метода группировок, методов исторического и логического анализа теоретического и практического материала.

Исследование проведено в рамках п.7.6 Паспорта специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит».

**Научная новизна** исследования заключается в развитии методологии оценки рыночной стоимости клиентской базы при объединении компаний. Новыми являются следующие положения:

1. Уточнено содержание понятий «объединение компаний», «нематериальные активы» (НМА) за счет проведения их сравнительного анализа в соответствии с зарубежным и российским законодательством, научно обоснована необходимость совершенствования методологии учета и оценки НМА при объединении компаний с целью корректного отражения их рыночной стоимости в отчетности.

2. Дана научно обоснованная характеристика «клиентской базы» как объекта оценки в составе НМА за счет определения и анализа ее места в системе всего бизнеса в целом.

3. Приведено научное обоснование выбора наиболее эффективного метода оценки «клиентской базы» при объединении компаний – метода МЕЕМ (Multi-period Excess Earnings Method, Многопериодный Метод Остаточных Доходов) – за счет сопоставления его с другими методами оценки и выявления его ключевых преимуществ перед ними (увязывания стоимости клиентской базы со стоимостью бизнеса, соответствия основных допущений метода природе клиентской базы, корректного и подробного учета доли участия других активов).

4. Научно обоснованы алгоритмы расчета оставшегося срока полезного использования «клиентской базы» (на основе аппроксимации поведения «клиентской базы» с помощью кривых Айова); денежного потока, генерируемого «клиентской базой» (на основе общего бизнес-плана путем вычитания доли участия других активов); ставки дисконтирования «клиентской базы» (на основе средневзвешенной стоимости капитала с учетом поправки на риск и ликвидность «клиентской базы»).

5. Разработаны и научно обоснованы методические рекомендации российским оценщикам, позволяющие корректно идентифицировать и эффективно оценить рыночную стоимость клиентской базы при объединении компаний (составлять принципиальную схему-систему бизнеса с целью перехода от экономических понятий к понятиям МСФО; анализировать

клиентскую базу по ряду разработанных автором количественных и качественных показателей; корректировать бизнес-план компании объекта на нерыночные денежные потоки; корректно элиминировать долю участия других активов; учитывать дополнительные риски в ставке дисконтирования; проводить анализ чувствительности результатов оценки к кривой выбытия клиентской базы и долям участия других активов).

**Практическая значимость** работы заключается в том, что содержащиеся в ней выводы и рекомендации могут быть широко использованы российскими практикующими оценщиками, а также управляющими компании. В частности, самостоятельное практическое значение имеют:

1. классификация методов объединения компаний по зарубежному и российскому праву;
2. принципиальная схема бизнеса компании с выделением в ней места «клиентской базы»;
3. система количественных и качественных показателей «клиентской базы» для определения значимости «клиентской базы» в функционировании бизнеса в целом;
4. методические рекомендации по использованию наиболее эффективного метода для оценки «клиентской базы» на практике:
  - аппроксимировать поведение кривой выбытия «клиентской базы» с помощью кривых Айова методом наименьших квадратов с учетом данных за ретроспективный период;
  - учитывать долю «других активов» путем расчета аннуитетных лизинговых платежей гипотетическому собственнику этих активов при расчете денежного потока, генерируемого «клиентской базой»;
5. программная среда расчетов в табличном редакторе Excel семейства Office компании Microsoft с целью автоматизации определения



рыночной стоимости «клиентской базы» компании-объекта при ее объединении с компанией-покупателем.

**Апробация и внедрение результатов исследования** осуществлялись в ходе практической деятельности в компании PricewaterhouseCoopers, в частности в офисах г. Москвы и Франкфурта-на-Майне (Германия). Изложенные в работе выводы и рекомендации были успешно применены на практике при оценке клиентской базы при объединении компаний РФ, Германии, Италии и США.

Диссертационная работа выполнена в рамках НИР Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации, проводимых в соответствии с Комплексной темой «Пути развития финансово-экономического сектора России».

Основные положения и результаты работы были доложены во время выступления на тему «Оценка и учет нематериальных активов как важный фактор стимулирования инноваций» на заседании круглого стола, посвященного инновациям в России: «Стратегия инновационного развития российской экономики: финансовые, банковские и валютные аспекты» – проведенного в г. Москве Центром Фундаментальных и Прикладных Исследований в январе 2007 г.

Материалы исследования используются кафедрой «Оценка и управление собственностью» ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации» в преподавании дисциплин «Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности» и «Практика оценки стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности».

**Публикации.** Основные положения диссертации отражены в пяти публикациях общим объемом 3,05 п.л. (весь объем авторский), в том числе в одной статье объемом 0,60 п.л. в журнале, входящем в перечень ВАК.

**Структура** диссертации определяется целью и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка использованной литературы и приложений.

## **Глава 1. Особенности оценки нематериальных активов при объединении компаний**

### ***1.1. Сравнительный анализ правовых основ сделок по объединению компаний за рубежом и в РФ***

В современном мире превалируют интеграционные процессы во всех сферах жизнедеятельности общества. Основной формой этих процессов в экономической сфере являются объединения компаний, в результате которых меняются собственники компаний и, как следствие, активы компании-объекта сделки переходят к компании-покупателю. Чтобы повысить прозрачность сделок и их сопоставимость между собой и во времени, многие международные организации, и, в частности, комитет по международным стандартам финансовой отчетности (далее – МСФО), ужесточают требования по раскрытию информации касательно мотивов таких сделок и тех активов и обязательств, которые переходят от компании-объекта к компании-покупателю.

Российские компании активно участвуют в интеграционных процессах. С одной стороны, они часто являются одной из сторон сделки по объединению (либо компанией-объектом, либо компанией-покупателем), с другой – пытаются добиться международного признания и укрепить доверие со стороны западных инвесторов и, таким образом, выйти на рынок международного капитала. Залогом доверия со стороны западных инвесторов является хорошо подготовленная финансовая отчетность, представляющая объективную и достоверную информацию об активах компании и источниках их образования. Одним из общепризнанных мировых стандартов при подготовке качественной финансовой отчетности являются МСФО, в связи с чем многие российские компании начинают публиковать свою отчетность в соответствии с этими стандартами, наряду с «обязательной» отчетностью, составляемой в соответствии с российскими правилами бухгалтерского учета.

В процессе объединения российских компаний, публикующих свою отчетность в соответствии с МСФО, встает вопрос о правильном отражении сделки по объединению в отчетности. В таких сделках чрезвычайно важной является корректная идентификация и оценка стоимости переходящих активов с целью их отражения на балансе компании-покупателя. Для такой работы необходимо привлечение независимого профессионального оценщика.

Российским компаниям, переходящим на МСФО, необходимо четко понимать различия в учете сделок по объединению и оценке переходящих в результате их совершения активов и обязательств между российским и международным правом. Прежде чем переходить к вопросу непосредственно оценки активов, переходящих от компании-объекта к компании-покупателю, необходимо рассмотреть, что понимается под термином «объединение компаний» с правовой точки зрения.

Поскольку понятия «объединение» и «компания» в российском законодательстве не закреплены, нужно вначале раскрыть эти термины, в соответствии с зарубежным правом, найти аналогии в российских нормативно-правовых актах и дать сравнительный анализ правовых основ сделок по объединению в РФ и за рубежом.

Под зарубежным правом, или зарубежным законодательством, в настоящей работе понимается МСФО, европейское право и международные стандарты оценки (далее – МСО).

### *1.1.1. Правовая основа сделок по объединению компаний за рубежом*

#### **Понятие «объединение»**

В МСФО 3 «Объединение компаний» (далее – IFRS 3) под объединением компаний понимается соединение отдельных организаций или предприятий в единую отчитывающуюся организацию [60, Appendix A]. Такое определение объединения компаний является достаточно широким, и неслучайно. В IFRS 3 подчеркивается, что при определении данного термина исходили из того,

---

чтобы под него попадала большая часть совершаемых сделок, независимо от их юридической и экономической формы.

### **Понятие «компания»**

Независимо от метода объединения, под компанией (business), в соответствии с IFRS 3, понимается взаимосвязанный комплекс деятельности и активов, осуществляемый и управляемый в целях обеспечения:

а) дохода инвесторов;

б) снижения издержек или прочих экономических выгод прямо или пропорционально держателям и участникам.

Компания обычно состоит из вводимых ресурсов, процессов, применяемых к ресурсам, выпускаемой продукции, которая используется или будет использоваться для генерирования доходов. Если деловая репутация присутствует в передаваемом комплексе деятельности и активов, такой комплекс, предположительно, является компанией [60, Appendix A].

Определение компании, содержащееся в IFRS 3, весьма объемное по форме и по содержанию. Это направлено на то, чтобы как можно подробнее описать экономическую суть того, что может называться компанией. В IFRS 3 при анализе, является ли комплекс деятельности и активов компанией или нет, рассматривается экономическая, а не юридическая, составляющая. В первую очередь принимается во внимание не то, является ли комплекс деятельности и активов самостоятельным юридическим лицом, зарегистрированным в соответствующих государственных органах, а то, насколько данный комплекс способен либо приносить доход, либо сокращать издержки или иным образом приносить выгоды ее владельцам. В некоторых случаях, в соответствии с IFRS 3, понятия юридического лица и компании могут не совпадать. Последнее может быть как уже, так и шире первого. В частности, отдельное подразделение в составе юридического лица может признаваться компанией в соответствии с IFRS 3, даже не будучи самостоятельным юридическим лицом.

В МСО под компанией (business entity) понимается любая коммерческая, промышленная или инвестиционная организация или организация сферы услуг, занимающаяся экономической деятельностью [63, р. 3].

Определение, данное компании в МСО больше акцентирует внимание на юридической составляющей. Компания – это в первую очередь организация, имеющая, как правило, юридическую обособленность.

### **Методы объединения компаний**

В IFRS 3 выделяются следующие методы объединения [60, р. 4–9]:

1. покупка (контрольного пакета) акций одной компании другой компанией;
2. покупка чистых активов одной компании другой компанией;
3. покупка части чистых активов одной компании другой компанией;
4. образование новой компании, контролирующей объединяющиеся компании;
5. реорганизация одной или нескольких объединяющихся компаний;
6. прочие методы.

Эти методы учитывают также такие сделки, которые на практике часто называются слияниями (merger) и поглощениями (acquisition). Понятие «слияние», в зависимости от контекста сделки, соответствует образованию новой компании или же реорганизации одной или нескольких компаний. Понятие «поглощение» соответствует покупке (контрольного пакета) акций одной компании другой компанией. Рассмотрим эти понятия чуть подробнее [40, с. 66–71].

Согласно Третьей Директиве Совета от 9 октября 1978 года, основанной на пп. г п. 3 статьи 54 договора «О слиянии акционерных компаний», под слиянием в первую очередь понимается «слияние путем поглощения» (merger by acquisition), во вторую – «слияние путем образования новой компании» (merger by formation of a new company) [65, а. 3–4].

Под слиянием путем поглощения следует понимать операцию, в результате которой одна или более компаний прекращают свою деятельность без осуществления процедуры ликвидации и передает в другую компанию все свои активы и обязательства в обмен на выпуск (для владельцев акций компании или компаний, подлежащих слиянию) акций в приобретающей их компании и выдачу им наличных денежных средств (если подобная выдача производится) в размере, не превышающем 10% от номинальной стоимости выпущенных для этого акций или в тех случаях, когда акции не имеют номинальной стоимости, их расчетного паритета [65, а. 3].

Под слиянием путем образования новой компании следует понимать операцию, при которой несколько компаний прекращают свою деятельность без осуществления процедуры ликвидации и передают в компанию, которую они образуют, все свои активы и обязательства в обмен на выпуск их акционерам акций новой компании и денежного вознаграждения, если таковое имеется, не превышающего 10% от номинальной стоимости выпущенных для этого акций или в тех случаях, когда не имеют номинальной стоимости, их расчетного паритета [65, а. 4].

Согласно этим определениям, то, что называется слиянием путем образования новой компании, в терминах IFRS 3 соответствует образованию новой компании, контролирующей объединяющиеся компании. То, что называется слиянием путем поглощения, соответствует в терминах IFRS 3 реорганизации одной или нескольких объединяющихся компаний.

Что касается термина «поглощение» (acquisition), то он является, скорее, экономическим, нежели юридическим понятием. Здесь сразу стоит оговориться, что «поглощение» (acquisition) и «слияние путем поглощения» (merger by acquisition) – понятия разные.

Поглощения компаний в ЕС регулируются, в частности, «Директивой о предложениях о поглощении» (далее – Directive) [55]. Согласно Directive, под предложением о поглощении (takeover bid) следует понимать публичное

предложение (кроме как самой поглощаемой компанией), сделанное держателям ценных бумаг компании, о поглощении (to acquire) всех или некоторых ценных бумаг, либо по желанию, либо принудительно, которое преследует цель получения (acquisition) контроля над поглощаемой компанией в соответствии с национальным законодательством [55, а.2].

Иными словами, если при слиянии, согласно праву ЕС, речь идет о реорганизации компании, то при поглощении речь идет, скорее, о покупке контрольного пакета акций (в терминах IFRS 3).

### *1.1.2. Правовая основа сделок по объединению компаний в РФ*

#### **Понятие «объединение»**

Понятие «объединение» в российском законодательстве не закреплено. Ключом к поиску соответствия между термином «объединение», в соответствии с IFRS 3 и российским правом, можно считать пять основных методов, с помощью которых может осуществляться объединение компаний, согласно IFRS 3 (см. стр. 14). Сравнительный анализ методов объединения между российским и зарубежным законодательством см. ниже в разделе «Методы объединения компаний».

#### **Понятие «компания»**

В зависимости от выбранного метода объединения будет также зависеть и определение понятия «компания». Этот термин в российском законодательстве четко не закреплён и лишь косвенно упоминается в НК РФ при раскрытии термина «организации». Под организациями понимаются «юридические лица, образованные в соответствии с законодательством Российской Федерации (далее – российские организации), а также иностранные юридические лица, *компании* и другие корпоративные образования, обладающие гражданской правоспособностью, созданные в соответствии с законодательством иностранных государств, международные организации, их филиалы и представительства, созданные на территории



Российской Федерации (далее – иностранные организации)» [3, ст. 11] (курсив – автора).

### Методы объединения компаний

Сравнительный анализ методов объединения, согласно IFRS 3 и российскому праву, приведен в таблице ниже.

Таблица 1

#### Сравнительный анализ методов объединения

	IFRS 3		Российское право	
	Объединение	Компания	Объединение	Компания
Метод 1	Покупка (контрольного пакета) акций одной компании другой компанией	Компания – наличие операций и активов, управляемых с целью: а) обеспечения доходности инвесторам; б) снижения издержек; в) получения экономических выгод	Купля-продажа акций	Юридическое лицо – а) самостоятельный правовой статус; б) обособленное имущество; в) субъект гражданского права
Метод 2	Покупка чистых активов одной компании другой компанией	Компания – см. выше (метод 1)	Продажа предприятия	Предприятие – а) имущественный комплекс; б) осуществление предпринимательской деятельности; в) объект гражданского права
Метод 3	Покупка части чистых активов одной компании другой компанией	Компания – см. выше (метод 1)	Продажа предприятия	Предприятие – см. выше (метод 2)
Метод 4	Образование новой компании, контролирующей объединяющиеся компании	Компания – см. выше (метод 1)	Слияние юридических лиц	Юридическое лицо – см. выше (метод 1)
Метод 5	Реорганизация одной	Компания – см. выше	Присоединение	Юридическое лицо –

	или нескольких объединяющихся компаний	(метод 1)	юридических лиц	см. выше (метод 1)
--	--	-----------	--------------------	--------------------

Покупка (контрольного пакета) акций одной компании другой компанией при определенных допущениях соответствует договору купли-продажи акций. Так, согласно ГК РФ, «к объектам гражданских прав относятся вещи, включая деньги и ценные бумаги...» [2, ст. 128]. Акции же, в соответствии со статьей 143 ГК РФ, относятся к ценным бумагам. Купля-продажа акций как объектов гражданских прав закреплена параграфом первым главы тридцатой раздела четвертого части второй ГК РФ.

Термин «компания» здесь более всего соответствует российскому понятию «юридическое лицо». В данном случае компания, а точнее юридическое лицо, выступает *субъектом* гражданско-правового оборота. Согласно ГК РФ, в качестве юридического лица «признается организация, которая имеет в собственности, хозяйственном ведении или оперативном управлении обособленное имущество и отвечает по своим обязательствам этим имуществом, может от своего имени приобретать и осуществлять имущественные и личные неимущественные права, нести обязанности, быть истцом и ответчиком в суде...» [2, ст. 48]. Ценной бумагой, согласно ст. 142 ГК РФ, является «документ, удостоверяющий... имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении». Акция же является одним из видов ценных бумаг, по ГК РФ. Следовательно, способность юридических лиц от своего имени приобретать имущественные права подразумевает, помимо прочего, способность приобретать акции других юридических лиц.

Покупка чистых активов одной компании другой компанией и покупка части чистых активов одной компании другой компанией при определенных допущениях подпадают под ситуацию, которая в ГК РФ называется «продажей предприятия». «По договору продажи предприятия продавец обязуется передать в собственность покупателя предприятие в целом как

имущественный комплекс..., за исключением прав и обязанностей, которые продавец не вправе передавать другим лицам» [2, ст. 559].

Термину «компания», соответственно, более всего подходит понятие «предприятие», закрепленное ст. 132 ГК РФ. Согласно этой статье, «предприятие в целом или его часть могут быть объектом купли-продажи, залога, аренды и других сделок, связанных с установлением, изменением и прекращением вещных прав» [2, ст. 132].

Образование новой компании, контролирующей объединяющиеся компании, при определенных допущениях соответствуют российскому термину «слияние», закрепленному статьей 57 ГК РФ, а также в ФЗ об АО [6] и ФЗ об ООО [7].

В соответствии с ГК РФ, слияние является одной из форм реорганизации юридического лица [2, ст. 57]. Согласно ФЗ об АО, «слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних» [6, ст. 16]. Аналогичное определение содержится и в ФЗ об ООО. «При слиянии юридических лиц права и обязанности каждого из них переходят к вновь возникшему юридическому лицу в соответствии с передаточным актом» [2, ст. 58].

В данном случае на месте двух или нескольких прежних юридических лиц возникает одно новое. Обычно (т.е. в большинстве стран) новое юридическое лицо подлежит обязательной регистрации в государственных органах. В РФ такая регистрация является обязательной [22, с. 131]. Так, в ФЗ «О государственной регистрации юридических лиц» говорится, что «реорганизация юридических лиц в форме слияния считается завершенной с момента государственной регистрации вновь возникшего юридического лица, а юридические лица, реорганизованные в форме слияния, считаются прекратившими свою деятельность» [4, ст. 16].

Получается, что объединение компаний, при котором образуется новая компания, контролирующая объединяющиеся компании, больше всего соответствует одной из форм реорганизации юридических лиц, закрепленных российским законодательством, а именно понятию «слияние».

Термин «компания» в данном случае соответствует понятию «юридическое лицо», закрепленному ст. 57 ГК РФ.

Реорганизация одной или нескольких объединяющихся компаний при определенных допущениях и учитывая определение, данное в IFRS 3, соответствуют российскому термину «присоединению», закрепленному, также, как и «слияние», статьей 57 ГК РФ, а также в ФЗ об АО и ФЗ об ООО.

В соответствии с ГК РФ, присоединение, наряду с уже упоминавшимся слиянием, а также выделением, разделением и преобразованием, является одной из форм реорганизации юридического лица [2, ст. 57]. Согласно ФЗ об АО, «присоединением общества признается прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу» [6, ст. 17]. Аналогичное определение содержится и в ФЗ об ООО. «При присоединении юридического лица к другому юридическому лицу к последнему переходят права и обязанности присоединенного юридического лица в соответствии с передаточным актом» [2, ст. 58].

В данном случае права и обязанности одного или нескольких юридических лиц переходят к какому-то одному, уже существующему юридическому лицу. Возникновения нового юридического лица не происходит. Обычно (т.е. в большинстве стран) переход прав от одного юридического лица другому подлежит обязательной регистрации в государственных органах. В РФ такая регистрация, равно как и регистрация слияния юридических лиц, является обязательной. Так, в ФЗ «О государственной регистрации юридических лиц» говорится, что «реорганизация юридических лиц в форме присоединения с момента внесения

в государственный реестр записи о прекращении деятельности последнего из присоединенных лиц считается завершенной» [4, ст. 16].

Получается, что объединение компаний, при котором реорганизуется одна из объединяющихся компаний, больше всего соответствует одной из форм реорганизации юридических лиц, закрепленных российским законодательством, а именно понятию «присоединение».

Термин «компания» в данном случае соответствует понятию «юридическое лицо», закрепленному ст. 57 ГК РФ.

Термины «объединение» и «компания» далее в диссертационной работе понимаются в соответствии с определениями, данными в IFRS 3.

Опыт компаний Европы и США показывает, что при объединении наибольшее значение уделяется вопросам учета и оценки нематериальных активов, поскольку их доля в цене сделки обычно наивысшая [94, с. 2].

### ***1.2. Задачи и особенности учета и оценки нематериальных активов в цене сделок при объединении компаний за рубежом и в РФ***

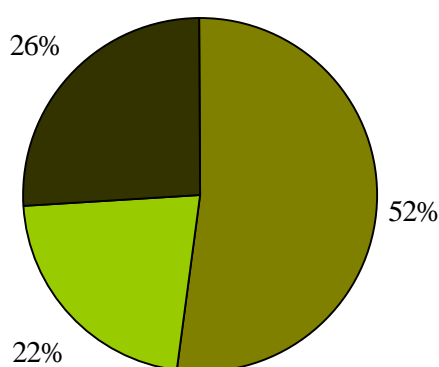
Цена сделки по объединению (cost of business combination) – эта та сумма денежных средств, которые компания-покупатель заплатила компании-объекту. Основная работа профессионального оценщика при объединении компаний заключается в корректном *распределении* этой *цены сделки* (purchase price allocation), под которым понимается процесс разнесения стоимости сделки по балансовым статьям компании-покупателя *на основе справедливых стоимостей* присоединяемых активов и обязательств. Разница между стоимостью сделки и оцененными чистыми активами присоединенной компании составляет стоимость деловой репутации компании (которая, по своей сути, больше относится к нематериальным, нежели к материальным активам).

Ключевым вопросом при распределении стоимости сделки при объединении компаний является идентификация и оценка нематериальных активов (далее – НМА), поскольку их доля в цене сделки очень значительна.

Забегаая вперед, следует сразу остановиться на *взаимосвязи* таких *понятий*, как *НМА*, *клиентская база* и *деловая репутация*. Для целей диссертации НМА понимаются в соответствии с МСФО. Как будет показано ниже, согласно МСФО, понятие «деловая репутация» не входит в понятие НМА (а точнее, в понятие идентифицируемых НМА) и рассматривается отдельно. Такая трактовка несколько отличается от российских правил бухгалтерского учета, в которых деловая репутация считается одним из видов НМА [13]. Клиентская база в свою очередь, будучи идентифицированной, является составной частью НМА. Иными словами, в данной диссертации клиентская база рассматривается именно в составе идентифицируемых НМА и не входит в состав деловой репутации.

Практика сделок по объединению компаний показывает, что в среднем на долю НМА и деловой репутации приходится больше половины от цены сделки. Согласно анализу, проведенному компанией PricewaterhouseCoopers на основе около 180 сделок, совершенных в США в 2003 г., из всех стоимостей сделок в среднем 52% приходилось на стоимость деловой репутации, 22% приходилось на стоимость НМА (кроме деловой репутации), прочие 26% – на другие чистые активы (см. рисунок ниже).

■ Деловая репутация ■ НМА (кроме деловой репутации) ■ Прочие чистые активы



**Рисунок 1.** Структура средней стоимости сделки в процессе ее распределения для компаний США в 2003 г.

В отраслевом разрезе распределение средней цены сделки в США в 2003 г. выглядело следующим образом (см. рисунок ниже).



**Рисунок 2.** Распределение средней цены сделки в среднем по отраслям в США в 2003 г.

Опыт зарубежных стран является чрезвычайно полезным для российских компаний, поскольку позволяет осознать важность НМА для функционирования компании. С переходом российских компаний на МСФО возникает необходимость более четкого и подробного выделения НМА из цены сделки. В МСФО содержатся гораздо более жесткие и полные требования к такого рода выделению, в отличие от российского законодательства. В связи с этим, менеджерам российских компаний нужно четко представлять, какие из НМА, не оцениваемых и не отражаемых на российском балансе, должны будут учитываться на балансе, подготовленном в соответствии с МСФО.

### *1.2.1. Задачи и особенности учета и оценки нематериальных активов в цене сделок при объединении компаний за рубежом*

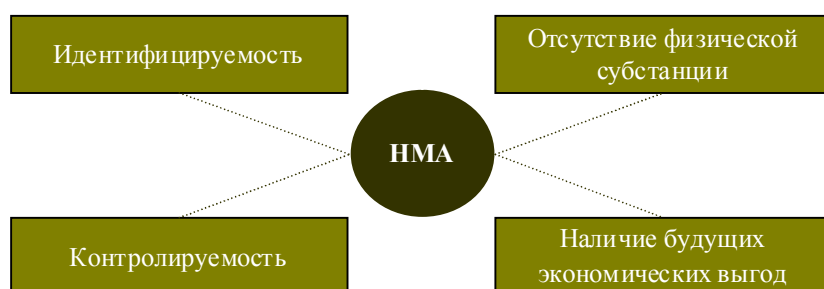
#### **Понятие НМА**

В IAS 38 под НМА понимают идентифицируемый неденежный актив, не обладающий физической субстанцией [58, р. 8]. Поскольку в МСФО раскрывается, помимо прочих, понятие актива [44, с. 11], необходимо дать

определение и этому термину, чтобы лучше понять суть, вкладываемую в термин НМА, в соответствии с IAS 38. Итак, под активом понимается ресурс:

1. который контролируется организацией в результате прошлых событий;
2. от которого ожидаются будущие экономические выгоды в пользу организации [59, р. 49].

Получается, что у каждого НМА должно быть, как минимум, четыре признака (см. рис. ниже).



**Рисунок 3.** Признаки НМА, согласно МСФО

Определение НМА, по IAS 38, значительно шире, чем определение, данное в НК РФ. Это направлено на то, чтобы как можно полнее раскрыть экономическую сущность НМА. В то время, как в российском праве акцент делается на конкретных признаках НМА и условиях, при которых актив может быть принят к учету в качестве нематериального, в IAS 38 дается определение НМА, позволяющее охватывать не только результаты интеллектуальной деятельности и виды интеллектуальной собственности, но и прочие виды активов, речь о которых пойдет ниже.

В МСО под НМА понимаются активы, которые проявляют себя своими экономическими свойствами; они не обладают физической субстанцией; они дают права и привилегии их собственнику; они обычно генерируют доходы для их собственника [63, р. 3].

Как видно, определения НМА, по IAS 38 и МСО, по сути, совпадают.

### **Виды НМА**



Согласно иллюстративным примерам, сопровождающим IFRS 3 [61], НМА, приобретаемые при объединении компании, можно разбить на несколько групп. Эти группы представлены в таблице ниже.

Таблица 2

*Виды НМА, закрепленные IFRS 3*

Группа НМА	Вид НМА
НМА, относящиеся к маркетингу	<ul style="list-style-type: none"> <li>– торговые марки, товарные знаки;</li> <li>– знаки обслуживания, коллективные товарные знаки и сертификационные знаки;</li> <li>– фирменный стиль (уникальный цвет, форма и дизайн упаковки);</li> <li>– названия газет;</li> <li>– названия интернет-доменов;</li> <li>– соглашения об исключении конкуренции.</li> </ul>
НМА, относящиеся к клиентской сфере («клиентская база»)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– списки клиентов;</li> <li>– портфель невыполненных заказов, планов производства;</li> <li>– договоры с клиентами и связанные с договорами отношения с клиентами;</li> <li>– внедоговорные отношения с клиентами.</li> </ul>
НМА, относящиеся к сфере искусств	<ul style="list-style-type: none"> <li>– спектакли, оперы, балеты;</li> <li>– книги, журналы, газеты, прочие литературные произведения;</li> <li>– музыкальные произведения (сочинения, тексты песен, музыкальные рекламные ролики);</li> <li>– картины, фотографии;</li> <li>– видео- и аудиовизуальные материалы, включая фильмы, музыкальные видеосюжеты и телевизионные программы.</li> </ul>
НМА, относящиеся к договорной сфере	<ul style="list-style-type: none"> <li>– лицензии, роялти, соглашения о невострребовании долгов;</li> <li>– договоры на рекламу, строительство, управление, предоставление услуг или поставку товаров;</li> <li>– договоры аренды;</li> <li>– разрешения на строительство;</li> <li>– договоры франшизы;</li> <li>– права на эксплуатацию и вещание;</li> <li>– права на водные/воздушные/минеральные ресурсы, вырубку леса и дороги...</li> </ul>
НМА, относящиеся к сфере технологий	<ul style="list-style-type: none"> <li>– запатентованные технологии;</li> <li>– программное обеспечение для компьютеров и шаблоны;</li> <li>– незапатентованные технологии;</li> <li>– базы данных, включая структуры;</li> <li>– коммерческие тайны (секретные формулы, процессы, рецепты).</li> </ul>

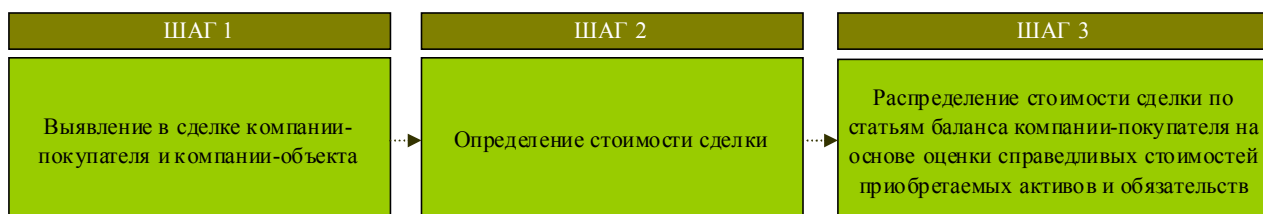
### Учет НМА и его особенности при объединении компаний

Учет НМА при объединении компаний неразрывно связан с учетом самой сделки, поэтому вопросы учета сделки и НМА рассмотрены преимущественно в комплексе. Учет в данном случае понимается в бухгалтерском смысле слова и подразумевает отражение НМА и сделки в отчетности компании.

Согласно IFRS 3, учет сделок по объединению компаний, равно как и учет НМА, *не зависит* от того, *каким* конкретным *методом* осуществляется *объединение компаний*. В любом случае учет происходит по «методу покупки» (purchase method).

Метод покупки предполагает обязательное выделение в сделке по объединению компании-покупателя и компании-объекта и переоценку всех активов и обязательств компании-объекта по справедливой рыночной стоимости [69, S. 158–162].

Иными словами, учет сделок по объединению компаний по методу покупки предусматривает выполнение следующих шагов [60, p. 16].



**Рисунок 4.** Алгоритм учета сделки по методу покупки

До марта 2004 г., когда вышел в свет IFRS 3, объединение компаний регулировалось уже утратившим силу МСФО 22 «Объединение компаний» (далее – IAS 22) [57]. Учет сделок по объединению мог осуществляться одним из двух методов – методом объединения интересов (pooling of interests method, когда балансы двух компаний попросту «складываются») или методом покупки. Однако впоследствии комитетом по МСФО было решено отказаться от метода объединения интересов и оставить метод покупки в качестве единственно возможным методом учета сделки по объединению.

Основные причины, по которым произошел отказ от метода объединения интересов, сводятся к следующим.

Во-первых, в 1990-х гг. резко увеличилось число сделок по объединению. Отсутствие единообразия учета в IAS 22 (наличие сразу двух методов учета) приводило к тому, что одна и та же сделка, будь она отраженной по каждому из методов, приводила к совершенно разным результатам в отчетности компании [94, р. 7]. Это затрудняло сопоставимость сделок между собой и во времени. К тому же многие компании еще на стадии подготовки сделки пытались определить, какой метод учета лучше отразится на их финансовой отчетности, и, исходя из этого, моделировали сделку. Такой порядок затруднял понимание акционерами истинных мотивов сделки.

Во-вторых, применение метода объединения интересов было возможно лишь при выполнении ограниченного числа критериев. Несмотря на относительную жесткость этих критериев, на практике было достаточно сложно определить, удовлетворяет ли данная сделка этим критериям полностью или нет.

В-третьих, анализ сделок, проведенный комитетом по МСФО, показал, что объединение компаний в форме «настоящего» слияния (когда сливаются действительно «равные» компании) происходит крайне редко. На практике подавляющее число сделок – это покупка одной компании другой, т.е. это те сделки, где можно выделить компанию-покупателя и компанию-объект.

### **Оценка НМА и ее специфика при объединении компаний**

Во-первых, при приобретении НМА при объединении компаний необходимо всегда оценивать их справедливую стоимость [58, р. 33]. Это является одной из специфических черт оценки НМА при объединении компаний. Ни при каких условиях в качестве стоимости НМА для постановки его на баланс компании-покупателя не может быть использована иная стоимость, кроме справедливой стоимости [71, S. 104–108].

Согласно IAS 38, «справедливая стоимость» (fair value) актива – это величина, за которую актив может быть обменян между осведомленными сторонами, желающими совершить обмен, действующими на расстоянии вытянутой руки [58, р. 8].

В МСО используется термин «рыночная стоимость» (market value), под которой понимается расчетная величина, которая предлагается за переход имущества из рук в руки на дату оценки в результате коммерческой сделки между добровольным покупателем и добровольным продавцом после адекватного маркетинга; при этом предполагается, что каждая сторона действовала компетентно, расчетливо и без принуждения [64, р. 3.1].

Определения, закрепленные в IAS 38 и МСО, по сути, совпадают.

*Во-вторых*, согласно IAS 38 и IFRS 3, при объединении компаний оценке могут подлежать НМА, ранее не отраженные на балансе компании-покупателя [58, р. 34]. Это означает, что прежде чем приступить к самому расчету справедливой стоимости каждого из приобретаемого НМА, необходимо вначале идентифицировать НМА, подлежащие оценке. Иными словами, следует уделять повышенное внимание определению объекта оценки. Данное обстоятельство является специфичным для оценки НМА именно при объединении компаний.

В случаях поступления НМА, отличных от объединения компании, например, при покупке отдельного актива, при обмене активов и т.п. в контракте или ином документе, как правило, объект оценки уже определен. Оценщику обычно необходимо удостовериться в существовании указанного в контракте НМА и произвести его оценку. При объединении компаний в большинстве случаев в договоре объединения конкретные НМА не указываются. Следовательно, оценщик, прежде чем приступить к техническим расчетам по определению стоимости, должен вначале понять, т.е. идентифицировать, какие же НМА переходят от компании-объекта к компании-покупателю в результате объединения.

В данном вопросе необходимо выделить два момента:

а) при объединении компаний могут быть выделены и оценены НМА, ранее не отраженные на балансе компании-объекта;

б) при объединении компаний не все НМА (в экономическом, а не в бухгалтерском смысле) необходимо отдельно оценивать и отражать на балансе.

Примерами первого типа НМА могут служить созданные внутри компании списки абонентов, товарные знаки, заголовки газет и т.п. Согласно IAS 38, эти НМА, будучи созданными внутри компании, не должны быть отражены на ее балансе, а следовательно, не должны быть оценены [58, р.63]. Но при объединении компаний данные НМА необходимо выделять в качестве активов и оценивать их справедливую стоимость.

В качестве примеров второго типа НМА можно выделить, помимо прочих, следующие:

- персонал;
- возможности предоставления услуг клиентам;
- присутствие на географически различных рынках или территориях;
- отсутствие профсоюза или сильные отношения между администрацией и профсоюзами;
- текущие программы обучения или найма персонала;
- высочайшие кредитные рейтинги;
- доступ к рынкам капитала;
- благоприятные отношения с правительством.

Эти НМА не следует выделять из стоимости деловой репутации, а значит, отдельно оценивать их стоимость.

Получается, что при оценке НМА при объединении компаний нужно вначале уделить повышенное внимание работе по определению самого объекта оценки [73, S. 266–269], т.к., во-первых, некоторые из приобретаемых НМА могут быть не учтены на балансе компании-объекта до сделки и, во-

вторых – не все НМА следует выделять из стоимости деловой репутации и отдельно отражать на балансе компании-покупателя [92, р. 22].

### *1.2.2. Задачи и особенности учета и оценки нематериальных активов в цене сделок при объединении компаний в РФ*

#### **Понятие НМА**

Четкое определение НМА в российском законодательстве содержится только в НК РФ. В нем говорится, что «нематериальными активами признаются приобретенные и (или) созданные налогоплательщиком результаты интеллектуальной деятельности и иные объекты интеллектуальной собственности (исключительные права на них), используемые в производстве продукции (выполнении работ, оказании услуг) или для управленческих нужд организации в течение длительного времени (продолжительностью свыше 12 месяцев)» [3, ст. 257].

В ПБУ 14/2000 «Учет нематериальных активов» (далее – ПБУ 14/2000) [13] определение НМА активно используется, но его дефиниции не представлено. В ПБУ 14/2000, однако, существует перечень объектов, относимых к НМА. Среди них выделяют:

1. объекты интеллектуальной собственности (исключительное право на результаты интеллектуальной деятельности);
2. деловая репутация организации (гудвил);
3. организационные расходы (расходы, связанные с образованием юридического лица, признанные в соответствии с учредительными документами частью вклада участников (учредителей) в уставный (складочный) капитал организации).

Особенностью российского законодательства, регулирующего вопрос учета и отражения НМА, является то обстоятельство, что понятие НМА и состав включаемых в НМА объектов в разных нормативно-правовых актах РФ часто не соответствуют друг другу [27, с. 179]. Так, по НК РФ, владение «ноу-хау» является НМА, а по ПБУ 14/2000 – нет. В ГК РФ термин «ноу-хау»

вообще не рассмотрен. Его приближением можно считать лишь понятие «служебная и коммерческая тайна» [2, ст. 139].

Признаками НМА, по НК РФ, являются:

1. наличие способности приносить налогоплательщику экономические выгоды (доход);

2. наличие надлежаще оформленных документов, подтверждающих существование самого нематериального актива и (или) исключительного права у налогоплательщика на результаты интеллектуальной деятельности (в том числе патенты, свидетельства, другие охранные документы, договор уступки (приобретения) патента, товарного знака) [3, ст. 257].

Признаками НМА, по ПБУ 14/2000, являются:

1. отсутствие материально-вещественной (физической) структуры;

2. возможность идентификации (выделения, отделения) организацией от другого имущества;

3. использование в производстве продукции, при выполнении или оказании услуг либо для управленческих нужд организации;

4. использование в течение длительного времени, т.е. срока полезного использования, продолжительностью свыше 12 месяцев или обычного операционного цикла, если он превышает 12 месяцев;

5. организацией не предполагается последующая перепродажа данного имущества;

6. способность приносить организации экономические выгоды (доход) в будущем;

7. наличие надлежаще оформленных документов, подтверждающих существование самого актива и исключительного права у организации на результаты интеллектуальной деятельности (патенты, свидетельства, другие охранные документы, договор уступки (приобретения) патента, товарного знака и т.п.) [13, ст. 3].

Как видно, в ПБУ 14/2000 содержится гораздо более детальный список признаков, которым должен удовлетворять актив, чтобы называться нематериальным.

Следует подчеркнуть, что в российском законодательстве достаточно подробно рассмотрен вопрос об интеллектуальной собственности и прав на нее. В частности, в Конституции РФ говорится о том, что «интеллектуальная собственность охраняется законом» [1, ст. 44]. Для каждого вида права на интеллектуальную собственность (исключительное право патентообладателя на изобретение, промышленный образец, полезную модель; исключительное авторское право на программы для ЭВМ, базы данных; имущественное право автора или иного правообладателя на топологии интегральных микросхем; исключительное право владельца на товарный знак и знак обслуживания, наименование места происхождения товаров; исключительное право патентообладателя на селекционные достижения) существует отдельное законодательство. Существует специальное оценочное законодательство, регулирующее определение рыночной стоимости интеллектуальной собственности [9]. Поскольку НМА, по НК РФ, это «приобретенные и (или) созданные налогоплательщиком... объекты *интеллектуальной собственности*» (курсив – автора), такие НМА, как патенты, лицензии, торговые знаки и т.п. в российском праве освещены достаточно широко. К сожалению, прочие виды НМА, выделяемые в зарубежном законодательстве, освещены в российском праве гораздо в меньшей степени.

### **Виды НМА**

В ПБУ 14/2000, НК РФ и Методических рекомендациях по определению рыночной стоимости интеллектуальной собственности представлены следующие виды НМА.



*Виды НМА, закрепленные российским законодательством*

<b>НМА</b>	<b>ПБУ 14/2000</b>	<b>НК РФ</b>	<b>Методические рекомендации</b>
Объекты интеллектуальной собственности	закреплены	закреплены	закреплены
право на изобретение, промышленный образец, полезную модель	закреплено	закреплено	закреплено
право на программы для ЭВМ, базы данных	закреплено	закреплено	закреплено
право на топологии интегральных микросхем	закреплено	закреплено	закреплено
право на товарный знак и знак обслуживания	закреплено	закреплено	закреплено
право на наименование места происхождения товаров	закреплено	закреплено	не закреплено
право на фирменное наименование	не закреплено	закреплено	не закреплено
право на селекционные достижения	закреплено	закреплено	закреплено
Владение «ноу-хау», секретной формулой или процессом, информацией в отношении промышленного, коммерческого или научного опыта	не закреплено	закреплено	закреплено
Произведения науки, литературы или искусства	не закреплены	не закреплены	закреплены
Деловая репутация	закреплена	не закреплена	не закреплена
Организационные расходы, связанные с образованием юридического лица	закреплены	не закреплены	не закреплены

Важно отметить следующие особенности:

1. перечень НМА является достаточно узким и жестким. Только в Методических рекомендациях предусмотрена возможность оценки других НМА, наряду с перечисленными. В прочих законодательных актах список НМА закрытый;

2. в перечень НМА входят, в основном, только те НМА, которые регулируются договорами (патенты, товарные знаки и т.п.);

3. нет единства в отнесении к НМА определенных видов активов, например «ноу-хау», деловой репутации, организационных расходов, понесенных на стадии образования юридического лица и пр.

### **Учет НМА и его особенности при объединении компаний**

Как уже говорилось выше, учет НМА при объединении компаний неразрывно связан с учетом самой сделки, поэтому вопросы учета сделки и НМА рассмотрены преимущественно в комплексе. Учет по-прежнему понимается в бухгалтерском смысле слова и подразумевает отражение НМА и сделки в отчетности компании.

Согласно российскому законодательству, учет сделок по объединению компаний, равно как и учет НМА, *зависит* от того, *каким* конкретным *методом* осуществляется *объединение компаний*.

Кратко варианты учета сделок по объединению компаний, в зависимости от метода объединения, согласно российским нормативно-правовым актам, представлены в таблице ниже.

**Таблица 4**

#### *Учет сделок по объединению компаний и НМА в соответствии с российским законодательством*

	<b>Метод объединения</b>	<b>Отражение активов и обязательств в балансе</b>	<b>Оценка НМА для постановки на баланс</b>	<b>Корректирующая статья баланса</b>
Метод 1	Покупка (контрольного пакета) акций одной компании другой компанией	по балансовой стоимости	не требуется	корректировка не требуется
Метод 2	Покупка чистых активов одной компании другой компанией	по балансовой стоимости	не требуется	деловая репутация (в активе)
Метод 3	Покупка части чистых	по балансовой	не требуется	деловая репутация (в

	активов одной компании другой компанией	стоимости		активе)
Метод 4	Образование новой компании, контролирующей объединяющиеся компании	определяется решением реорганизуемого юр. лица (м. б. и по текущей рыночной стоимости)	может потребоваться, если было принято соответствующее решение	статья раздела «Капитал и резервы» (в пассиве)
Метод 5	Реорганизация одной или нескольких объединяющихся компаний	определяется решением реорганизуемого юр. лица (м. б. и по текущей рыночной стоимости)	может потребоваться, если было принято соответствующее решение	статья раздела «Капитал и резервы» (в пассиве)

*Покупка (контрольного пакета) акций одной компании другой компанией*

чаще всего приводит к образованию дочернего общества. Согласно ГК РФ, «хозяйственное общество признается дочерним, если другое (основное) хозяйственное общество или товарищество в силу преобладающего участия в его уставном капитале, либо в соответствии с заключенным между ними договором, либо иным образом имеет возможность определять решения, принимаемые таким обществом» [2, ст. 105]. В таком случае результаты сделки по объединению находят отражение в сводной бухгалтерской отчетности.

Согласно Методическим рекомендациям по составлению и представлению сводной бухгалтерской отчетности [10], «в случае наличия у организации дочерних и зависимых обществ эта организация... составляет сводную бухгалтерскую отчетность, включающую показатели таких обществ» [10, ст. 1.1]. «Сводная бухгалтерская отчетность... объединяет бухгалтерскую отчетность головной организации и ее дочерних обществ...» [10, ст. 1.2]. Такое объединение происходит «путем построчного суммирования соответствующих данных...» [10, ст. 3.2].

Получается, что при купле-продаже контрольного пакета акций отдельно проводимой оценки активов и обязательств не требуется. Покупатель

уплачивает продавцу определенное количество денежных средств (или других активов, финансовых инструментов) в обмен на акции. При этом в бухгалтерской отчетности происходит просто суммирование уже существующих данных. Следовательно, оценка НМА не требуется. Приобретаемые НМА, учтенные на балансе компании-объекта сделки, принимаются к учету по их балансовой стоимости.

При покупке чистых активов одной компании другой компанией или покупки части чистых активов одной компании другой компанией «до подписания договора продажи предприятия должны быть составлены и рассмотрены сторонами: акт инвентаризации, бухгалтерский баланс, заключение независимого аудитора о составе и стоимости предприятия, а также перечень всех долгов (обязательств), включаемых в состав предприятия с указанием кредиторов, характера размера и сроков их требований» [2, ст. 561]. «Состав и стоимость продаваемого предприятия определяется в договоре продажи предприятия на основе полной инвентаризации предприятия, проводимой в соответствии с правилами такой инвентаризации» [2, ст. 561].

Инвентаризация и оценка продаваемого предприятия регулируется, помимо прочих, Методическими указаниями по инвентаризации имущества и финансовых обязательств [11] (далее – Методическими указаниями по инвентаризации), Федеральным законом «О приватизации государственного и муниципального имущества» [5] (далее – ФЗ о приватизации).

Согласно Методическим указаниям по инвентаризации, «при инвентаризации нематериальных активов необходимо: проверить наличие документов, подтверждающие права организации на его использование; правильность и своевременность отражения нематериальных активов в балансе» [11, ст. 3.8]. Согласно ФЗ о приватизации, «балансовая стоимость подлежащих приватизации активов... определяется как сумма стоимости чистых активов унитарного предприятия, исчисленных по данным промежуточного баланса, и стоимости земельных участков..., за вычетом

балансовой стоимости объектов, не подлежащих приватизации в составе имущественного комплекса...» [5, ст. 11].

Следовательно, при продаже предприятия отдельно проводимая оценка активов и обязательств для целей учета не требуется. Гораздо большее значение, согласно российскому праву, имеет инвентаризация, в ходе которой выявляется принадлежащее предприятию имущество. Оценка необходима только для определения начальной цены, по которой будет приватизироваться предприятие [5, ст. 12]. При этом возникает закономерный вопрос о том, что цена, по которой приватизируется предприятие и которая определяется на основании проведенной оценки, и балансовая стоимость приобретаемых активов и обязательств, скорее всего, будут отличаться. Такая разница, а именно «разница между покупной ценой организации (как приобретенного имущественного комплекса в целом) и стоимостью по бухгалтерскому балансу всех ее активов и обязательств», согласно ПБУ 14/2000, является деловой репутации [13, ст. 27].

Итак, в данном случае при объединении компаний оценка НМА для целей их постановки на баланс компании-покупателя, согласно российскому праву, не требуется. Разница между ценой сделки и балансовой стоимостью активов и обязательств отражается в балансе как стоимость деловой репутации [19, с. 52].

При образовании новой компании, контролирующей объединяющиеся компании, или реорганизации одной или нескольких объединяющихся компаний учет сделки и НМА регулируется, помимо прочих, ГК РФ и Методическими указаниями по формированию бухгалтерской отчетности при осуществлении реорганизации организаций (далее – МУ по формированию отчетности при реорганизации) [12].

Согласно МУ по формированию отчетности при реорганизации, «в соответствии с решением (договором) учредителей оценка передаваемого при реорганизации имущества по текущей рыночной стоимости может быть

произведена организацией при составлении передаточного акта или разделительного баланса» [12, ст. 7].

При слиянии компаний «данные о полученных в процессе реорганизации... нематериальных активах возникшая организация при составлении вступительной бухгалтерской отчетности на дату государственной регистрации заполняет в оценке, по которой они отражаются в передаточном акте...» [12, ст. 18]. При присоединении компаний «данные о полученных в процессе реорганизации... нематериальных активах правопреемник при составлении бухгалтерской отчетности на дату внесения в Реестр записи о прекращении деятельности последней из присоединенных организаций заполняет в оценке, по которой они отражаются в передаточном акте...» [12, ст. 18]. Это означает, что законодательство предусматривает возможность оценки НМА не по балансовой, а по текущей рыночной стоимости для их последующей постановки на баланс новой компании (при слиянии) или компании-правопреемника (при присоединении) при реорганизации юридических лиц.

При данных методах объединения компаний, в случае если величина уставного капитала, определяемая договором слияния или присоединения, не совпадает со стоимостью чистых активов, то корректировке подлежат статьи баланса раздела «Капитал и резервы». Зачисления такого рода разницы на стоимость деловой репутации не происходит.

Итак, в данном случае при объединении компаний, по российскому законодательству, может осуществляться рыночная оценка НМА для целей их постановки на баланс компании-покупателя. Разница между уставным капиталом новой компании (при слиянии) или компании-правопреемника (при присоединении) и стоимостью чистых активов отражается в пассивной части баланса в разделе «Капитал и резервы».

### **Оценка НМА и ее специфика при объединении компаний**

Оценка НМА при объединении компаний в РФ требуется достаточно редко. К тому же к ней зачастую подходят формально. При таком подходе результаты оценки навряд ли будут полезны пользователям финансовой отчетности.

В некоторых случаях, однако, все же допускается оценка НМА по текущей рыночной (а не балансовой) стоимости [18, с. 37].

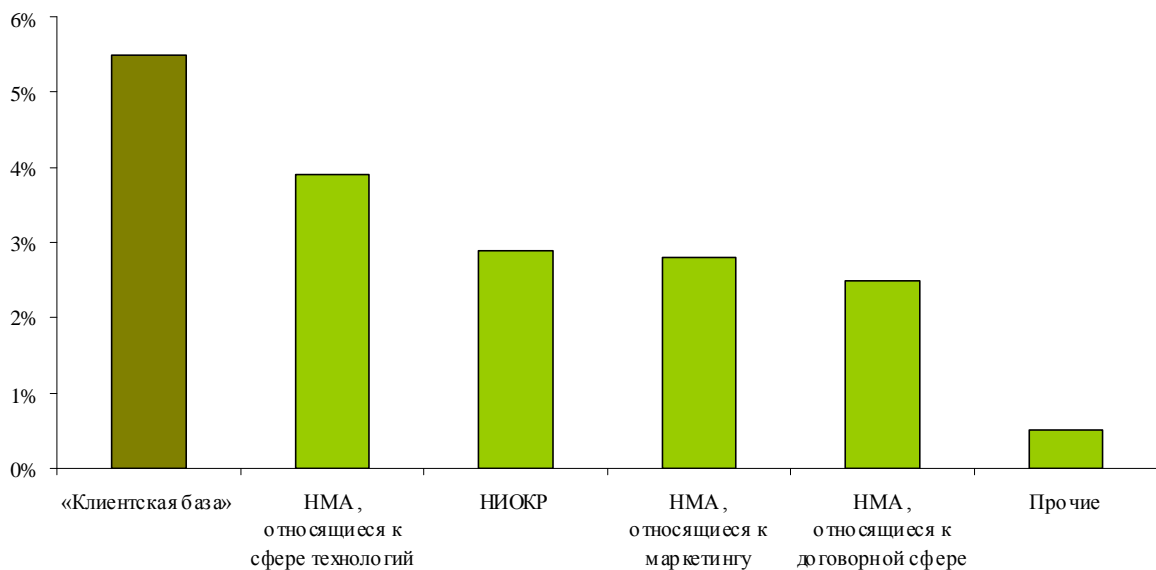
В российских стандартах оценки под «рыночной стоимостью» понимается «наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине сделки не отражаются какие-то чрезвычайные обстоятельства» [8, ст. 3].

Поскольку оценка НМА при объединении компаний в РФ является зачастую формальностью, российским компаниям, переходящим на МСФО, необходимо понимать, что картина за рубежом принципиально иная. Таким компаниям нужно иметь в виду все специфические особенности оценки НМА при объединении компаний, выделяемые западным сообществом. Во-первых, оценка НМА осуществляется только по справедливой стоимости. Во-вторых, перед непосредственной оценкой нужно идентифицировать НМА. В результате данной работы могут быть выявлены НМА, ранее не учтенные на балансе компании-объекта [82, р. 4].

#### ***1.3. Анализ клиентской базы как наиболее значимой составляющей нематериальных активов при объединении компаний***

Ключевым моментом при объединении компаний и распределении цены сделки по объединению является идентификация и оценка НМА. В вопросе о том, какой НМА является самым значимым в бизнесе компании-объекта и за каким НМА охотятся инвесторы, интересной представляется статистика сделок по объединению.

Специалистами компании PricewaterhouseCoopers было проведено исследование на основе 180 сделок, совершенных в 2003 г. в США, согласно которому наибольший удельный вес в цене сделки приходился на НМА, которые для целей диссертации называются «клиентской базой». Иными словами, инвесторы (компании-покупатели) при покупке компании-объекта платят наибольшие денежные средства (деньги, активы, акции, другие финансовые инструменты) именно за клиентскую базу. Структура средней сделки по объединению компаний США представлена ниже.



**Рисунок 5.** Структура приобретаемых НМА при объединении компаний США в 2003 г.

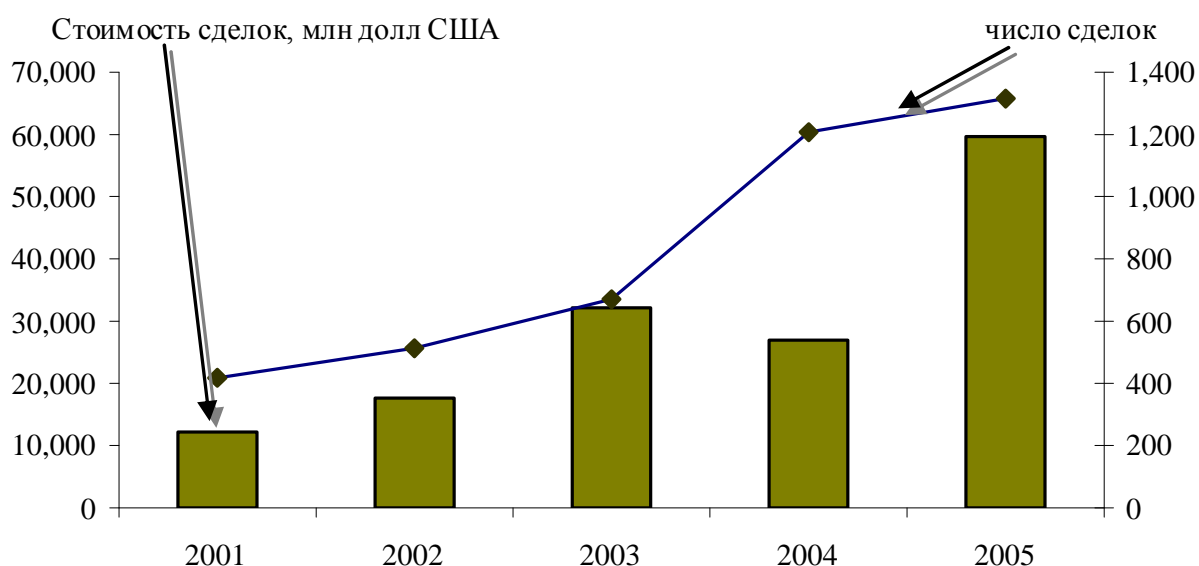
Данная статистика может оказаться интересной и для российских инвесторов и оценщиков. Однако следует понимать некоторые различия между зарубежным (в частности, американским) и российским рынком сделок по объединению.

Поскольку в РФ не существует в достаточной степени развитого института статистики, анализ совершенных в РФ сделок по объединению в разрезе приобретаемых НМА не представляется возможным на момент написания диссертации. Тем не менее, на основе публикуемых в печати данных (в частности [www.mergers.ru](http://www.mergers.ru)), можно смело говорить о росте числа



сделок по объединению в 2001-2005 гг. и о существенном повышении стоимости сделок (см. рис. 6).

На фоне роста сделок увеличивается и число юридических лиц, составляющих и публикующих свою отчетность в соответствии с МСФО, наряду с обязательной отчетностью, составляемой по российским правилам бухгалтерского учета. В результате увеличивается число сделок, при распределении цен которых российские оценщики сталкиваются с необходимостью оценки актива (клиентской базы), который никак не закреплен российским правом.



**Рисунок 6.** Показатели российского рынка сделок по объединению

Вместе с тем, доля клиентской базы в составе приобретаемых НМА зависит во многом от той отрасли, к которой относится компания-объект. На основе общего классификатора видов экономической деятельности (ОКВЭД) автор составил таблицу значимости клиентской базы в каждой из выделяемых отраслей.

## Анализ значимости клиентской базы по отраслям

Раздел	Наименование	Ключевой актив	Значимость клиентской базы
A	сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	природные ресурсы	низкая
B	рыболовство, рыбоводство	природные ресурсы	низкая
C	добыча полезных ископаемых	природные ресурсы	средняя
D	обрабатывающие производства	основные средства	средняя
E	производство и распределение электроэнергии, газа и воды	основные средства	низкая
F	строительство	основные средства	низкая
G	оптовая и розничная торговля	клиентская база, бренд	высокая
H	гостиницы и рестораны	клиентская база, бренд	высокая
I	транспорт и связь	клиентская база (в телекоммуникациях)	высокая (в телекоммуникациях)
J	финансовая деятельность	клиентская база	высокая
K	операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	основные средства	средняя
L	гос. управление и обеспечение военной безопасности...	н/п	н/п
M	образование	клиентская база, бренд	высокая
N	здравоохранение и предоставление социальных услуг	клиентская база, бренд	высокая
O	предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг	административный ресурс	средняя
P	предоставление услуг по ведению домашнего хозяйства	н/п	н/п
Q	деятельность экстерриториальных организаций	н/п	н/п

Источник: [www.regmaster.ru](http://www.regmaster.ru), анализ автора

Примечание: н/п – не применимо

На основе проведенного анализа автор пришел к выводу, что в таких отраслях, как оптовая и розничная торговля, гостиничном и ресторанном бизнесе, телекоммуникационном и финансовом секторе, а также в образовании и здравоохранении значимость клиентской базы, а следовательно, и ее доля в общих НМА, может быть высокой. Несмотря на то, что рассматриваемая ниже методология расчета рыночной стоимости клиентской базы применима ко всем отраслям, именно в вышеперечисленных отраслях можно ожидать того, что ее доля в НМА будет наивысшей.

Итак, для российских профессиональных оценщиков анализ клиентской базы представляется чрезвычайно актуальным и важным по следующим причинам.

1. Понятие «клиентская база» в российском праве не закреплено. В связи с этим, менеджерам российских компаний, публикующих отчетность в соответствии с МСФО, и оценщикам нужно быть готовым к тому, что на практике придется столкнуться с до сих пор неизвестным объектом оценки. Прежде чем переходить к вопросу о методах нахождения его рыночной стоимости, нужно исследовать его сущность, место в системе бизнеса компании и показатели, определяющие его рыночную стоимость.

2. Доля клиентской базы в цене сделки наибольшая. Данный факт повышает ответственность профессионального оценщика за результаты своей

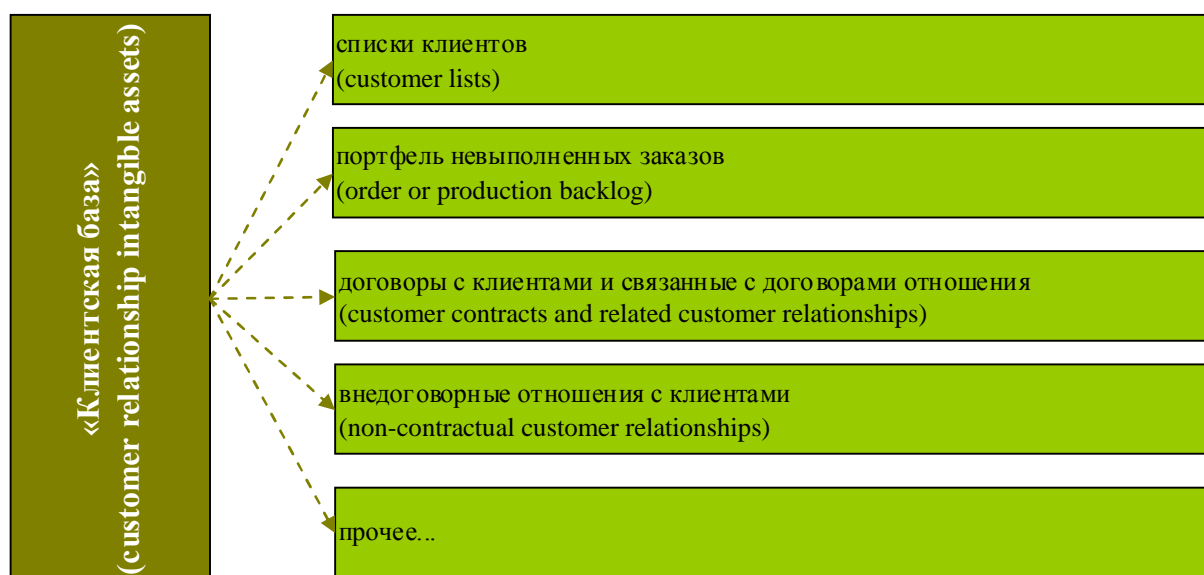
работы и требует разработки метода оценки, который бы наилучшим образом отвечал природе этого НМА.

### 1.3.1. Понятие «клиентская база»

Под «клиентской базой» (customer relationship intangible assets) как видом НМА в данной диссертации понимается совокупность клиентов компании, с которыми у нее сложились деловые отношения, удовлетворяющие следующим критериям [56, р. 3]:

1. компания располагает информацией о клиенте;
2. компания имеет регулярный контакт с клиентом;
3. клиент имеет возможность прямого обращения в компанию.

Примерами таких НМА, выделяемые IFRS 3, представлены на рисунке ниже.



**Рисунок 7.** Примеры НМА, входящие в состав «клиентской базы»

Иногда информация о клиенте, которую компания получает через установившийся контакт, помогает производить продукцию или оказывать услуги с учетом специфических предпочтений каждого из клиентов. В результате такие клиенты обычно готовы платить некую ценовую премию к «стандартной» цене продукции или услуг. Такая премия представляет собой

будущие доходы ее владельца, что позволяет таким клиентам называться активом, а именно клиентской базой.

В других случаях примером клиентской базы могут быть заключенные долгосрочные контракты с потребителями продукции. Допустим, газовая компания, прежде чем вкладывать деньги в развитие инфраструктуры региона, к которому ожидается подача газа в будущем, может сначала заключить пятнадцатилетние контракты с потребителями промышленного газа, частично застраховав себя таким образом от отказа с их стороны в будущем. В данном случае эти контракты, а точнее клиенты, с которыми будут достигнуты такого рода соглашения, будут примером клиентской базы.

Клиентскую базу компании могут составлять как физические, так и юридические лица. Это определяется тем, с кем конкретно компания имеет установившиеся контакты или с кем она имеет заключенные договоры. Так, в рассмотренном выше примере с газовой компанией клиентами будут промышленные предприятия-потребители газа (юридические лица). В клиентской базе финансово-банковского института значительный удельный вес могут иметь физические лица.

В клиентскую базу входят **не все клиенты** компании. Это продиктовано тем, что особую ценность для компании представляют только «долгосрочные» клиенты, с которыми у компании установилась прямая (!) связь. Именно такие клиенты обеспечивают определенный уровень гарантированного спроса, являются залогом стабильности бизнеса в будущем, и, в итоге, повышают ее рыночную стоимость. Такие клиенты сами по себе, независимо от силы брэнда, количества владеемых компанией патентов и лицензий, являются ее НМА.

Чтобы было понятней, что *не* может называться клиентской базой, рассмотрим два примера.

Рестораны быстрого питания McDonald's ежедневно посещают несколько миллионов человек (клиентов). Однако эти люди (клиенты) в своем

большинстве не являются клиентской базой, поскольку они «безлики» для компании и у нее нет о них никакой информации. Например, если позвонить в компанию и попросить приготовить на заказ гамбургер с тремя кусками мяса, скорее всего, последует отказ. С другой стороны, если бы McDonald's меняла бы ингредиенты своей продукции в соответствии с желаниями посетителей, то такие посетители составляли бы клиентскую базу.

Аналогично, покупая продукцию компании Coca-Cola, человек (клиент) не становится тем самым клиентской базой компании. В данном случае спрос на продукцию Coca-Cola обеспечен, вероятно, широко узнаваемым брэндом. И каждый потребитель, приобретая новую бутылку данного напитка, платит ценовую премию, скорее, за имидж, создаваемый компанией, а не за прямой установившийся контакт, позволяющий ему получать продукцию, модифицированную с учетом его конкретных вкусов.

В рассмотренных выше примерах посетители McDonald's и потребители продукции Coca-Cola, разумеется, являются клиентами компании и важной составляющей успешного функционирования их бизнеса. Но эти лица не будут являться *клиентской базой* в том смысле, в каком она понимается в МСФО и в настоящей диссертации, поскольку эти лица не удовлетворяют перечисленным выше критериям.

Лучше всего разобраться в сути клиентской базы можно, если понять, какое место она занимает в системе бизнеса компании в целом и как она взаимосвязана с другими НМА компании.

### *1.3.2. Место клиентской базы в системе бизнеса (компании) в целом*

Напомним, что под бизнесом поднимается взаимосвязанный комплекс деятельности и активов, осуществляемый и управляемый в целях повышения доходности инвесторов (см. стр. 13). Согласно современной теории оценки, считается, что бизнес состоит из двух принципиальных компонентов, а именно из материальных активов и интеллектуального капитала (далее – ИК) [66, р. 12].

$$Business = TA + IC \quad (1)$$

где Business – бизнес;

ТА – материальные активы;

IC – интеллектуальный капитал.

Вопрос о том, насколько сопоставимы понятия «НМА» и «ИК», является дискуссионным [70, р. 24]. Общепринятой является точка зрения, что «ИК» – понятие в большей степени оценочное, продиктованное практикой, в то время как «НМА» – бухгалтерское.

Традиционно не принято выделять в составе НМА такие активы, как благоприятные отношения с Правительством, корпоративная память, программы обучения и найма персонала и т.п. Такие активы для целей бухгалтерского учета учитываются в стоимости деловой репутации, которая, согласно IAS 38, не является активом в полном смысле этого слова. В свою очередь теория оценки рассматривает эти активы в составе ИК и разрабатывает методы их оценки. Получается, что, проводя параллель между оценкой и бухгалтерским учетом, можно прийти к выводу, что ИК включает в себя как НМА (в бухгалтерском смысле слова), так и деловую репутацию (в бухгалтерском смысле слова). Таким образом, состав бизнеса автор предлагает представить в виде следующей формулы:

$$Business = TA + IA + GW \quad (2)$$

где Business – бизнес;

ТА – материальные активы;

IA – НМА;

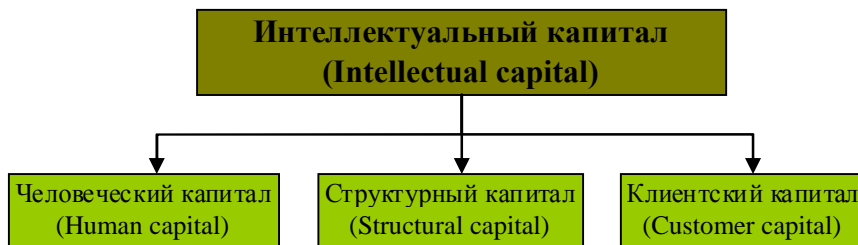
GW – деловая репутация.

Формулы 1 и 2 для целей данной диссертации являются идентичными с той лишь разницей, что в формуле 1 использована оценочная терминология, а в формуле 2 – бухгалтерская (МСФО).

Поскольку термин «клиентская база» в оценке и бухгалтерском учете может трактоваться по-разному, нужно вначале проанализировать структуру

ИК [104], согласно современной оценочной теории, а потом выделить из состава элементов ИК те активы, которые для целей МСФО и данной диссертации признаются в качестве клиентской базы.

В работах признанных оценщиков, занимающихся анализом и оценкой ИК, выделяются следующие компоненты в составе ИК [102].



**Рисунок 8.** Составляющие интеллектуального капитала

Человеческий капитал представляет собой сотрудников компании. В это понятие включаются люди не просто как физические объекты, а как обладатели талантов, знаний, опыта, приобретенных навыков, идей, стиля работы и т.п. [91, р. 10]. Иными словами, это «не только собранная вместе и обученная рабочая сила, но и хороший менеджмент, контракты с выдающимися специалистами в той сфере, к которой относится бизнес».

В одной из своих работ Т.Стюарт классифицирует знания и навыки сотрудников по отношению к компании следующим образом [77, р. 50].

Во-первых, каждый сотрудник обладает общими навыками (commodity skills), что включает в себя секретарские способности – умение печатать, организовывать дела, расписания и т.д.

Во-вторых, сотрудникам присущи специфические навыки (leveraged skills), которые могут быть в большей или в меньшей степени полезны, в зависимости от сферы деятельности компании. Такие навыки и знания тяготеют к отраслевой специализации. Допустим, знание истории оценки и умение рассчитать стоимость компании несколькими методами может быть более полезным для профессиональной оценочной компании, чем для рекламного агентства.

В-третьих, некоторые сотрудники располагают частными навыками (*proprietary skills*), которые помогают им быть основой и ядром всей компании. К таким навыкам могут относиться лидерские качества, отличная интуиция, умение ладить с людьми, знание специфики компании, в которой работаешь и т.п. К числу таких людей могут относиться не только руководители компаний, но и талантливые инженеры, менеджеры по продажам, незаменимые сотрудники отдела кадров и т.п.

Сотрудники компании с рассмотренными выше навыками, по большому счету, и представляют ее человеческий капитал.

Структурный капитал является структурированными знаниями и информацией, которые хранятся внутри организации. Сюда относятся информационные ресурсы, инструкции и методики работы, система организации фирмы и т.д. Структурный капитал также часто соотносят с информационными технологиями, наличием четко описанных процедур и действий, повышающих эффективность работы компании, базы данных, компьютерные сети и т.д. Иногда в шутку такой капитал называют тем, что осталось внутри компании, когда все сотрудники уже разошлись по домам [102].

Структурный капитал позволяет накапливать, структурировать корпоративные знания и ускорять обмен ими [66, р. 7].

Интеллектуальная собственность рассматривается обычно в качестве наиважнейшей составляющей структурного капитала [84, р. 7]. Она включает в себя технологии, изобретения, процессы, которые официально защищены правоохранными документами, например патентами [76, р. 95]. Как таковая, она сама по себе может быть предметом сделок на рынке.

Иногда в западных публикациях можно встретить деление структурного капитала на организационный (*organizational routines*) и инновационный (*innovation capital*) [107]. В таком случае к организационному капиталу относят сложившиеся налаженные процессы в рамках компании («рутина»), а



к инновационному – защищенные патентами и другими документами инновационные знания.

*Клиентский (рыночный) капитал* формируется за счет благоприятных отношений, сложившихся между компанией и рынком. Иногда этот капитал называют еще «брендовым», однако он включает в себя не только бренды, но и репутацию компании на рынке, ее узнаваемость, каналы сбыта, связи с клиентами, повторные деловые контакты (контракты), которые являются конкурентным преимуществом компании.

Клиентский капитал относится, скорее, не к внутренней жизни компании и ее внутренним процессам, а к тому, как компанию воспринимают со стороны, к отношению, опыту, ощущениям ее клиентов по отношению к ней. Именно поэтому данный капитал иногда считают ключевым, поскольку он наиболее тесно соприкасается с теми, кто, по сути, и обеспечивает успешное функционирование бизнеса и повышает рыночную стоимость собственного капитала – с клиентами.

Клиентский капитал является в то же время самым динамичным компонентом ИК, поскольку он должен отвечать постоянно меняющимся требованиям клиентов. На сегодняшний день на рынке выживает только тот, кто наиболее полно и быстро готов удовлетворять требованиям своих клиентов.

Таковы три составляющие ИК. Интересным представляется переход от оценочных понятий к бухгалтерскому пониманию клиентской базы. Сразу следует оговориться, что понятия «клиентская база» и «клиентский капитал» не совсем идентичны.

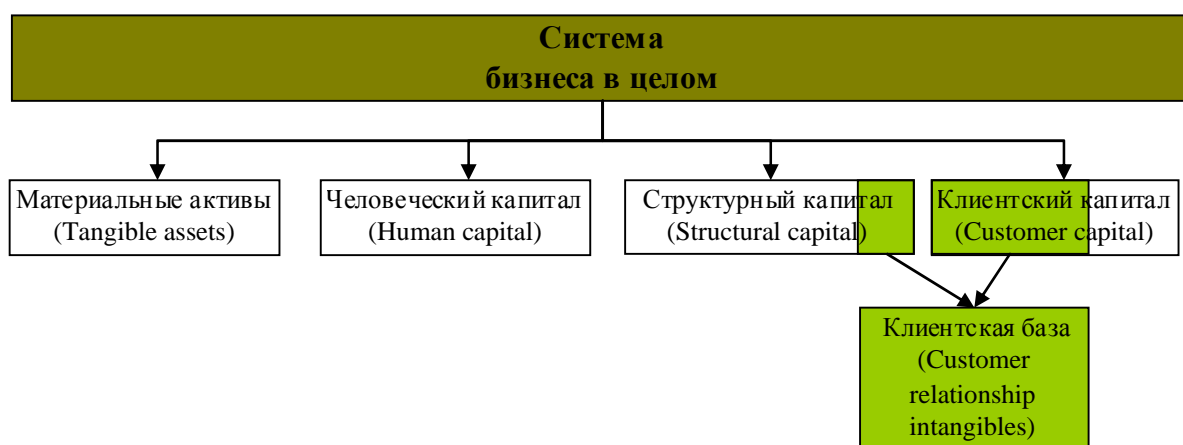
*Место клиентской базы в системе бизнеса в целом* автором предлагает определить, только разобравшись в составляющих ИК и в самом термине «клиентская база».

На основе проведенного выше анализа, автор считает возможным сделать вывод, что клиентская база – понятие более узкое, чем клиентский капитал,

поскольку не включает в себя ни брэнды, ни репутацию компании и т.п. Клиентская база представляет собой лиц, с которыми у компании есть прямой (!) контакт и с которыми она регулярно осуществляет обратную связь. Таким образом, такие активы, как связи с клиентами, повторные деловые контакты, выделяемые в рамках клиентского капитала, входят в состав клиентской базы.

В то же время понятие «клиентская база» частично пересекается со структурным капиталом. Например, хорошо структурированная база данных о клиентах с возможностью быстрого доступа к истории клиента и его характеристикам является частью клиентской базы и в то же время частью структурного капитала.

Используя предложенную выше схему, описывающую компоненты ИК, и дополняя ее материальными активами компании, можно иллюстративно показать, какое место занимает клиентская база в системе бизнеса в целом.



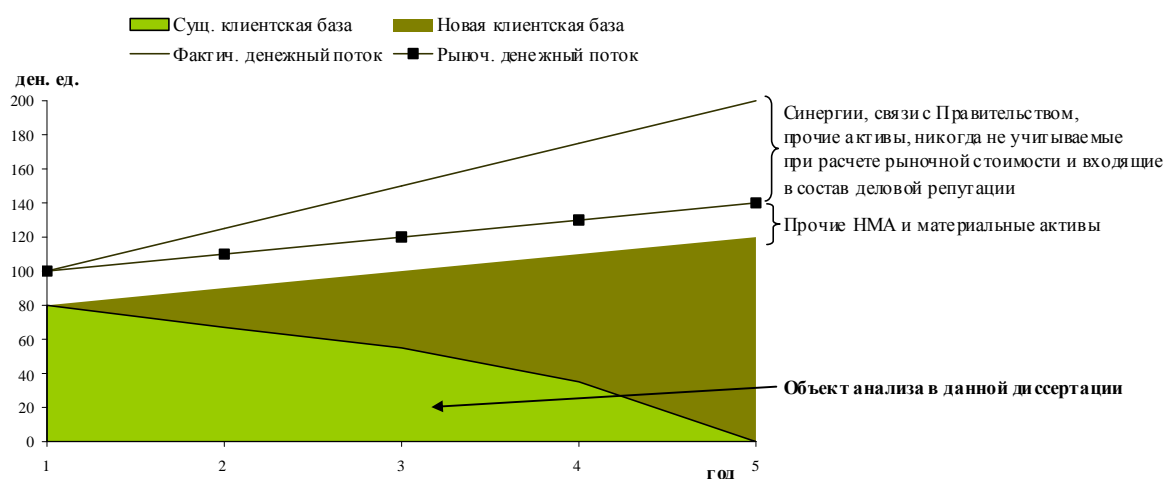
**Рисунок 9.** Место клиентской базы в системе бизнеса в целом

Рисунок выше представляет собой принципиальную схему перехода от понятия ИК к термину «клиентская база», выделяемому в составе НМА.

При объединении компаний при оценке справедливой рыночной стоимости клиентской базы нужно, однако, понимать, что инвестор (компания-покупатель) платит как за существующую клиентскую базу (клиентов, с которыми у компании уже установлены деловые связи), так и за будущую (*потенциальных* клиентов, с которыми у компании еще не

установлены деловые связи). Однако для целей постановки на баланс в качестве НМА оценке подлежит только существующая клиентская база, что удовлетворяет концепту справедливой рыночной стоимости. Это объясняется тем, что при расчете справедливой рыночной стоимости учету подлежат только те расходы на создание актива, которые уже понесены на дату оценки (объединения). Расходы в отношении будущей клиентской базы на дату объединения еще не понесены, а следовательно, рациональный инвестор никогда за них не заплатит.

Согласно современной оценочной теории, считается, что инвестор (компания-покупатель) при объединении компаний платит за будущие денежные потоки. Чтобы было понятней, каково место существующей клиентской базы в этих потоках, приведем рисунок 10.



**Рисунок 10.** Место существующих клиентов в будущих денежных потоках

На рисунке выше заштрихованная область внизу является существующей клиентской базой, или просто клиентской базой, доля которой в цене сделки, как говорилось выше, наибольшая. Именно эта клиентская база и является в дальнейшем объектом анализа в данной диссертационной работе.

Таким образом, подводя итог вопросу места клиентской базы в системе бизнеса в целом, следует отметить, что она является важнейшей составляющей бизнеса в целом и во многих случаях, как показывает статистика, залогом успешного функционирования компании. Клиентская

база соответствует части структурного и клиентского капиталов, выделяемых в составе ИК современной оценочной теорией. При объединении компаний следует выделять в качестве актива и оценивать по справедливой рыночной стоимости только ту клиентскую базу, которая уже была сформирована на дату объединения. Потенциальная клиентская база, которую намеревается сформировать инвестор в будущем, будет косвенно учтена в стоимости деловой репутации. Такая база отдельной оценке не подлежит.

### 1.3.3. Показатели клиентской базы

При объединении компаний необходимо анализировать клиентскую базу по ряду показателей, помогающих точнее и объективнее определить ее рыночную стоимость. Такие показатели могут быть сгруппированы, например, в следующую систему.



**Рисунок 11.** Система показателей клиентской базы

Показатели клиентской базы, определяющие ее рыночную стоимость и которые в силу этого необходимо анализировать при объединении компаний, автор предлагает разбить на две группы: абсолютные и относительные. Четкую границу между этими группами показателей провести трудно, поскольку, например, при расчете показателя стабильности клиентской базы

(качественного показателя) требуется, помимо прочего, расчет ее возрастной структуры (количественного по своей природе показателя). Следует также подчеркнуть, что, в зависимости от конкретной сделки, расчет некоторых показателей может не потребоваться или быть практически не осуществимым (в силу отсутствия необходимой информации).

Соотношение абсолютных и относительных показателей при анализе клиентской базы определяется следующими обстоятельствами. С одной стороны, абсолютные показатели рассчитать практически легче. С другой – природа клиентской базы такова, что ее качество и ценность для инвестора могут быть поняты лишь при анализе факторов, которые не всегда можно выразить количественно. Поэтому на практике предпочтительнее умелое сочетание обеих групп показателей.

Абсолютные показатели включают в себя выручку, прибыль и число клиентов в отношении исключительно клиентской базы (а не в отношении всех клиентов компании).

Достоинствами абсолютных показателей являются простота их расчета, доступность информации, необходимой для их расчета, возможность сравнивать и ранжировать компании по величине клиентской базы и тех абсолютных доходов, которые она приносит.

К недостаткам абсолютных показателей автор считает возможным отнести игнорирование эффективности клиентской базы, т.е. того, сколько стоит каждый из клиентов и сколько в среднем выручки или прибыли он приносит для компании. Такие показатели также не учитывают темпы роста клиентской базы в прошлом, что затрудняет анализ ее возможной динамики в будущем.

Относительные показатели в большинстве своем опираются на абсолютные, но позволяют сравнивать между собой компании и их клиентские базы разной величины. Эта группа включает в себя показатели в

расчете на одного клиента, такие, как выручка, затраты, прибыль, а также прибыльность клиентской базы и ее динамику.

Показатели выручка/клиент, затраты/клиент и прибыль/клиент рассчитываются путем деления общей выручки, затрат и прибыли, соответственно, относящихся исключительно к клиентской базе, на число клиентов клиентской базы.

Прибыльность клиентской базы определяется путем деления прибыли, приносимой клиентской базой, на ее выручку.

Показатель динамики клиентской базы может включать в себя расчет темпов прироста клиентской базы по годам, среднеарифметического и среднегеометрического темпов роста за анализируемый период в прошлом.

Достоинствами относительных показателей являются возможность сравнивать разные по абсолютным параметрам компании и их клиентские базы, анализировать эффективность клиентской базы, т.е. то, сколько выручки или прибыли генерирует в среднем каждый клиент или сколько денежных средств в среднем уходит на его обслуживание и оценивать тенденции в развитии клиентской базы.

К недостаткам относительных показателей относят игнорирование абсолютных параметров. Несмотря на свою высокую эффективность (например, при низком показателе затраты/клиент), клиентская база может приносить их собственнику мало доходов в абсолютном измерении.

Качественные показатели представляют собой самую интересную и сложную группу показателей. В ее составе выделяют такие показатели, как лояльность клиентской базы, ее стабильность, характеристики клиентской базы по степени вовлечения клиентов, степени индивидуализации продукции и услуг и диверсификации.

*Лояльность клиентской базы* определяет желание клиентов обращаться вновь в ту же самую компанию с целью приобретения новых продукции или

услуг [80, р. 16]. Она может быть измерена либо прямо, через количество повторных обращений, либо косвенно [93, р. 4].

Чем больше количество повторных обращений клиента, с которым у компании установилась прямая и обратная связь, тем лояльнее данный клиент считается выше. При этом нужно понимать, что под количеством обращений понимается желание снова и снова приобретать продукцию или услуги, а не жалобы на некачественное обслуживание или на дефекты в товарах [106].

Количество повторных обращений говорит о том, насколько плотной является установившаяся связь. Здесь имеет значение и то обстоятельство, что не только компания старается максимально полно удовлетворить требования клиента, но и клиент с течением времени «привыкает» к стилю компании, что делает деловые связи значительно прочнее.

Косвенно измерить лояльность можно, учитывая следующие факторы [93, р. 4]:

1. соответствие продукции или услуг ожиданиям клиентов;
2. затраты на переключение;
3. привлекательность продукции или услуг конкурентов;
4. склонность к поиску нового.

Ниже эти факторы рассмотрены подробнее.

1. При определении соответствия продукции ожиданиям клиентов характеристики продукции предлагается автором условно разбить на такие группы, как обязательные и сюрпризные. При отсутствии обязательных характеристик, которые ожидал бы каждый клиент, ни о какой лояльности не может быть и речи. Если продукция обладает только обязательными характеристиками, то этого еще мало, чтобы установить «долгосрочный» контакт с клиентом. В таком случае в следующий раз клиент может купить продукцию у конкурента. Поэтому, чтобы постоянно повышать лояльность клиентской базы, нужно, помимо обязательных характеристик, предлагать

еще и сюрпризные характеристики. Например, производитель дорогих спортивных машин должен, помимо таких обязательных компонентов, как фары, руль, стеклоочистители, оснащать свои автомобили и другими сюрпризными характеристиками, с учетом вкусов конкретного клиента (допустим, предусмотреть возможность открытия или закрытия окон автомобиля по голосовой команде).

2. Затраты на переключение включают в себя прямые затраты на переключение, затраты на обучение обращению с новой продукцией (другой компании), психологические факторы.

К прямым затратам на переключение относят те затраты, которые может понести клиент, если он перейдет к конкуренту. Например, компания (которая в данном случае будет клиентом) при смене ИТ-провайдера может быть должна понести расходы на демонтаж прежнего ИТ-оборудования и установку нового, наряду с программным обеспечением, поскольку новый ИТ-провайдер может не поддерживать технические стандарты бывшего ИТ-провайдера компании.

Затратами на обучение обращению с новой продукцией в данном примере можно считать стоимость учебных тренингов, посвященных новому программному обеспечению, правилам безопасности в рамках новой ИТ-системы и т.п. Такие затраты включают в себя как денежные расходы, так и потраченное на это время (альтернативные расходы).

Наконец, при переходе от компании к ее конкуренту, клиент в большинстве случаев испытывает некий психологический барьер, поскольку ему надо привыкать к чему-то новому и непривычному.

Чем выше затраты на переключение клиента от компании к конкуренту, тем выше лояльность клиентской базы.

3. Открытость современного рынка приводит к тому, что при укреплении лояльности клиентской базы нужно учитывать привлекательность продукции или услуг конкурентов. Чем лучше конкурент по какому-либо из параметров



(качество продукции, послепродажное сервисное обслуживание и т.п.), тем ниже лояльность клиентской базы данной компании.

4. На лояльность клиентской базы влияет иногда и такой фактор, как подсознательное стремление попробовать что-то новое. Некоторым клиентам такой «инстинкт» не присущ, и они, наоборот, испытывают психологический барьер переключения. Другие, наоборот, охотно окажутся в рядах первооткрывателей. Чем больше клиентов в составе клиентской базы, обладающих такой особенностью, тем ниже ее лояльность по отношению к данной компании.

*Стабильность* клиентской базы определяется долей крупных клиентов и «возрастной» структурой [81, р. 15].

Согласно правилу Парето, именуемому как «80/20» [103], восемьдесят процентов выручки приносят двадцать процентов клиентов. На практике это, конечно, встречается не всегда, но нужно четко понимать, что чем выше доля крупных клиентов, тем стабильнее клиентская база. Такие клиенты, во многом из-за существенных потенциальных затрат на переключение, не стремятся сами по себе перейти к конкуренту. Однако если компания не сможет удовлетворять их требованиям и они все же будут вынуждены уйти к конкурентам, вернуть их будет практически невозможно.

Под «возрастной» структурой понимается разбивка клиентской базы по длительности отношений с компанией. Подробнее анализ «возрастной» структуры и расчет оставшегося срока полезного использования см. в главе 2.

*Степень вовлечения и степень индивидуализации* говорят о том, насколько уникальным является товар, продаваемый конкретному клиенту. Чем больше специфических требований клиента учтено и чем активнее он участвует в самом процессе создания продукции, тем выше его степень вовлечения и тем ценнее для него сложившиеся с компанией отношения. В таких случаях клиенты часто готовы переплачивать «стандартную» цену продукции, поскольку в этой продукции реализованы их личные пожелания.

Под *диверсификацией* клиентской базы подразумевается то, насколько разнородной (по географическому, половому, возрастному и т.д. признаку) она является. Чем она более диверсифицированная, тем меньше риск для компании потерять сразу всех клиентов.

Таковы основные показатели и характеристики клиентской базы, определяющие ее справедливую рыночную стоимость.

При объединении компаний необходимо всегда вначале определить место клиентской базы в целом в бизнесе компании и дать ей количественную и качественную оценку. При таком подходе процесс выведения ее рыночной стоимости становится более обоснованным, понятным и логичным.

### ***Выводы по главе 1***

1. Анализ международных интеграционных процессов показывает, что основной формой этих процессов являются объединения компаний. Реализация таких сделок с участием российских компаний требует гармонизации международной и российской методологии оценки и учета стоимости сделок и НМА.

2. Сравнительный анализ правовых основ и систем учета сделок по объединению компаний за рубежом и в РФ показывает, что для российских компаний, переходящих на МСФО, чрезвычайно важно понимать принципиальные различия в учете сделок по объединению и оценке переходящих активов и обязательств между российским и зарубежным правом. Согласно зарубежному законодательству, учет сделок ведется по методу покупки, когда необходимо находить справедливые рыночные стоимости всех переходящих активов и обязательств. Российское право предусматривает несколько методов учета таких сделок, и ни при одном из них оценка активов и обязательств не является обязательной.

3. Систематизация нормативно-правовой базы оценки НМА при объединении компаний, проведенная автором, позволяет выделить две основные особенности оценки НМА при объединении компании, согласно

зарубежному праву. Во-первых, все активы и обязательства, отраженные на балансе компании-объекта, должны быть оценены по справедливой рыночной стоимости. Во-вторых, помимо отраженных на балансе идентификации и оценке подлежат также активы и обязательства, ранее не отраженные на балансе компании-объекта, но являющиеся таковыми, по МСФО (например, клиентская база). Российское право, напротив, не предусматривает выделение не отраженных ранее активов и обязательств и не требует нахождения их рыночной стоимости.

4. Опыт западных стран показывает, что при объединении компаний в процессе распределения цены сделки наибольший вес приходится на НМА (включая деловую репутацию). Более того, в цене сделки из всех НМА наибольший вес приходится на клиентскую базу, т.е. на совокупность физических или юридических лиц, с которыми у компании сложились деловые контакты и имеется обратная связь. Данное обстоятельство делает изучение природы клиентской базы актуальным и значимым. Для российских компаний, переходящих на МСФО, значимость этого еще более усиливается, поскольку термин «клиентская база» в российском праве не закреплен и нужно четко представлять природу НМА, за который инвесторы платят больше всего.

5. Для анализа клиентской базы компании с целью определения ее места и значимости в бизнесе автором предлагается использовать ряд показателей, которые могут быть сгруппированы в количественные (число клиентов, выручка, затраты, прибыль по всей клиентской базе и в расчете на одного клиента, динамика клиентской базы) и качественные (лояльность, стабильность и диверсификация клиентской базы).

## **Глава 2. Методы оценки клиентской базы при объединении компаний**

### ***2.1. Анализ подходов и методов оценки клиентской базы при объединении компаний***

При объединении компаний клиентскую базу нужно, согласно IFRS 3, оценивать по справедливой стоимости. Поскольку она занимает самое значимое место в цене сделки, необходимо особо тщательно подходить к выбору возможных подходов и методов ее оценки.

В российских оценочных стандартах, равно как и в МСО, предусмотрены следующие подходы к оценке:

- затратный подход;
- сравнительный подход;
- доходный подход.

#### ***2.1.1. Использование затратного подхода для оценки клиентской базы при объединении компаний***

Затратный подход представляет собой «совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для восстановления либо замещения объекта оценки, с учетом его износа» [8, ст. 5].

Затратный подход при оценке клиентской базы предполагает расчет ее стоимости путем определения расходов (затрат), которые необходимо понести, чтобы заменить/воспроизвести существующую клиентскую базу. В основе данного подхода лежит допущение, что инвестор никогда не заплатит за актив больше, чем потребовалось бы ему на замену/воспроизводство уже существующего.

При использовании затратного подхода при оценке клиентской базы необходимо понимать две основные составляющие затрат на ее замену/воспроизводство, а именно:

1. денежные затраты;
2. альтернативные затраты.

К *денежным* затратам относят расходы, которые должны быть фактически уплачены. В отношении клиентской базы денежные затраты могут быть сгруппированы в следующем порядке [74, р. 345]:

- расходы на установление контакта с клиентом;
- административные расходы.

Под расходами на установление контакта с клиентом понимаются расходы на звонки, рекламу, доставку информационных материалов, понесенных с целью установления такого контакта. Сюда должны быть включены расходы как в отношении установившихся, так и неустановившихся контактов. Так, например, если из десяти рекламных проспектов только два приводят к завязыванию контактов, расходы по всем десяти проспектам должны быть учтены в расходах на получение новых клиентов.

Помимо этого, в рамках денежных расходов следует учесть и административные затраты, как-то: ведение счетов и записей клиентов, канцелярские расходы и пр.

К *альтернативным* затратам относят расходы, связанные с потраченным временем на создание и удержание клиентов. Поскольку на установление контакта с клиентом требуется время, необходимо учесть те денежные потоки, которые оказались недополученными в период создания клиентской базы. Так, допустим, у компании уходит в среднем два месяца на установления контакта с клиентом и в течение этого периода времени клиент не приносит никакой прибыли. С другой стороны, если бы компания купила уже установившийся «контакт» у конкурента, то смогла бы заработать сто

денежных единиц (далее – ден. ед.). В этом случае альтернативные затраты равны 100 ден. ед.

Использование затратного подхода на практике возможно в том случае, если компании ведут учет расходов на создание и удержание своей клиентской базы. Для этого в компаниях необходимо наладить автоматизированную систему учета с возможностью разбиения издержек на относящиеся к клиентской базе и не относящиеся к клиентской базе.

Для оценки альтернативных затрат необходимо вести статистику времени установления контакта с каждым из клиентов клиентской базы. Далее на основе этого можно вывести среднее время установления контакта, выраженное в месяцах (или днях, неделях и т.п.).

Применение затратного подхода при оценке клиентской базы часто затруднительно, поскольку обычно компании не ведут учет такого рода расходов. Его использование все же возможно для компаний с налаженной автоматизированной системой учета издержек, позволяющей достаточно точно и объективно оценить издержки как на установление контакта с каждым из клиентов, так и альтернативные расходы, связанные с упущенными выгодами в период установления такого контакта.

### *2.1.2. Использование сравнительного подхода для оценки клиентской базы при объединении компаний*

Сравнительный подход – это «совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними» [8, ст. 5].

Сравнительный подход при оценке клиентской базы представлен методом отраслевых стандартов. Термин «отраслевые стандарты» используется для обозначения базы данных по предыдущим сделкам. В данном случае оценка предполагает нахождение стоимости оцениваемой

клиентской базы на основе сравнимых сделок с аналогичными клиентскими базами.

Кратко, этапы метода отраслевых стандартов можно охарактеризовать следующим образом:

1. выявление сравнимых сделок;
2. определение стоимостей сделок;
3. расчет мультипликатора – соотнесение стоимости каждой из сравнимых сделок с операционным или финансовым показателем приобретаемой клиентской базы;
4. применение рассчитанного выше мультипликатора для нахождения стоимости оцениваемой клиентской базы путем умножения мультипликатора на ее аналогичный операционный или финансовый показатель.

Существуют отрасли и ситуации, при которых использование сравнительного подхода при оценке клиентской базы возможно. Примерами таких отраслей являются те, что связаны с предоставлением услуг: частные врачебные практики, частные адвокатские конторы, сектор финансово-банковских услуг и т.п.

В таких отраслях сделки по купле/продаже клиентской базы осуществляются чаще всего при выходе из бизнеса и, следовательно, его продаже. В случае с частными практиками выход из бизнеса может быть связан с выходом на пенсию, сменой места жительства и др. В случае с банками и кредитно-финансовыми институтами продажа клиентской базы обычно связана с желанием выйти из определенной сферы бизнеса и сосредоточиться на расширении уже существующих или освоении новых сфер. Примерами клиентских баз, являющимися предметом таких сделок, могут быть: список пациентов (с историей болезни) при продаже частной врачебной практики, списки клиентов (с историей их обращения в адвокатское бюро) при продаже частной адвокатской практики. В секторе

финансово-банковских услуг к таким НМА и сделкам с ними относят куплю/продажу счетов по кредитным картам, лизинговых клиентов и т.п.

При расчете мультипликатора для частных практик обычно рассматривают такой операционный показатель, как стоимость одного клиента (или пациента), рассчитываемый как отношение стоимости сделки к количеству клиентов, обслуживаемых частной практикой. В секторе финансово-банковских услуг мультипликатор может рассчитываться на основе премии, уплачиваемой сверх кредитного баланса «приобретаемых» клиентов.

Основное достоинство данного метода заключается в том, что стоимостные оценки основаны на результатах рыночных трансакций, когда реальные покупатели и продавцы... достигают соглашений...

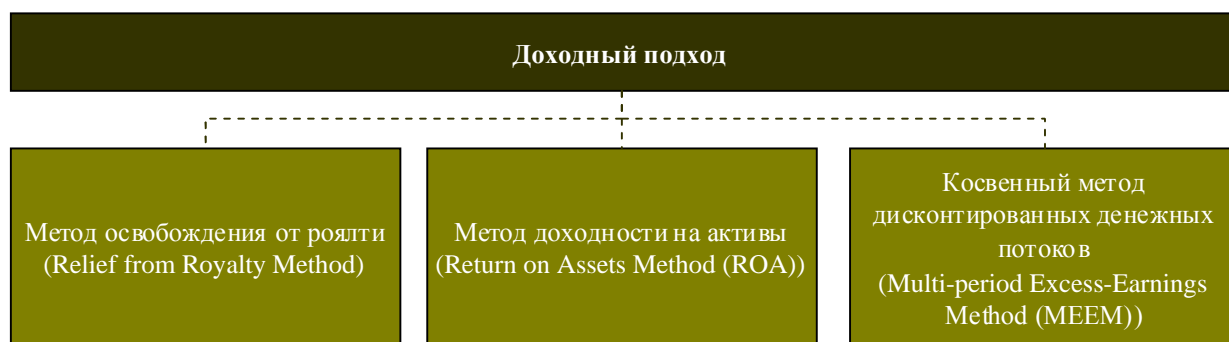
Для того чтобы использовать сравнительный подход на практике, необходима статистика сделок по купле-продаже клиентской базы. Именно поэтому применение этого подхода на практике при оценке клиентской базы носит, скорее, исключительный характер. Основная тому причина – недоступность необходимой информации. Но, тем не менее, как было показано выше, в сфере услуг (юридических, медицинских) и в финансово-банковском секторе применение данного подхода на практике бывает возможным.

### *2.1.3. Использование доходного подхода для оценки клиентской базы при объединении компаний*

Под доходным подходом понимается «совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки» [8, ст. 5].

Методы оценки клиентской базы при объединении компаний, выделяемые в рамках доходного подхода, представлены на рисунке ниже [90, S. 432–436].





**Рисунок 12.** Методы оценки клиентской базы в рамках доходного подхода

Применение данного подхода при оценке клиентской базы требует комплекса расчетов, основанных на допущениях касательно будущих периодов. Несмотря на трудность таких расчетов и сложность определения допущений, именно данный подход получил на практике наибольшее распространение при оценке рассматриваемых НМА.

Популярность этого подхода связана с тем, что он, как и инвестор, покупающий клиентскую базу, ориентирован на будущее.

В основе применения доходного подхода лежит допущение, что клиентская база стоит столько, сколько доходов (денежных потоков) в будущем она может принести.

### **Метод освобождения от роялти**

При использовании данного метода стоимость клиентской базы рассчитывается путем капитализации платежей роялти, сэкономленных компанией благодаря владению собственной клиентской базой. Другими словами, владелец получает экономическую выгоду от *владения* НМА, т.к. не платит периодический взнос за пользование этим НМА его владельцу.

Данный метод может быть реализован в двух модификациях а именно:

- а) капитализация усредненного денежного потока;
- б) дисконтирование ожидаемых денежных потоков.

В каждой из модификаций ключевым компонентом расчетов является ставка роялти, рассчитываемая обычно как определенный процент от

выручки, которую приносит продажа продукции и услуг, связанных с оцениваемой клиентской базой.

Кратко этапы метода освобождения от роялти сводятся к следующим:

1. составляется прогноз объемов продаж, по которым ожидаются выплаты роялти;
2. определяется ставка роялти;
3. определяется экономический срок службы клиентской базы;
4. рассчитываются ожидаемые выплаты в виде роялти, которые начисляются обычно от объема продаж;
5. из ожидаемых выплат в виде роялти вычитаются все необходимые расходы;
6. рассчитываются дисконтированные потоки прибыли, получаемой от выплат в виде роялти;
7. определяется приведенная стоимость потоков прибыли, получаемая в результате сложения дисконтированных потоков прибыли (см. формулу ниже).

$$PV = [CF_1 / (1+r)] + [CF_2 / (1+r)^2] + \dots + [CF_t / (1+r)^t] \quad (3)$$

где PV – приведенная стоимость потоков,

CF – денежные потоки,

r – ставка дисконтирования,

t – последний год использования актива.

К преимуществам метода освобождения от роялти автор предлагает отнести: а) относительную простоту применения; б) ориентированность на реальные сделки, имевшие место на рынке.

Основным недостатком данного метода является проблема корректного определения ставки роялти по клиентской базе.

При нахождении ставки роялти необходимо собрать и проанализировать информацию о сравнимых клиентских базах и о том, какую ставку в среднем платят пользователи этих НМА их владельцам. При этом должны быть

соблюдены такие критерии, как: сравнимость отраслей, сравнимость продуктов, связанных с НМА, сравнимая стадия экономической жизни НМА и пр.

Итак, использование данного метода на практике возможно при наличии достоверной статистической базы по ставкам роялти.

### **Метод доходности на активы**

Основное допущение, стоящее за данным методом расчета, сводится к тому, что клиентская база редко генерирует денежные потоки самостоятельно, т.е. без участия других активов. Напротив, доходность компании обеспечивают все активы в совокупности [105]. Поскольку требуемую доходность материальных активов и НМА, кроме клиентской базы, рассчитать практически легче, то доходность клиентской базы определяется по остаточному принципу.

Основные этапы метода доходности на активы сводятся к следующему:

1. на основе доходного подхода определяется стоимость бизнеса в целом;
2. осуществляется оценка рыночной стоимости материальных активов;
3. находится рыночная стоимость всех НМА как разность между рыночной стоимостью всего бизнеса и стоимостью его материальных активов;
4. рыночная стоимость клиентской базы определяется как процент от найденной рыночной стоимости всех НМА (см. формулу ниже).

$$CR_{MV} = (EV_{MV} - TA_{MV}) \times \Delta \quad (4)$$

где  $CR_{MV}$  – рыночная стоимость клиентской базы;

$EV_{MV}$  – рыночная стоимость бизнеса;

$TA_{MV}$  – рыночная стоимость материальных активов;

$\Delta$  – доля клиентской базы в НМА.

Главным преимуществом метода доходности на активы является увязывание стоимости клиентской базы со стоимостью бизнеса в целом.

Основным недостатком данного метода можно считать трудность определения доли клиентской базы в составе всех НМА компании.

Для использования данного метода на практике необходимо использовать допущение о доли клиентской базы в совокупности НМА компании в целом. Для этого необходимо составить иерархию НМА и на основе ранжирования составить шкалу значимости каждого из НМА для бизнеса компании. Для шкалы можно, например, использовать значения от одного (максимальная значимость) до пяти (минимальная значимость). Если сразу несколько НМА принадлежат одному рангу шкалы, то значение в рамках этого ранга для них делится на число НМА в составе одного ранга. В качестве примера можно использовать нижеследующую таблицу, разработанную автором.

Таблица 6

*Оценка доли клиентской базы в составе НМА*

<b>Вид НМА</b>	<b>Ранг</b>	<b>Доля</b>
Клиентская база	1	30 %
Технология (запатентованная)	2	25 %
Технология (незапатентованная)	5	10 % / 2 = 5 %
Лицензия	3	20 %
НИОКР	5	10 % / 2 = 5 %
Брэнд	4	15 %

Итак, данный метод на практике можно использовать, если имеются данные о доли клиентской базы в составе НМА компании или же если можно составить объективную и достоверную иерархию НМА компании на основе их ранжирования с выделением ранга и доли самой клиентской базы.

**Косвенный метод дисконтированных денежных потоков (Multi-period Excess Earnings Method – МЕЕМ)**

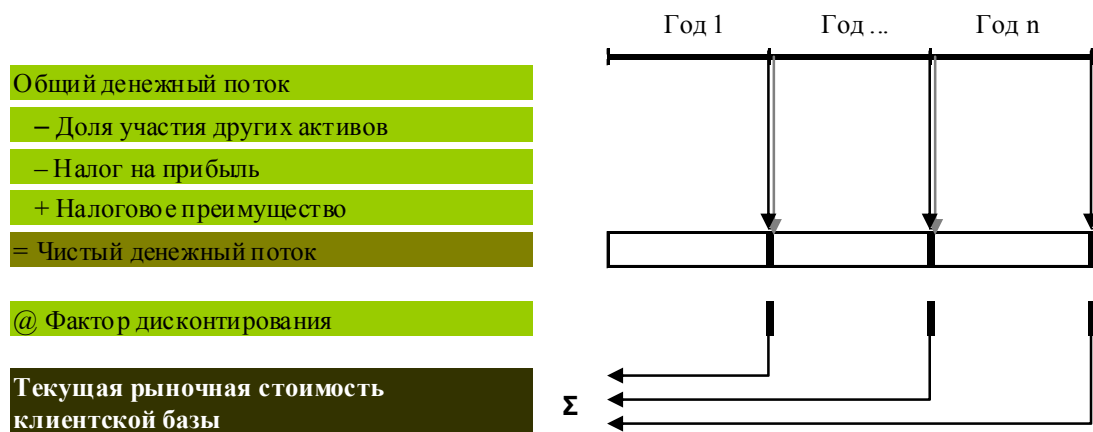
Метод МЕЕМ является наиболее эффективным методом оценки клиентской базы при объединении компаний.

В основе МЕЕМ лежит то же допущение, что и в методе доходности на активы. Доходность всех активов, генерируемая компанией, складывается из доходностей отдельных активов [62, р. 1–2]. Следовательно, зная общую

доходность компании и доходности всех материальных активов и НМА, кроме клиентской базы, можно рассчитать доходность самой клиентской базы.

Кратко этапы МЕЕМ автор предлагает охарактеризовать следующим образом:

1. расчет оставшегося срока полезного использования клиентской базы;
2. определение общего денежного потока, генерируемого с участием клиентской базы;
3. определение доли участия других материальных и нематериальных активов в генерировании общего денежного потока;
4. элиминирование эффекта участия других материальных активов и НМА в общем денежном потоке, вычитание налога на прибыль и учет налогового преимущества (расчет чистого денежного потока);
5. выведение ставки дисконтирования клиентской базы;
6. дисконтирование чистого денежного потока и, в результате, определение справедливой рыночной стоимости клиентской базы.



*n* - оставшийся срок полезного использования НМА

Алгоритм представлен с учетом дисконтирования на конец периода

Налоговое преимущество зависит от страны происхождения объекта

**Рисунок 13.** Алгоритм применения метода МЕЕМ

К преимуществам метода МЕЕМ относят: а) увязывание стоимости клиентской базы со стоимостью всего бизнеса в целом; б) достаточно точное выделение денежных потоков, генерируемых исключительно клиентской базой, из состава общих денежных потоков бизнеса.

Недостатками метода МЕЕМ являются: а) техническая сложность расчета; б) необходимость использования большого количества входящей информации.

Поскольку клиентская база является наиважнейшей составляющей при объединении компаний, вопросу выбора наиболее подходящего метода ее оценки следует уделить повышенное внимание. Данный выбор можно осуществить, дав сравнительный анализ рассмотренных выше методов, а также выделив впоследствии основные преимущества наиболее подходящего из них для оценки клиентской базы – метода МЕЕМ.

#### *2.1.4. Обоснование целесообразности развития метода МЕЕМ для оценки клиентской базы при объединении компаний*

Методы затратного подхода целесообразно использовать в том случае, если компания ведет учет расходов на создание и удержание клиентов, а также если имеется статистика касательно времени на создание одного контакта в среднем и средних упущенных в этот промежуток выгодах. Для использования данного метода на практике необходимо развитие автоматизированной системы учета расходов на клиентов и ведение статистики в разрезе различных классификационных групп клиентов.

Методы сравнительного подхода необходимо использовать при наличии рыночной статистики о сделках по купле-продаже клиентских баз. Использование такой статистики в российских условиях затруднительно, т.к. информация о сделках зачастую носит закрытый характер. Однако, как показывает зарубежный опыт, в таких отраслях, как финансово-банковских сектор и сектор частных услуг (адвокатские конторы, частные медицинские практики) данный подход может быть практически реализуемым при оценке стоимости клиентской базы.

Наибольший интерес при оценке стоимости клиентской базы представляют методы доходного подхода. Сравним три возможных метода оценки клиентской базы в рамках доходного подхода.

*Сравнительный анализ методов оценки клиентской базы в рамках  
доходного подхода*

<b>Метод оценки</b>	<b>Преимущества</b>	<b>Недостатки</b>
Метод освобождения от роялти	<ul style="list-style-type: none"> <li>– тесная связь с рыночными данными;</li> <li>– относительная несложность расчетов.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– сложность нахождения ставки роялти по клиентской базе – ключевого компонента в оценке данным методом.</li> </ul>
Метод доходности на активы	<ul style="list-style-type: none"> <li>– увязывание стоимости клиентской базы со стоимостью бизнеса;</li> <li>– относительная несложность расчетов.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– сложность определения доли клиентской базы в составе прочих НМА конкретной компании – ключевого компонента в оценке данным методом.</li> </ul>
Метод МЕЕМ	<ul style="list-style-type: none"> <li>– увязывание стоимости клиентской базы со стоимостью бизнеса;</li> <li>– соответствие основных допущений метода природе клиентской базы;</li> <li>– корректный и подробный учет доли участия других активов в стоимости бизнеса;</li> <li>– аналитический метод расчета ОСПИ существующей клиентской базы.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– техническая сложность расчетов;</li> <li>– необходимость большого количества входящей информации.</li> </ul>

Как было показано выше, метод освобождения от роялти можно использовать только в том случае, если имеется возможность объективно определить коэффициент роялти, а именно если существуют договоры по использованию клиентской базы другой компании с указанием размера платежа по такого рода договорам, заключенным на рыночных условиях между независимыми сторонами сделки.

Метод доходности на активы целесообразно использовать, если можно достоверно составить шкалу НМА с присвоением рангов каждому из НМА компании. Впоследствии каждому из НМА присваивается его вес в общих НМА, исходя из его ранга.

Несмотря на теоретическую состоятельность метода освобождения от роялти и метода доходности на активы, на практике при оценке клиентской базы для целей МСФО при объединении компаний эти методы используются

достаточно редко. Это связано с трудностью нахождения ключевых составляющих этих методов – ставки роялти и доли клиентской базы в общих НМА, соответственно.

Наилучшим методом оценки клиентской базы автор предлагает считать метод МЕЕМ. Этот метод является практически реализуемым и позволяет учесть следующие ключевые факторы [85, р. 3], влияющие на рыночную стоимость клиентской базы:

1. *оставшийся срок полезного использования* (далее – ОСПИ) – позволяет учесть оставшийся срок экономической службы исключительно существующей клиентской базы;

2. *денежный поток* –

- основан на прогнозе денежного потока для всего бизнеса в целом;
- корректно элиминирует долю участия других активов в общем денежном потоке;

3. *ставка дисконтирования* – определяется на основе стоимости капитала всего бизнеса в целом и, таким образом, учитывает тесную связь рыночной стоимости клиентской базы с рыночной стоимостью всего бизнеса.

### **Преимущества МЕЕМ в расчете оставшегося срока полезного использования (ОСПИ)**

Метод расчета ОСПИ в рамках МЕЕМ позволяет определить не только количество лет оставшегося экономического срока службы существующей клиентской базы, но и темпы выбытия клиентской базы в будущем.

Природа клиентской базы и ее выбытия такова, что клиенты «уходят» от компании не в один день, а постепенно. Поскольку денежный поток рассчитывается «сверху» (от бизнеса в целом), нужно понимать, какая доля в этих потоках генерируется с участием существующей клиентской базы. Такая доля обычно с годами снижается, т.к. объектом оценки, как было проиллюстрировано в гл. 1. (см. стр. 51), является только существующая клиентская база на дату сделки по объединению. Возможность привлечения



новых клиентов, согласно IFRS 3, не выделяется в качестве самостоятельного актива при распределении цены сделки по объединению. Такая возможность будет косвенно учтена в стоимости деловой репутации.

Расчет ОСПИ в рамках МЕЕМ позволяет учесть и то обстоятельство, что клиенты не всегда выбывают равномерно. Для этих целей применяются разработанные статистические шаблоны выбытия активов, позволяющие определить ОСПИ на основе исторического поведения клиентской базы, а именно какими темпами она выбыла в прошлом.

### **Преимущества МЕЕМ в расчете денежного потока**

Метод расчет денежного потока в рамках МЕЕМ позволяет учесть то обстоятельство, что клиентская база может генерировать денежные потоки только в совокупности с другими материальными активами и НМА. Несмотря на то, что она является важнейшей составляющей при объединении компаний, она не является самостоятельным (самостным) активом в полном смысле этого слова. В качестве своего фундамента клиентская база как актив всегда опирается на другие активы компании.

Метод МЕЕМ является достаточно гибким при расчете денежных потоков. Последние строятся по «модульному» принципу. МЕЕМ не требует прогнозирования сразу чистых денежных потоков, приносимых исключительно существующей клиентской базой. Конечные чистые денежные потоки, которые подлежат дисконтированию, разбиваются на следующие составляющие («модули»): а) общие денежные потоки, генерируемые бизнесом; б) доля клиентской базы в общих денежных потоках; в) доли участия других активов в общих денежных потоках. Таким образом, метод МЕЕМ позволяет плавно обойти проблему трудности расчета непосредственно чистого денежного потока, генерируемого клиентской базой. Данный факт значительно повышает практическую реализуемость данного метода.

При расчете доли клиентской базы в общих денежных потоках, приносимых бизнесом, в рамках МЕЕМ используются коэффициенты выбытия, найденные при анализе ОСПИ. Это обстоятельство повышает согласованность результатов оценки, поскольку разные этапы и элементы анализа в процессе нахождения рыночной стоимости оказываются взаимосвязанными между собой.

При расчете доли участия других активов метод МЕЕМ позволяет учесть участия всех прочих активов, кроме клиентской базы. При этом определяется доля участия не только активов, стоящих на балансе, но и прочих активов, не отраженных в отчетности (например, стоимость рабочей силы), что придает результатам оценки не только бухгалтерский, но, самое главное, экономический смысл.

#### **Преимущества МЕЕМ в расчете ставки дисконтирования**

Согласно рисунку 9, приведенному в гл. 1 (см. стр. 50), клиентская база в том смысле, в каком она понимается для целей настоящей диссертации, является составной частью клиентского и структурного капиталов в составе ИК. ИК, в свою очередь, представляет собой составную часть всего бизнеса в целом (см. формулу 1, стр. 46). Получается, клиентская база, ее стоимость и показатели, неразрывно связаны с функционированием всего бизнеса в целом [101].

Расчет ставки дисконтирования в рамках метода МЕЕМ как раз и увязывает стоимость клиентской базы со стоимостью всего бизнеса, а также позволяет учесть специфические риски клиентской базы. Такой подход является несомненным достоинством метода МЕЕМ. Расчет ставки дисконтирования в данном случае является не просто формальной процедурой подстановкой чисел в математическую формулу, а способом учета природы клиентской базы.

### **Основные допущения, используемые в методе МЕЕМ**

Метод МЕЕМ при определении рыночной стоимости клиентской базы при объединении компаний требует принятия ряда допущений, а именно:

1. доходность (или рыночная стоимость) клиентской базы определяется по остаточному принципу как разница между доходностью (или рыночной стоимостью) всего бизнеса в целом и других активов, определяющих стоимость бизнеса;

2. клиенты существующей клиентской базы демонстрируют поведение, согласно определенному шаблону, поэтому на основе их исторического поведения (поступления и выбытия) можно спрогнозировать их выбытие в будущем;

3. рациональный инвестор всегда платит за активы ровно столько, сколько будущих доходов они могут принести, при этом под активами понимаются все активы, независимо от того, отражены ли они на балансе или нет;

4. рациональный инвестор платит только за существующую клиентскую базу, поскольку будущей клиентской базы на дату объединения еще не сформировано, а следовательно, рациональный инвестор никогда не заплатит за несуществующий актив;

5. будущая клиентская база учитывается косвенно в стоимости деловой репутации и относится, скорее, к ее инвестиционной, нежели к рыночной, стоимости, поэтому явной оценке в рамках МЕЕМ не подлежит.

*Итак,* использование МЕЕМ для оценки клиентской базы оправдано природой этих активов. Такие НМА генерируют денежные потоки только в совокупности с другими активами. Ни в законодательстве, ни в контракте или каком-либо техническом описании не определено, какую экономию в издержках, дополнительную выручку или прочие экономические выгоды могут принести такие НМА. Вместе с тем, на практике эти НМА оказывают существенный вклад в общий денежный поток, генерируемый компанией.

Следовательно, наилучшим методом оценки клиентской базы является таковой, когда денежный поток (или доходность) этих НМА определяется как остаток от разницы между общим денежным потоком (или доходностью всей компании) и частными денежными потоками (доходностями) всех других активов.

Метод **МЕЕМ** обладает рядом существенных достоинств, позволяющих ему считаться **наиболее подходящим при оценке клиентской базы** как **наиважнейшей составляющей при объединении компаний**. Вместе с тем, именно этот метод наименее всего раскрыт в российской оценочной теории и практике. Данное обстоятельство делает анализ МЕЕМ и его адаптацию к российскому рынку чрезвычайно важной и актуальной.

## ***2.2. Обоснование расчета оставшегося срока полезного использования клиентской базы при ее оценке в рамках метода МЕЕМ***

Расчет ОСПИ является одной из ключевых областей оценочного анализа в процессе нахождения рыночной стоимости клиентской базы при объединении компаний. Такой анализ позволяет найти как количество лет ОСПИ и, таким образом, определить прогнозный период оценки, так и коэффициенты выбытия существующей клиентской базы, используемые в дальнейшем при расчете чистого денежного потока.

В данном параграфе в качестве примера клиентской базы рассмотрен список клиентов (клиенты), с которыми у компании на момент сделки по объединению установился прочный контакт, к которым компания имеет постоянный доступ и имеет возможность на регулярной основе получать обратную связь.

Расчет ОСПИ при оценке клиентской базы обязателен потому, что данные НМА, в отличие, например, от бизнеса как действующего предприятия (*going concern*), имеют конечный срок полезного использования [86, р. 5].

В качестве ОСПИ НМА можно использовать, помимо прочих, следующие измерители [74, р. 213]:

- законодательный ОСПИ;
- контрактный ОСПИ;
- ОСПИ согласно судебному решению;
- экономический ОСПИ;
- технологический ОСПИ;
- аналитический ОСПИ.

При оценке клиентской базы большинство из этих измерителей (за исключением аналитического ОСПИ) оказываются неприменимыми [75, р. 223–240]. Срок службы этих НМА не закреплен ни в нормативно-правовых актах (т.е. нельзя определить законодательный ОСПИ), ни в контракте (контрактный ОСПИ). Практика судебных дел в отношении клиентских баз также скудна и не может быть основанием для определения их ОСПИ. Экономический и технологический ОСПИ в свою очередь наиболее уместны при оценке патентов.

Аналитический ОСПИ основан на количественном анализе исторических данных о выбытии/существовании оцениваемых НМА. В результате такого анализа строится кривая срока полезного использования данных НМА, исходя из которой и рассчитывается ОСПИ. Использование данного измерителя получило широкое распространение на Западе. Российскому же оценщику расчет этого показателя известен в меньшей степени, поэтому ниже он рассмотрен более подробно.

С помощью статистического анализа и классификации характера выбытия различных групп промышленного оборудования, проведенного в 1935 г. в университете Айова (Iowa University) в США, были сформированы кривые выбытия данного оборудования [79, р. 155–176]. Эти кривые показывали, как и с какой скоростью выбывают те или иные активы. В результате сформировался определенный набор поведений активов,

позволяющий рассчитывать такие показатели, как, например, средний срок полезного использования, максимальный срок полезного использования, ОСПИ и т.п. в отношении новых активов. Иными словами, если новый актив в первые несколько лет своей жизни демонстрировал поведение, аналогичное какой-то группе из составленной классификации, то делался вывод, что и в последующие годы он будет следовать этому же шаблону. Следовательно, исходя из такого статистического анализа, можно было рассчитать ОСПИ практически любого актива, уже отслужившего определенный срок.

Аналогичной логикой пользуются актуарии, ведущие статистический анализ смертности населения и составляющие таблицы жизни/смертности. С помощью этих таблиц актуарии достаточно точно могут рассчитать оставшийся срок жизни человека, в зависимости от его возраста, пола, привычек (курит/не курит), местоживания и т.п.

В основе расчета аналитического ОСПИ клиентской базы заложены такие же допущения, что и при анализе основных средств и жизни/смертности людей. Если клиентская база в первые годы своей жизни (а точнее, с момента создания до даты оценки) демонстрирует характер поведения (выбытия), аналогичный определенной группе активов из заранее составленных статистических таблиц, то можно сделать вывод, что и в будущем клиентская база будет выбывать, согласно характеру выбытия данной группы активов.

В качестве статистической базы для выбора шаблона выбытия клиентской базы обычно используют упомянутые выше кривые Айова, а также кривые, разработанные Валодди Вейбуллом (Waloddi Weibull), являющиеся общепризнанным мировым стандартом при расчете ОСПИ клиентской базы [74, p. 352–361].

Основным условием использования кривых Айова или Вейбулла является достаточное количество исторической информации о создании/выбытии клиентов клиентской базы. При отсутствии такого рода информации, оценщик может воспользоваться более тривиальным методом расчета, а именно

расчетом темпов выбытия клиентской базы. Например, если известно, что в среднем ежегодно выбывает 25% существующих клиентов, то можно сказать, что на дату оценки ОСПИ таких НМА равен 4 годам ( $1/25\%=4$ ). Однако такой метод расчета ОСПИ оправдан только при отсутствии необходимых данных, поскольку практика оценки клиентской базы показывает, что ее результаты оказываются очень чувствительными к расчету ОСПИ, вследствие чего необходимо проводить более полный его анализ.

Ниже представлен пример расчета ОСПИ и кривой выбытия клиентской базы на основе кривых Айова.

### Шаг 1 – Построение таблицы создания/выбытия клиентской базы

На первом этапе необходимо собрать информацию, касающуюся создания контактов с клиентами и выбытия клиентов. Такая информация может быть представлена в виде таблицы, где отражено, сколько клиентов существовало у компании на конец каждого года из анализируемого исторического периода и сколько клиентов за каждый анализируемый год отказались от услуг компании, т.е. выбыли. Пример такой таблицы приведен ниже.

Таблица 8

Таблица создания/выбытия клиентской базы

Год создания	2005			2006			Дата оценки	Дата оценки	Дата оценки
	В	С	% В	В	С	% В	С	Возраст	% В
2006				25	47	53,2%	22	0-1 год	52,4%
2005	18	35	51,4%	5	17	29,4%	12	1-2 года	36,2%
2004	12	30	40,0%	5	18	27,8%	13	2-3 года	26,7%
2003	7	27	25,9%	5	20	25,0%	15	3-4 года	28,2%
2002	6	19	31,6%	3	13	23,1%	10	4-5 лет	23,1%
<b>Итого</b>							<b>72</b>		
<b>Средний возраст С</b>								<b>2,71</b>	

Примечания:

дата оценки – 1 января 2007 г.;

В – выбывшие, С – существующие, %В – процент выбывших.

В данной таблице процент выбывших в каждом году рассчитывается, как количество выбывших, деленное на количество существующих:

$$B_t (\%) = B_t / C \quad (5)$$

где  $B_t$  – выбывшие в году  $t$ ;

$C_t$  – существующие в году  $t$ .

Например, в 2005 г. из клиентов, поступивших в 2003 г. (иными словами, из НМА, созданных в 2003 г.) осталось только двадцать семь. Из этих двадцати семи клиентов семеро ушли в 2005 г. Следовательно, в 2005 г. процент выбывших клиентов, поступивших в 2003 г., составил 25,9% ( $7/27=29,5\%$ ). Аналогично рассчитываются проценты выбывших по другим клиентам и годам.

## **Шаг 2 – Построение кривой выбытия клиентской базы**

На основе таблицы создания/выбытия клиентской базы можно рассчитать процент выбываемых клиентов для каждой возрастной группы клиентов. Так, из клиентов, с которыми компания начала работать в пределах года, теряются отношения в среднем с 52,4%. Это значит, что клиентская база имеет коэффициент выбытия в первый год службы 52,4%. Данный показатель рассчитывается, как сумма всех выбывших клиентов данного «возраста», деленная на сумму всех существующих клиентов данного «возраста»:

$$K_{\text{выб.}t} = B_t / K_t \quad (6)$$

где  $K_{\text{выб.}t}$  – коэффициент выбытия в году  $t$ ;

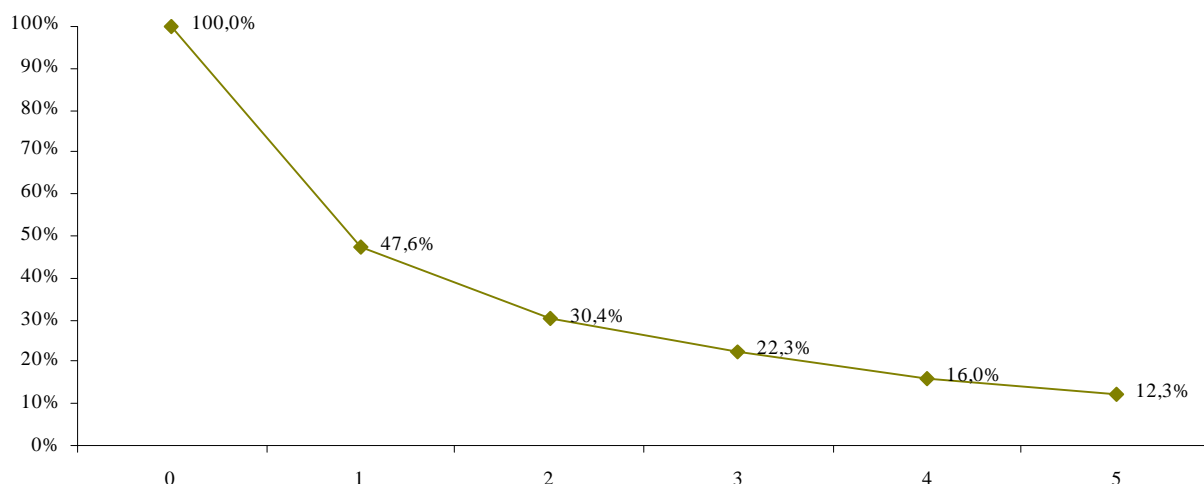
$B_t$  – выбывшие клиенты возраста  $t$ ;

$K_t$  – все клиенты возраста  $t$ .

Например, процент выбывших клиентов в возрасте от нуля до одного года рассчитывается, как  $(25+18)/(47+35)=52,4\%$ .

На основе показателя процента выбываемых клиентов в зависимости от их возраста (т.е. срока, который они уже отслужили), составляется кривая выбытия клиентской базы за рассматриваемый период.





**Рисунок 14.** Кривая выбытия клиентской базы

В нулевой период существует 100% клиентов, затем с течением времени часть из них убывает. В первый год, на основе таблицы 8, уходит 52,4% существующих клиентов, а значит остается 47,6% ( $100\% \times (1 - 52,4\%) = 47,6\%$ ). Во второй год оставшиеся 47,6% уменьшаются еще на 36,2% и в итоге остается 30,4% ( $47,6\% \times (1 - 36,2\%) = 30,4\%$ ) и т.д. Таким образом, число оставшихся клиентов рассчитывается по следующей формуле:

$$O_t = O_{t-1} \times (1 - K_{\text{выб.}t}) \quad (7)$$

где  $O_t$  – оставшиеся клиенты в году  $t$ ;

$O_{t-1}$  – оставшиеся клиенты в году  $t-1$ .

Построенная кривая выбытия, однако, не дает необходимого представления о том, какими темпами будет происходить выбытие клиентской базы в будущем. Для «продолжения» кривой выбытия до нуля (т.е. до выбытия последнего клиента) необходимо ее каким-то образом саппроксимировать. В этом могут помочь кривые Айова.

### **Шаг 3 – Аппроксимация поведения кривой выбытия клиентской базы до последнего клиента**

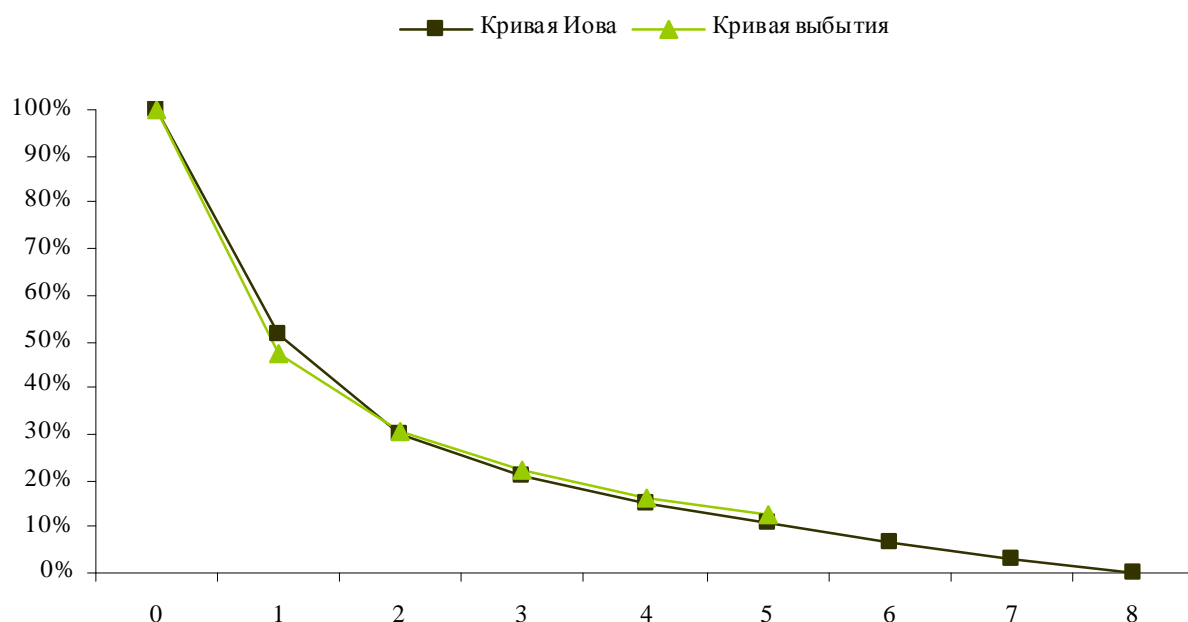
Третьим шагом является подбор наиболее подходящей кривой из семейства кривых Айова для целей определения ОСПИ.

Всего выделяют четыре семейства кривых Айова, в зависимости от местоположения моды выбытия актива по отношению к его средней жизни. Эти семейства обозначаются буквами L (left-modal – левомодальный), S (symmetrical – симметричный), R (right-modal – правомодальный), O (origin-modal – началомодальный). В оригинальной работе R.Winfrey выделялось 18 кривых (7 симметричных, 5 правомодальных, 6 левомодальных) [79, p. 155–176]. В дальнейшем сотрудниками университета Айовы было выделено еще 4 началомодальные кривые [68, p. 12–17].

В рамках каждого из семейств эти кривые различаются по числовому индексу, обозначающему относительную высоту моды частоты распределения. Так, например, в рамках семейства левомодальных кривых (L) выделяют L0, L0,5, L1, L1,5, L2 и т.п.

Для определения кривой Айова, наиболее всего подходящей к кривой выбытия клиентской базы, автор предлагает воспользоваться математическим методом наименьших квадратов. Этот метод сводится к тому, что разницы ординат кривой выбытия и каждой из кривой Айова при одинаковых значениях абсцисс возводятся в квадрат и суммируются. Кривая Айова, которая вместе с кривой выбытия дает наименьшую сумму, и является наилучшей аппроксимацией кривой выбытия клиентской базы вплоть до последнего клиента.

На основе статистических данных и компьютерного моделирования с помощью табличного редактора Excel семейства Office компании Microsoft, для рассматриваемой кривой выбытия наилучшей аппроксимацией является кривая O4.



**Рисунок 15.** Кривая выгорания и ее аппроксимация с помощью кривой Айова

Кривая О4 является начальномодалной кривой (origin-modal), а это значит, что в начальный период отток клиентов (выбытие клиентской базы) происходит самыми быстрыми темпами, но как только срок службы клиентской базы приближается к среднему и начинает его превосходить, отток происходит гораздо медленнее.

Кривая аппроксимации показывает общий срок полезного использования оцениваемого клиентской базы, другими словами, срок полезного использования новых контактов с клиентами. Для целей же оценки необходимо определить ОСПИ, т.е. срок полезного использования уже существующих клиентов, с учетом того, что они уже существуют какой-то период времени на дату оценки.

#### **Шаг 4 – Расчет ОСПИ для существующих клиентов**

На основе кривой Айова, выбранной в третьем шаге, строится прогноз выгорания существующих клиентов. Для этого анализируется каждая возрастная группа клиентов. В итоге в каждом году количества клиентов разных возрастных групп суммируются для определения общего количества оставшихся клиентов. Затем количество клиентов, оставшихся на конец

каждого из прогнозных годов соотносится с количеством клиентов на дату оценки и таким образом находится кривая (коэффициенты) существующих клиентов.

Таблица 9

*Расчет кривой существующих клиентов*

Кривая Айова	Возраст	С	Дата оценки	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
52%	0-1 год	22	22	11	7	5	3	2	1	1
30%	1-2 года	12	23	7	5	3	2	2	1	
21%	2-3 года	13	43	9	6	5	3	1		
15%	3-4 года	15	72	11	8	5	2			
11%	4-5 лет	10	67	7	5	2				
7%										
3%										
<b>Итого С</b>		<b>72</b>		<b>45</b>	<b>30</b>	<b>20</b>	<b>11</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
<b>Кривая существующих клиентов</b>				<b>63%</b>	<b>42%</b>	<b>27%</b>	<b>15%</b>	<b>7%</b>	<b>3%</b>	<b>1%</b>

*Примечание: дата оценки – 1 января 2007 г.*

В данном примере число существующих клиентов в 2007 году (45 клиентов) рассчитывается как сумма клиентов в возрасте от нуля до одного года (11 клиентов), от одного до двух лет (7), от двух до трех лет (9), от трех до четырех лет (11), от четырех до пяти лет (7) ( $11+7+9+11+7=45$ ).

Целью анализа ОСПИ, который в данном примере составил 7 лет (с 2007 по 2013 гг.), является нахождение кривой существующих НМА, коэффициенты которой впоследствии будут использованы при расчете денежных потоков, генерируемых исключительно существующими клиентами по состоянию на дату оценки. Помимо этого, ОСПИ показывает количество лет прогнозного периода (7 лет).

### ***2.3. Обоснование расчета денежного потока и ставки дисконтирования при оценке клиентской базы в рамках метода МЕЕМ***

После нахождения ОСПИ существующей клиентской базы, необходимо приступить к одному из самых сложных моментов оценки с использованием метода МЕЕМ – расчету чистого денежного потока, генерируемого исключительно существующей клиентской базой. Впоследствии такой

денежный поток нужно привести к дате оценки, используя ставку дисконтирования. Сумма этих дисконтированных чистых денежных потоков и составит рыночную стоимость существующей клиентской базы.

### *2.3.1. Обоснование расчета денежного потока при оценке клиентской базы в рамках МЕЕМ*

Расчет денежного потока, генерируемого исключительно клиентской базой, является нетривиальной задачей постольку, поскольку такой денежный поток изначально неизвестен. Его построение начинается с прогнозирования общей выручки и издержек, в создании которых участвует оцениваемый НМА, и чаще всего это выручка и издержки всего бизнеса. Далее от потоков для всего бизнеса необходимо перейти к потокам, генерируемым только данным НМА. Это осуществляется путем расчета того, какую долю в общих потоках занимают другие активы, например здания, машины, оборудование (основные средства), торговые знаки, лицензии, патенты (прочие НМА), оборотные активы и т.п. Более подробно данный алгоритм расчета рассмотрен ниже.

#### **Шаг 1 – Построение прогноза общего денежного потока всего бизнеса**

Вначале необходимо построить прогноз выручки и издержек всего бизнеса в течение ОСПИ клиентской базы. Целью такого прогноза является выведение показателя EBITDA для всего бизнеса, который в данном случае и будет являться общим денежным потоком.

Нужно понимать, что общий денежный поток нужно строить, исходя из типичных ожиданий рационального инвестора. В данном случае учитываются только те потоки, которые каждый рациональный инвестор ожидал бы в среднем от аналогичной компании.

Таблица 10

*Построение прогноза общего денежного потока всего бизнеса*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Выручка	200	204	208	212	216	221	225
Себестоимость <sup>(*)</sup>	-70	-71	-71	-72	-73	-74	-74
Валовая прибыль	130	133	137	140	144	147	151
Прочие расходы	-20	-20	-20	-21	-21	-21	-21
ЕБИТДА	110	113	116	120	123	126	130

Примечание: (\*) – не включая амортизацию

### Шаг 2 – Выделение в общем денежном потоке доли, генерируемой с участием существующей клиентской базы

Вторым шагом нужно скорректировать общий денежный поток, рассчитанный в шаге 1, с учетом коэффициентов существующих клиентов, или существующей клиентской базы (см. стр. 84).

Целью такого расчета является построения прогноза ЕБИТДА исключительно для существующих клиентов. Пример построения прогноза приведен в таблице ниже.

Таблица 11

*Прогноз ЕБИТДА для существующих клиентов*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Выручка	200	204	208	212	216	221	225
Себестоимость <sup>(*)</sup>	-70	-71	-71	-72	-73	-74	-74
Валовая прибыль	130	133	137	140	144	147	151
Прочие расходы	-20	-20	-20	-21	-21	-21	-21
ЕБИТДА	110	113	116	120	123	126	130
Существующие клиенты	63%	42%	27%	15%	7%	3%	1%
Выручка – сущ. клиенты	126	85	57	32	16	7	2
Себестоимость <sup>(*)</sup> – сущ. клиенты	-44	-30	-19	-11	-5	-2	-1
Валовая прибыль – сущ. клиенты	82	56	37	21	11	5	1
Прочие расходы – сущ. клиенты	-13	-8	-6	-3	-2	-1	0
ЕБИТДА – сущ. клиенты	69	47	32	18	9	4	1

Примечание: (\*) – не включая амортизацию

Корректировка общих показателей осуществляется путем умножения каждого из таких показателей на соответствующий коэффициент существующих клиентов:

$$I_{EC} = I_T \times \Delta_{EC} \quad (8)$$

где  $I_{EC}$  – показатель существующих клиентов;

$I_T$  – общий показатель;

$\Delta_{EC}$  – доля существующих клиентов.

Например, выручка в 2007 г., генерируемая с участием существующих клиентов (126) рассчитывается путем умножения общей выручки (200) на процент клиентов, с которыми компания сохранила деловой контакт на конец 2007 г. (63%) ( $200 \times 63\% = 126$ ).

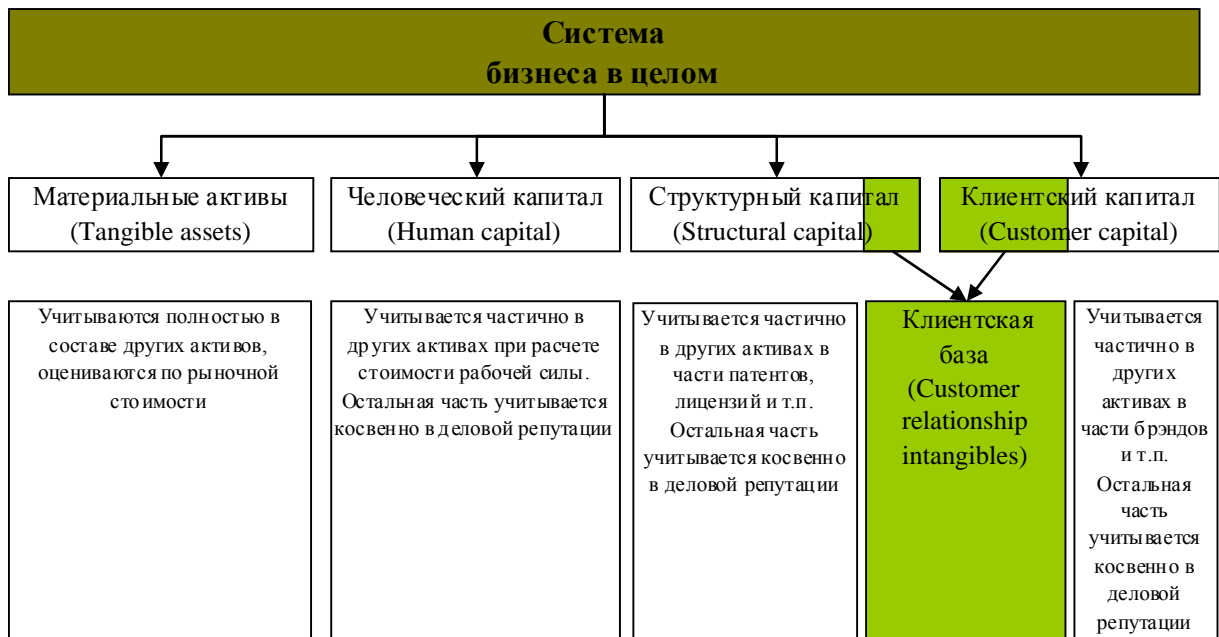
При прогнозировании следует остановиться на уровне EBITDA, т.е. на доамортизационном уровне, поскольку рассмотренная ниже формула расчета доли участия других активов уже будет включать в себя как возврат инвестиций (return of investment), так и доход на инвестиции (return on investment). Следовательно, расчет амортизации (возврата инвестиций) по активам компании (основным средствам, НМА) в таблице выше не нужен. Напротив, он приведет к двойному учету амортизации и исказит результаты оценки.

### **Шаг 3 – Вычитание из денежного потока, генерируемого с участием существующей клиентской базы, доли участия других активов**

Третьим шагом необходимо вычесть из EBITDA, генерируемой существующими клиентами, долю участия других активов. Эта доля представляет собой гипотетические платежи собственнику данных активов. Для осознания этого необходимо представить, что компания берет все задействованные ею активы, кроме оцениваемой клиентской базы, в лизинг или в аренду. Соответственно, компания должна выплачивать определенные арендные платежи по этим активам. Эти платежи и должны вычитаться из

ЕВИТДА. Эти условные расходы должны включать в себя как возврат инвестиций (амортизацию), так и доходы собственника этих активов.

Однако перед тем, как приступить к расчету доли других активов, нужно определить, какие именно активы, помимо оцениваемой клиентской базы, участвуют в создании общего денежного потока. Для этого воспользуемся схемой, приведенной в главе 1 (см. стр. 50), и дополним ее новыми данными.



**Рисунок 16.** Определение других активов, участвующих в генерировании общего денежного потока

*Материальные активы* учитываются в составе других активов полностью. Их идентификация обычно не вызывает трудностей, поскольку в большинстве случаев все такие активы учитываются на балансе компании. Материальные активы при расчете их доли в общем денежном потоке должны быть учтены по рыночной стоимости.

*Человеческий капитал* учитывается в составе других активов в рамках расчета стоимости рабочей силы (workforce), включающей в себя затраты на найм и обучение сотрудников, а также альтернативные затраты, понесенные компаний в период «вливания» новых сотрудников в рабочий ритм. Исключительные таланты сотрудников компании-объекта не учитываются в составе других активов, но будут косвенно учтены в стоимости деловой



репутации. Это объясняется тем, что, оценивая рыночную стоимость клиентской базы, денежный поток прогнозируется с позиции рационального инвестора с типичными для рынка ожиданиями в отношении любой аналогичной (а не данной конкретной) компании-объекта. Исключительные таланты и частные навыки сотрудников являются по преимуществу специфическими для конкретной компании, поэтому стоимость таких навыков может быть учтена только при расчете инвестиционной, а не рыночной стоимости. Именно поэтому она учитывается в составе деловой репутации, но никак не в доле других активов.

Аналогично, в составе *структурного капитала* для расчета доли других активов оценке подлежат только те компоненты, которые типичны в среднем для любой компании данной отрасли. К таким компонентам обычно относят патенты и лицензии. Все прочие составляющие структурного капитала будут косвенно учтены в стоимости деловой репутации, кроме, разумеется, той части, которая входит в состав самой клиентской базы.

Из состава *клиентского капитала* в другие активы стоит включать брэнды, товарные знаки и т.п. Такие активы, как благоприятные отношения с Правительством, возможность выхода на определенные рынки сбыта, нетипичные для компаний аналогичной отрасли, должны быть косвенно учтены в составе деловой репутации.

Ключевым моментом в определении состава других активов, участвующих, наряду с оцениваемой клиентской базой, в генерировании общих денежных потоков, является принцип соответствия. Нужно максимально единообразно подходить к построению самих денежных потоков и определению активов, участвующих в их создании. Так, если денежные потоки, представленные в бизнес-плане компании-объекта, учитывают в себе тот факт, что в компании работают три самых гениальных в мире инженера, то надо либо корректировать эти потоки в сторону снижения, прогнозируя, сколько может получить рациональный инвестор от средней компании в

отрасли (а не от данной конкретной), либо учитывать рыночную стоимость этих инженеров не просто как рабочей силы, а как самого ценного актива. Во многих случаях подход, основанный на построении «справедливого» денежного потока (без участия нетипичных для компаний данной отрасли активов) является практически более реализуемым.

После определения состава других активов автор считает нужным приступить к определению их доли в общих денежных потоках.

Важной концепцией при расчете доли участия других активов является гипотетическое раздельное владение активами компании [87, р. 6]. Например, основными средствами может владеть Компания А, лицензией на производства – Компания Б, оборотным капиталом – компания В, а использовать эти активы и производить продукцию – Компания М. Таким образом, Компания М должна вычитать из своей EBITDA определенные платежи компаниям А (арендные платежи), Б (платежи роялти) и В (платежи за пользование оборотными средствами).

Для определения платежей по другим активам (т.е. активам, кроме оцениваемой клиентской базы) нужно знать их рыночную стоимость и ОСПИ. Это необходимо в связи с тем, что собственник актива (допустим, компания А) намерен как возместить вложенный им капитал (на приобретение основного средства), так и получить определенный доход на вложенные инвестиции. И возврат инвестиций, и доход на инвестиции зависят от стоимости объекта и от того периода, в течение которого необходимо возместить эти инвестиции.

Расчет рыночных стоимостей других активов, участвующих в создании денежного потока компании, выходит за рамки написания данной диссертации. В связи с этим для целей расчетов предполагается, что рыночные стоимости всех таких активов уже известны.

Получается, что платежи по другим активам, или доли участия других активов в общем денежном потоке, рассчитываются как поток денежных

средств, который, будучи дисконтированным по ставке доходности на инвестиции, будет равен рыночной стоимости актива.

Допустим, рыночная стоимость основного средства (здания) составляет на дату оценки 12 ден. ед., ОСПИ здания 7 лет и собственник требует доход на инвестиции, равный 5%. Расчет гипотетических арендных платежей по другим активам представлен ниже в формуле, разработанной автором диссертации:

$$PMT = \{[(PV \times i \times (1 + i)^n) / ((1 + i)^n - 1) - 1/n \times PV] / (1 - Tax)\} + 1/n \times PV \quad (9)$$

где PMT – аннуитетный платеж;

PV – текущая (рыночная) стоимость объекта;

i – ставка доходности на инвестиции;

n – период получения денежных потоков;

Tax – ставка налога на прибыль (в данном примере равна 24%).

Подставляя значения в формулу выше, получаем в результате 2,19 ден. ед. Это тот денежный поток, который необходимо генерировать компании М, чтобы, после учета налогового преимущества и уплаты налога на прибыль, полностью «рассчитаться» с гипотетическим собственником здания.

По причине того, что ОСПИ каждого из других активов может не совпадать с оцениваемым НМА, и чтобы не усложнять расчеты излишними итерациями, целесообразнее всего найти долю арендных платежей в общем показателе компании, например в выручке. Результатом вычислений будет определенный процентный показатель, при умножении которого на выручку (или другой показатель компании) будет получаться величина арендных платежей к вычету. Преимущество такого процентного показателя еще и в том, что он позволяет сопоставлять и сравнивать различные ставки по арендным платежам по разным компаниям и со среднеотраслевыми индикаторами. Данное обстоятельство помогает оценщику понять, насколько достоверными оказались полученные им результаты.

В рассматриваемом условном примере средняя выручка за анализируемый период составила 219 ден. ед., следовательно, доля арендных платежей по зданию равняется 1% ( $2,19/219=1\%$ ). Аналогично рассчитываются доли участия других активов, участвующих в создании общего денежного потока. Допустим, в рассматриваемом условном примере оценщиком было выявлено только два других актива: здание и лицензия.

Итогом третьего шага расчетов является вычитание из показателя EBITDA существующих клиентов доли участия других активов, как показано в таблице ниже.

Таблица 12

## Учет доли участия других активов

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Выручка – сущ. клиенты	126	85	57	32	16	7	2	
Себестоимость (*) – сущ. клиенты	-44	-30	-19	-11	-5	-2	-1	
Валовая прибыль – сущ. клиенты	130	133	137	140	144	147	151	
Прочие расходы – сущ. клиенты	-13	-8	-6	-3	-2	-1	0	
EBITDA – сущ. клиенты	69	47	32	18	9	4	1	
Здание (**)	1,0%	-1,3	-0,9	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
Лицензия (**)	2,0%	-2,5	-1,7	-1,1	-0,6	-0,3	-0,1	0,0
Итого доля других активов		-3,8	-2,6	-1,7	-1,0	-0,5	-0,2	-0,1
Скоррект. прибыль		65	45	30	17	9	4	1

Примечания: (\*) – не включая амортизацию

(\*\*) – в процентах от выручки, приходящихся на существующих клиентов

#### Шаг 4 – Учет налогового преимущества оцениваемой клиентской базы

Поскольку при оценке рыночной стоимости НМА необходимо учитывать все денежные потоки, генерируемые данным активом, то к расчету принимаются не только непосредственные денежные притоки, но и экономии денежных оттоков.

Клиентская база, в зависимости от налогового законодательства каждой конкретной страны, может быть рассмотрена либо как самостоятельный амортизирующийся актив с ограниченным ОСПИ, либо в составе деловой

репутации компании, либо вообще никак не учитываться. В *налоговом* законодательстве некоторых стран предусмотрена амортизация деловой репутации. Соответственно, независимо от того, признается ли клиентская база для целей налогового законодательства в качестве отдельного НМА или в составе деловой репутации, ее стоимость будет постепенно списываться путем амортизации. А поскольку амортизация для целей налогообложения признается в качестве расходов, принимаемых к вычету при расчете налога на прибыль, то она будет снижать сумму налога на прибыль, уплачиваемого в бюджет. Такая экономия, будучи дисконтированной по ставке дисконтирования для оцениваемого актива, и будет составлять текущую стоимость налогового преимущества.

Проблемным местом в расчете налогового преимущества является то обстоятельство, что для его расчета, и в частности, амортизационных отчислений, необходимо знать стоимость клиентской базы [37, с. 25]. С другой стороны, стоимость клиентской базы включает в себя стоимость налоговых преимуществ. В данном случае возникает кольцевая ссылка.

Проблему кольцевой ссылки автор считает возможным решить несколькими путями:

- методом подбора (методом проб и ошибок);
- методом поиска решения в среде табличного редактора Excel семейства Office компании Microsoft;
- методом создания умышленной циклической ссылки в среде табличного редактора Excel семейства Office компании Microsoft.

Первый метод самый долгий и неудобный, поскольку требует перебора возможных вариантов вручную. Такой метод к тому же не позволяет добиться высокой точности расчетов.

Второй метод более практичный и точный, нежели первый, однако он требует проведения не одной, а нескольких итераций. Так, сначала рассчитывается амортизация, исходя из некой отвлеченной величины, и в

конечном счете вычисляется рыночная стоимость клиентской базы. Затем, шаг за шагом, стоимость, на основе которой рассчитывается амортизация, и рыночная стоимость постепенно сближаются путем поиска решений. Данный метод, как и первый, может потребовать значительного количества времени для нахождения конечного решения и к тому же он не очень гибкий, т.к. требует каждый раз нового поиска решений при изменении исходных параметров оценки.

Третий метод является наиболее легко реализуемым, удобным и гибким средством разрешения циклической ссылки. В данном случае табличный редактор итерационно сам выполняет необходимые расчеты. Важным моментом здесь является техническая настройка табличного процессора, а именно, чтобы была включена опция работы с циклическими ссылками.

После расчета амортизационных отчислений оцениваемого НМА необходимо умножить их на ставку налога на прибыль. Полученное произведение и составит недисконтированное налоговое преимущество. Его дисконтирование осуществляется вместе с общим денежным потоком, генерируемым исключительно оцениваемым НМА [38, с. 67].

$$TAB_{undisc. t} = A_t \times Tax \quad (10)$$

где  $TAB_{undisc. t}$  – недисконтированное налоговое преимущество в году  $t$ ;

$A_t$  – амортизация в году  $t$ ;

$Tax$  – налог на прибыль в процентах.

Описанные в третьем шаге этапы вычислений представлены в итоговой таблице на стр. 100.

### *2.3.2. Обоснование расчета ставки дисконтирования при оценке клиентской базы в рамках МЕМ*

К расчету ставки дисконтирования можно подходить двумя способами: «снизу-вверх» (расчет ставки дисконтирования по компонентам риска, характерным исключительно для клиентской базы) и «сверху-вниз» (от ставки

дисконтирования всего бизнеса в целом путем внесения корректировок на большую/меньшую рискованность клиентской базы).

Поскольку клиентская база, как было показано выше, является одной из составляющих всего бизнеса в целом (см. схему бизнеса в 1 главе), при расчете ставки дисконтирования лучше воспользоваться расчетом «сверху-вниз» и в качестве отправного пункта учесть риск всего бизнеса [88, р. 3].

В современной оценочной теории и практике [72, р. 207] наиболее распространенным методом расчета ставки дисконтирования всего бизнеса (т.е. инвестированного капитала компании) является метод средневзвешенной стоимости капитала (далее – WACC – Weighted Average Cost of Capital).

Традиционная формула WACC выглядит следующим образом [17, с. 213].

$$WACC = R_e \times W_e + R_d \times (1 - Tax) \times W_d \quad (11)$$

где  $R_e$  – стоимость собственного капитала;

$W_e$  – доля собственного капитала в инвестированном капитале компании;

$R_d$  – стоимость заемного капитала;

$Tax$  – ставка налога на прибыль компании;

$W_d$  – доля заемного капитала в инвестированном капитале компании.

Далее к стоимости капитала с использованием формулы выше автор предлагает применить премию за контроль и скидку на меньшую ликвидность, если бы такая премия применялась при оценке всего бизнеса в целом (поправка «бизнес-бизнес»).

Данные поправки (за контроль (премия) и низкую ликвидность (скидка)) применяются обычно к стоимости компании, т.е. на завершающей стадии оценки рыночной стоимости. Однако для целей определения рыночной стоимости клиентской базы расчет стоимости всего бизнеса не проводится. Вместе с тем, если компания-объект не котируется на бирже и для расчета ее беты были использованы компании-аналоги, акции которых торгуются на бирже, следует каким-то образом учесть поправку на меньшую ликвидность. Автор предлагает учесть эту поправку непосредственно в ставке

дисконтирования, т.е. внести корректировку в WACC. Аналогично, если в сделке по объединению была приобретена стопроцентная доля компании-объекта, то нужно учесть премию за контроль. Автор предлагает учесть данную премию также непосредственно в WACC.

Согласно исследованиям, премия за контроль может колебаться от нуля до сорока процентов, а в РФ — составлять до нескольких сот процентов. Скидка за низкую ликвидность обычно берется из диапазона значений от пятнадцати до шестидесяти процентов стоимости. Автор считает возможным использовать некий агрегированный показатель-поправку к WACC. Данную поправку можно рассчитать путем поиска решений в табличном редакторе Excel семейства Office компании Microsoft. Для этого нужно:

1. рассчитать стоимость бизнеса без учета премии за контроль и скидки за меньшую ликвидность с использованием ставки дисконтирования всего бизнеса, рассчитанной по формуле WACC;

2. скорректировать получившееся значение рыночной стоимости бизнеса с учетом обеих премий/скидок;

3. определить скорректированную ставку WACC путем поиска решений, подставив в качестве итогового показателя рыночную стоимость, скорректированную с учетом премии за контроль и скидки за меньшую ликвидность (полученную на шаге 2).

Данный алгоритм кратко проиллюстрирован на рисунке ниже.

	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5
Денежный поток	100	100	100	100	100
Ставка дисконтирования (без учета премий и скидок)	15%				
Фактор дисконтирования	0.8696	0.7561	0.6575	0.5718	0.4972
Дисконтированный денежный поток	87	76	66	57	50
Премия за контроль	10%				
Скидка за ликвидность	15%				
Рыночная стоимость бизнеса	313				
Ставка дисконтирования (с учетом премий и скидок)	18%	←-- эта ставка делает стоимость бизнеса 313 («в обход премий/скидою»)			
Относительная агрегированная поправка к исходному WACC	20.0%				

**Рисунок 17.** Выведение относительной агрегированной поправки к WACC

В результате скорректированная стоимость капитала всего бизнеса определяется по следующей формуле:



$$WACC_{\text{сkopp.}} = WACC \times (1 \pm \Delta), \text{ или} \quad (12a)$$

$$18 \% = 15 \% \times (1 + 20 \%) \quad (12б)$$

где  $\Delta$  – относительная агрегированная поправка за контроль и ликвидность.

Далее от  $WACC_{\text{сkopp.}}$  необходимо перейти к ставке дисконтирования клиентской базы, поскольку ее риск и доходность не всегда совпадают со средневзвешенной стоимостью капитала.

Каждый конкретный актив отличается от компании в целом, как минимум, по двум параметрам:

- рискованности;
- ликвидности.

В зависимости от того, насколько оцениваемый НМА является более или менее рискованным или ликвидным, рассчитывается ставка дисконтирования актива путем учета относительной поправки к ставке дисконтирования всей компании.

$$DR_{CR} = WACC_{\text{сkopp.}} \times (1 \pm \Delta) \quad (13)$$

где  $DR_{CR}$  – ставка дисконтирования клиентской базы;

$\Delta$  – относительная поправка.

Для определения относительной поправки к скорректированному показателю  $WACC$  можно воспользоваться разработанной автором шкалой рискованности клиентской базы, основанной на ее качественных показателях, описанных выше.

Первым шагом нужно проанализировать такие качественные показатели клиентской базы, как лояльность, стабильность, степень вовлечения и ее диверсификацию. Каждому из показателей нужно присвоить ранг от «очень высокий» (+++, или 3) до «очень низкий» (– – –, или минус 3) (подробно о присвоении рангов см. главу 3).

Вторым шагом нужно рассчитать среднеарифметическое из присвоенных рангов.

Третьим шагом нужно вывести относительную поправку на основе рассчитанной среднеарифметической. Для этого можно обратиться к разработанной ниже шкале:

- +++ очень высокий (3 балла),
- ++ высокий (2 балла),
- + умеренно высокий (1 балл),
- умеренно низкий (минус 1 балл),
- – низкий (минус 2 балла),
- – – очень низкий (минус 3 балла).

Максимальное значение среднеарифметической составляет 3 балла ( $3 \times 4 / 4 = 3$ ). Минимальное – минус 3. Автор предлагает использовать следующие значения относительной поправки.

**Таблица 13**

*Расчет относительной поправки скорректированного WACC: шкала  
рискованности клиентской базы*

<b>Среднеарифметическая рангов</b>	<b>Относительная поправка скорректированного WACC</b>
3–2 балла	0 % – 5 %
2–1 балла	5 % – 10 %
1–0 баллов	10 % – 15 %
<0 баллов	15% – 20 %

Например, если лояльности было присвоено два балла, стабильности – два балла, степени вовлечения – три балла, а диверсификации – один балл, то ставка дисконтирования клиентской базы при скорректированном показателе WACC, к примеру, 10 % будет рассчитана, как:

$$10 \% \times (1 + 5 \%) = 10,5 \% \quad (14)$$

Таким способом рассчитывается заключительная поправка при расчете ставки дисконтирования клиентской базы.

### 2.3.3. Выведение рыночной стоимости клиентской базы при ее оценке в рамках МЕЕМ

Дисконтирование денежных потоков и выведение рыночной стоимости клиентской базы является заключительным этапом оценки. Для этого необходимо умножить денежные потоки на соответствующие факторы текущей стоимости и сложить получившиеся дисконтированные денежные потоки.

$$PV = [CF_1 / (1+r)] + [CF_2 / (1+r)^2] + \dots + [CF_t / (1+r)^t] \quad (15)$$

где PV – приведенная стоимость потоков,

CF – чистые денежные потоки,

r – ставка дисконтирования,

t – последний год ОСПИ клиентской базы.

По завершении оценки необходимо проверить ее результаты на предмет того, насколько правильно была рассчитана амортизация при вычислении налогового преимущества. Для этого необходимо найти сумму амортизационных отчислений по годам и сравнить с полученной рыночной стоимостью. Результаты вычислений должны совпасть.

Выведение рыночной стоимости НМА, относящегося к клиентской сфере, приведено в итоговой таблице ниже.

*Выведение рыночной стоимости НМА и проверка правильности расчета*

*амортизации*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Выручка – сущ. клиенты	126	85	57	32	16	7	2
Себестоимость <sup>(*)</sup> – сущ. клиенты	-44	-30	-19	-11	-5	-2	-1
Валовая прибыль – сущ. клиенты	130	133	137	140	144	147	151
Прочие расходы – сущ. клиенты	-13	-8	-6	-3	-2	-1	0
ЕВГТДА – сущ. клиентгы	69	47	32	18	9	4	1
Здание <sup>(**)</sup> 1,0%	-1	-1	-1	0	0	0	0
Лицензия <sup>(**)</sup> 2,0%	-3	-2	-1	-1	0	0	0
Итого доля других активов	-4	-3	-2	-1	0	0	0
Скоррект. прибыль	65	45	30	17	9	4	1
НП @ 24%	-16	-11	-7	-4	-2	-1	0
Чистая прибыль	50	34	23	13	6	3	1
Амортизация оцен. НМА	18	18	18	18	18	18	18
Налоговое преим. (недиск.) @ 24%	4	4	4	4	4	4	4
Денежный поток	54	38	27	17	11	7	5
Факторы диск. @ 11% <sup>(***)</sup>	0,9009	0,8116	0,7312	0,6587	0,5935	0,5346	0,4817
Диск. денежный поток	49	31	20	11	6	4	2

123

**Рыночная стоимость**

123

Примечания: (\*) – не включая амортизацию

(\*\*) – в процентах от выручки, приходящихся на существующих клиентов

(\*\*\*) – дисконтирование на конец года.

**Выводы по главе 2**

1. Доходный подход является наиболее широко распространенным на практике при оценке клиентской базы для целей МСФО при объединении компаний. Применение затратного подхода возможно только в том случае, если компания ведет учет расходов на создание и удержание клиентов, а также если ведется статистика касательно среднего периода времени на создание нового контакта (для оценки альтернативных расходов, связанных с упущенными выгодами в период приобретения нового клиента). Использование сравнительного подхода возможно в таких отраслях, как частные практики (лечебные, адвокатские), секторе финансово-банковских

услуг. Однако его применение в РФ проблематично в связи с недоступностью необходимой рыночной информации.

2. На основе проведенного автором исследования подходов и методов оценки клиентской базы, автор считает, что из трех методов оценки клиентской базы как НМА компании в рамках доходного подхода (метод освобождения от роялти, метод доходности на активы, метод МЕЕМ) теоретические и практические основы метода МЕЕМ наилучшим образом отвечают природе клиентской базы как НМА. Метод МЕЕМ позволяет учесть ключевые факторы стоимости клиентской базы: оставшийся срок ее полезного использования, чистый денежный поток, приходящийся исключительно на конкретный вид НМА, и ставку дисконтирования, характеризующую стоимость инвестированного капитала компании в целом.

3. Предложенный автором метод МЕЕМ учитывает особенности клиентской базы как НМА и, следовательно, позволяет повысить обоснованность и точность оценки клиентской базы при подготовке и реализации сделок по объединению компаний.

## **Глава 3. Оценка клиентской базы на практике при объединении с участием российской компании**

### ***3.1. Анализ сделки по объединению с участием российской компании***

В декабре 2005 г. состоялась сделка по объединению компаний «Покупатель» (компания-покупатель) и «Объект» (компания-объект). В рамках договора 100% акций «Объекта» были приобретены «Покупателем», в связи с чем, согласно договору, 31 декабря 2005 г. «Покупатель» получил полный контроль над «Объектом».

«Покупатель» является юридическим лицом-резидентом Российской Федерации. «Объект» является юридическим лицом-резидентом Федеративной Республики Германии (далее – ФРГ). Обе компании, наряду с национальными стандартами отчетности (российскими правилами бухгалтерского учета для «Покупателя» и HGB для «Объекта»), публикуют свою финансовую отчетность в соответствии с IFRS. В связи с этим, согласно IFRS 3, необходимо распределить цену сделки по объединению между активами, перешедшими в результате сделки от «Объекта» к «Покупателю», оцененными по справедливой рыночной стоимости. Для этой цели привлекается независимый профессиональный оценщик (далее – «Оценщик»).

#### ***3.1.1. Определение цены сделки по объединению «Покупателя» и «Объекта»***

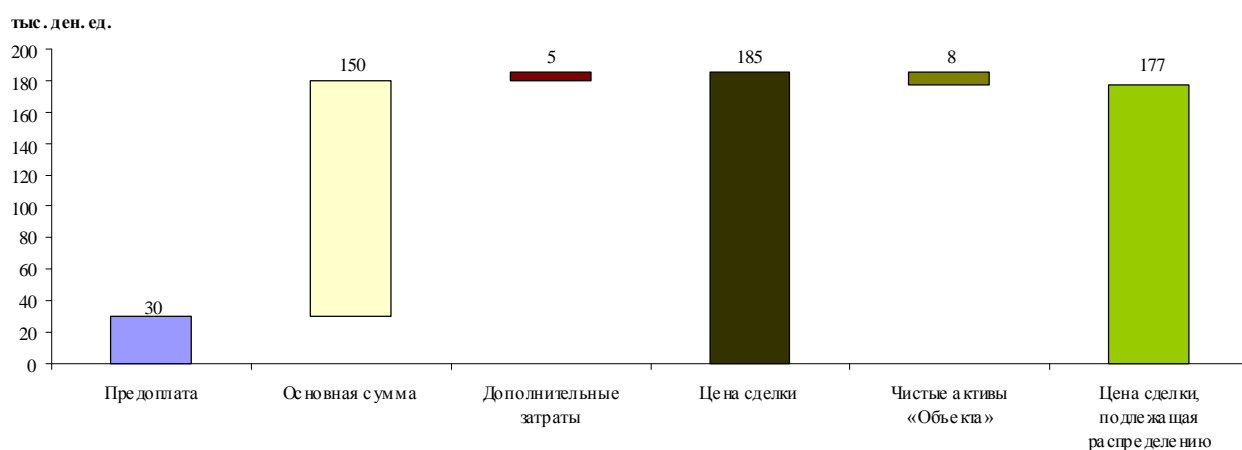
Подписание соглашения о приобретении 100% акций (1 миллиона обыкновенных акций) «Объекта» состоялось 10 октября 2005 г. После одобрения сделки общим собранием акционеров «Объекта» собственность на акции перешла к «Покупателю» 31 декабря 2005 г.

Цена сделки по объединению была определена в соответствии с IFRS 3 и состояла из трех компонентов (все данные не включая НДС):

1. предоплаты в размере 30 тысяч денежных единиц (далее – ден. ед.);
2. оплаты основной суммы в размере 150 тысяч ден. ед.;

3. дополнительных затрат, непосредственно относящихся к сделке по объединению, в размере 5 тысяч ден. ед.

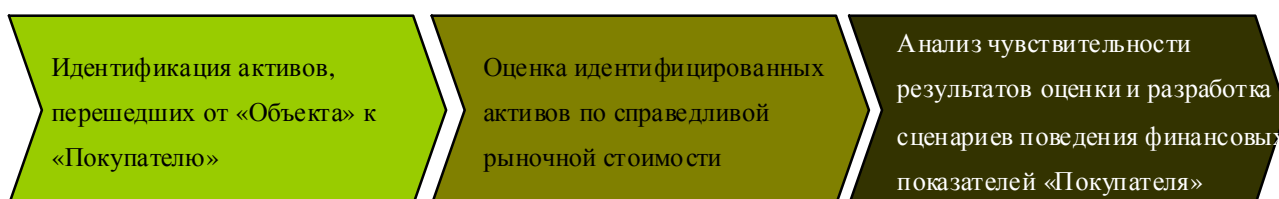
Общая цена сделки (без НДС) составила, таким образом, 185 тысяч ден. ед. и была выплачена денежными средствами. Чтобы определить часть цены сделки, подлежащую распределению, «Оценщик» вычел из общей цены сделки балансовую стоимость чистых активов «Объекта», равную примерно 8 тысячам ден. ед. (подробнее баланс «Объекта» см. в приложении 1). Цена сделки, подлежащая распределению, составила, таким образом, 177 тысяч ден. ед.



**Рисунок 18.** Цена сделки по объединению компаний «Покупатель» и «Объект»

Между «Покупателем» и «Оценщиком» было установлено, что при распределении цены сделки в 177 тысяч ден. ед. оценка активов, перешедших от «Объекта» к «Покупателю», будет осуществлена по состоянию на дату перехода собственности на акции, т.е. 31 декабря 2005 г. (далее – «Дата оценки»).

Работу по распределению цены сделки было решено разбить на три этапа:



**Рисунок 19.** Этапы работ по оценке рыночной стоимости НМА

В результате переговоров «Оценщика» с менеджментом «Покупателя», а также на основе собственного исследования «Оценщиком» были идентифицированы следующие активы, перешедшие от «Объекта» к «Покупателю».

Таблица 15

*Активы, перешедшие от «Объекта» к «Покупателю»*

<i>Ден. ед.</i>	<b>Присутствие на балансе</b> 31.12.2005	<b>Балансовая стоимость</b> 31.12.2005
Основные средства	✓	1 260
Нематериальные активы, в т.ч.:		
Технологическое ядро	✓	1 750
Технология c-Tools	✓	2 125
Клиентская база	✗	0
Брэнд GESUND	✗	0
Оборотные средства	✓	2 525
<b>Итого активов (по балансу)</b>		<b>7 660</b>

*3.1.2. Анализ компаний-участников сделки по объединению*

**Характеристика «Объекта» в сделке по объединению**

«Объект» является юридическим лицом, зарегистрированным в Торговом Кодексе ФРГ. «Объект» разрабатывает и продает интегрированные информационные технологии. В своей рыночной нише компания обеспечивает полный комплекс услуг. Основным видом деятельности является разработка, внедрение и обслуживание информационных систем для госпиталей и клиник (далее – ГИС – госпитальная информационная система). Главным продуктом в данной сфере является ГИС под названием GESUND. Среди прочих направлений деятельности можно выделить перепродажу программного обеспечения, закупаемого на внешнем рынке.

«Объект» был основан в 1990 г. в Бонне (ФРГ) и с этих пор занимался разработкой и последующим продвижением на рынок своего главного продукта – GESUND. Данная ГИС была разработана на основе объектно-ориентированного программного языка С, позволяющего использовать одну



объектную модель в рамках всего госпиталя (клиники) или даже сети госпиталей (клиник).

С момента его создания «Объект» сконцентрировал свои усилия на разработке ГИС на базе холистического принципа, т.е. на разработке комплекса мероприятий, охватывающий весь спектр услуг по обеспечению госпиталей информационными системами и информационным обеспечением. Данный подход отличает «Объект» от его основных европейских конкурентов, которые предлагают в основном ограниченные программные решения (например, компания А обеспечивает информационной системой кардиологическое отделение госпиталя, компания Б – хирургическое отделение и т.д.).

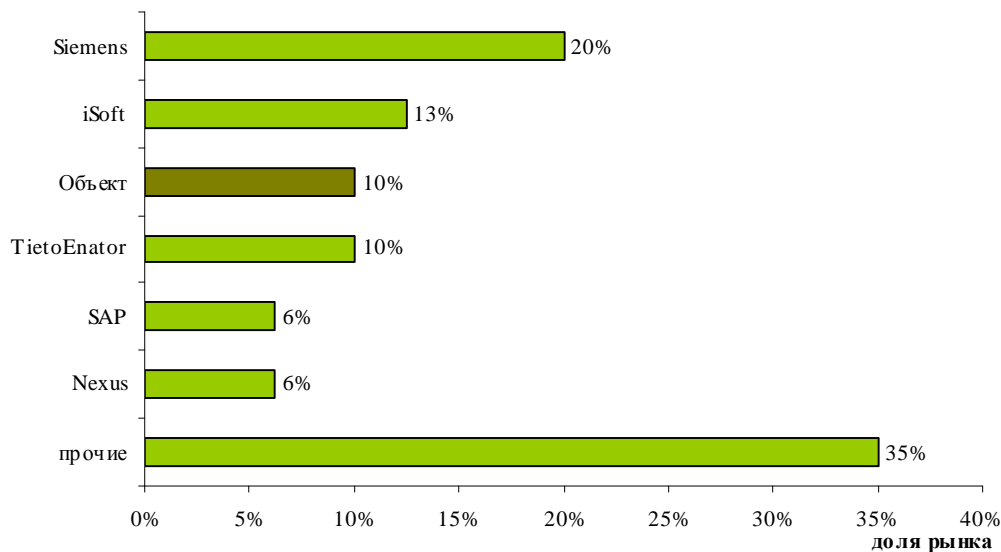
С одной стороны, использование холистического принципа позволяет избежать проблемы взаимодействия различных программных продуктов между собой. Так, например, электронные данные о состоянии сердца пациента, зафиксированные и обработанные с помощью GESUND, являются полностью совместимыми с данными пациента о состоянии его желудка, также обработанные с помощью GESUND. В результате, можно составить целостную карту здоровья пациента в рамках единой программы GESUND, не опасаясь конфликта данных.

С другой стороны, холистический принцип ставит госпитали в зависимость от одного-единственного поставщика информационных систем, что иногда снижает лояльность потенциальных клиентов на стадии заключения договора о внедрении такого рода информационной системы.

Архитектура ГИС GESUND позволяет самим врачам участвовать в модификации базового набора функций с учетом их требований. Данное обстоятельство делает GESUND очень гибким программным решением, которое в состоянии учесть любые требования клиентов. Такая гибкость достигается благодаря тому, что, помимо ядра информационной системы, написанного в среде компьютерного языка С, существует еще и оболочка

c-Tools, модифицируемая в каждом конкретном случае по желанию каждого врача.

Продукт GESUND на момент совершения сделки по объединению был установлен в 348 учреждениях ФРГ, Австрии, Франции и Швейцарии. Доля «Объекта» в занимаемой им рыночной нише составляла на конец 2005 г. порядка десяти процентов.



**Рисунок 20.** Доли участников рынка ГИС в Европе

### **Характеристика «Покупателя» в сделке по объединению**

«Покупатель» является юридическим лицом, зарегистрированным в Едином Государственном Реестре в РФ. Данная компания работает в аналогичной рыночной нише, что и «Объект», и занимается разработкой и продажей информационных систем российским государственным и частным клиникам, а также государственным административным учреждениям. У компании имеется головной офис в Москве, филиал в Санкт-Петербурге и исследовательская лаборатория в Новосибирске.

«Покупатель» является лидером на российском рынке ГИС и АИС (административные информационные системы). Лидерство обеспечивается в первую очередь благодаря высокому уровню программного обеспечения, предлагаемого компанией. Программные продукты написаны в среде

компьютерного языка Java, имеющего колоссальное значение при использовании международной компьютерной сети (Интернета).

«Покупатель» уже прочно обосновался на российском рынке и в планы компании входит как дальнейший органический рост (за счет программ повышения эффективности работы и сокращения издержек), так и неорганический рост (за счет сделок по объединению с другими компаниями). В течение 2003–2005 гг. «Покупатель» занимался изучением европейского рынка ГИС и АИС с целью возможной покупки одной из компаний. Результатом анализа европейского рынка и переговоров с потенциальными компаниями-объектами стала сделка по приобретению 100% акций «Объекта».

#### **Мотивы участников сделки по объединению**

Рынок ГИС и АИС является высокотехнологическим рынком. У «Покупателя» есть одна из лучших лабораторий в Новосибирске, занимающихся разработкой программных продуктов для госпиталей, клиник, административных учреждений на базе программного языка четвертого поколения Java. Собственные технологии «Покупателя» позволяют его клиентам мгновенно обмениваться данными посредством Интернет или Интранет за очень короткий промежуток времени. Это является одним из главных преимуществ, поскольку, например, в клиниках врачам приходится обмениваться файлами большого размера (допустим, снимками внутренних органов пациентов, видеозаписями младенцев в материнской утробе и т.п.). Собственные технологии записи, хранения, обработки и передачи информации, предлагаемые своим клиентам «Покупателем», явились причиной быстрого развития данной компании на российском рынке.

Несмотря на наличие в РФ большого количества медицинских и административных учреждений, немногие из них могут себе позволить оплачивать услуги «Покупателя» по установке и наладке соответствующего оборудования, а также внедрению и эксплуатации такого рода

информационных систем. В связи с этим менеджментом «Покупателя» было установлено, что ключом к дальнейшему развитию и процветанию компании является расширение и, по возможности, диверсификация (например, географическая) собственной клиентской базы. Именно в связи с этим было принято решение о выходе на европейский рынок, на котором основные потребители ГИС и АИС гораздо платежеспособнее.

Среди потенциальных объектов сделки «Покупатель» пытался найти такую компанию, которая бы имела очень прочную и устоявшуюся клиентскую базу и в то же время не имела бы собственных дорогих технологий, поскольку у «Покупателя» уже были и есть необходимые технологии. Два важных момента определили выбор «Покупателя» в пользу «Объекта».

Во-первых, холистический принцип, на который опирается «Объект», позволил ему максимально повысить затраты его клиентов на переключение. Иными словами, каждому из клиентов GESUND достаточно дорого переходить к другому поставщику информационных систем, поскольку в таком случае нужно менять практически все оборудование и программное обеспечение. В результате, у «Объекта» сформировалась прочная клиентская база.

Во-вторых, несмотря на гибкость продукта GESUND, его использование в среде Интернет вызывает ряд проблем. Язык С изначально не предназначался для разработки приложений, активно использующих Интернет. Это привело к моральному устареванию технологий «Объекта» и, таким образом, к снижению их стоимости.

Эти два обстоятельства (наличие широкой и устойчивой клиентской базы и невысокая стоимость используемых технологий в связи с их моральным устареванием) определили выбор «Покупателя» в пользу «Объекта».

Для «Объекта» его покупка высокотехнологичной российской компанией означает возможность удержания своих клиентов в ФРГ, Австрии, Франции и

Швейцарии и наращивания клиентской базы в странах Восточной Европы (Чехия, Венгрия, Польша), благодаря высокому техническому уровню и качеству программного обеспечения, предлагаемого российским «Покупателем», и собственному широко узнаваемому в Европе брэнду.

### *3.1.3. Анализ клиентской базы «Объекта» как одного из главных мотивов сделки по объединению*

Рыночная стоимость клиентской базы «Объекта» определяется наличием долгосрочных контрактов (3 и более лет) с клиентами, а также высоким качеством послепродажного обслуживания в части отладки программ, защиты их от вирусов, устранения временных ошибок и неисправностей, конфликтов с другими программными продуктами.

Перед непосредственной оценкой рыночной стоимости клиентской базы «Объекта» «Оценщик» проанализировал ее по ряду количественных и качественных показателей с тем, чтобы лучше разобраться в том, какое место она занимает в бизнесе «Объекта» в целом.

#### **Анализ количественных показателей клиентской базы «Объекта»**

Для целей анализа клиентской базы из количественных показателей были рассчитаны такие, как число клиентов клиентской базы, выручка, затраты, валовая прибыль, приносимые клиентами клиентской базы и т.п. Эти показатели сгруппированы в таблице ниже.

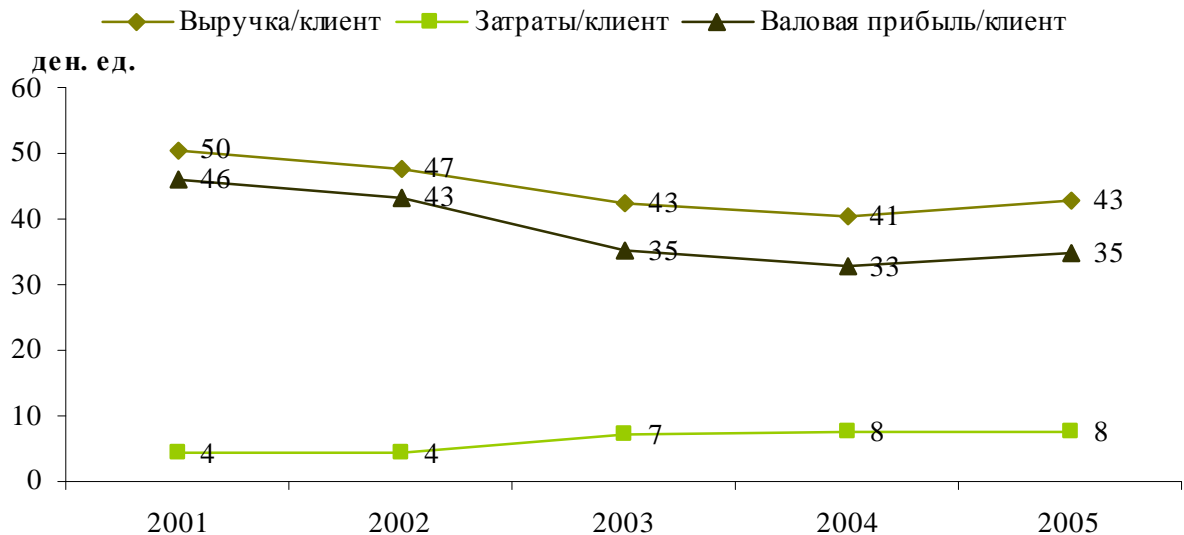
*Количественные показатели клиентской базы «Объекта»*

		2001	2002	2003	2004	2005
<b>Абсолютные показатели</b>						
Число клиентов		209	255	320	340	348
Выручка	(ден. ед.)	10 500	12 100	13 600	13 800	14 836
Затраты	(ден. ед.)	900	1 100	2 300	2 650	2 700
Валовая прибыль	(ден. ед.)	9 600	11 000	11 300	11 150	12 136
<b>Относительные показатели</b>						
Выручка/клиент	(ден. ед.)	50	47	43	41	43
Затраты/клиент	(ден. ед.)	4	4	7	8	8
Валовая прибыль/клиент	(ден. ед.)	46	43	35	33	35
Валовая маржа		91%	91%	83%	81%	82%
Динамика кл. базы			22%	25%	6%	2%

По абсолютным показателям «Оценщик» судил о месте «Объекта» на европейском рынке ГИС в целом. Как было показано выше, его доля составляет около десяти процентов, что делает «Объект» одним из лидеров в своей рыночной нише.

Однако больший интерес представляли относительные показатели, которые дали возможность проанализировать динамику и эффективность клиентской базы «Объекта» в анализируемой ретроспективе.

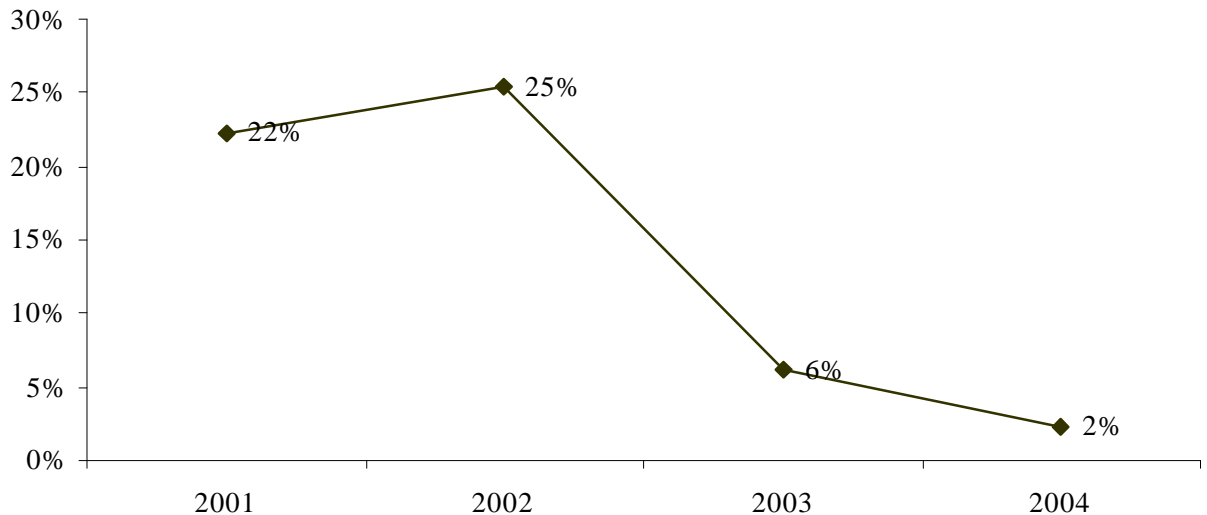
На рисунке ниже видно, что выручка в расчете на одного клиента падала, а затраты росли, поэтому валовая прибыль в расчете на одного клиента, как следствие, имела отрицательную динамику. Она упала с 46 ден. ед. в расчете на одного клиента в 2001 г. до 35 ден. ед. в 2005 г.



**Рисунок 21.** Выручка, затраты и валовая прибыль в расчете на одного клиента «Объекта»

Падение валовой прибыли в расчете на клиента обусловлено, прежде всего, падением валовой маржи с 91% в 2001 г. до 82% в 2005 г. (см. таблицу выше). Такое падение объясняется увеличением расходов «Объектов» по послепродажному обслуживанию. Как уже говорилось выше, программа GESUND написана на компьютерном языке С, который является не слишком приспособленным для активного использования Интернета и Интранета. В связи с этим, у программистов «Объекта» с каждым годом появлялось все больше и больше работы по написанию дополнительных программных модулей, позволяющих конвертировать данные, обрабатываемые GESUND, в формат, пригодный для опубликования в сети Интернет (например, .html). Данное обстоятельство привело к увеличению расходов компании в анализируемом периоде.

«Оценщиком» была также рассчитана динамика клиентской базы, под которой понимались темпы прироста клиентской базы по годам в рассматриваемом периоде.



**Рисунок 22.** Динамика клиентской базы «Объекта»

Начиная с 1990 г., с момента основания «Объекта», компания развивалась преимущественно за счет органического роста, т.е. за счет заключения новых договоров с клиентами. Как видно на рисунке выше, к 2003 г. компания исчерпала возможности органического роста, что отчасти связано с насыщением рынка ГИС в Западной Европе. Дальнейшее развитие компании невозможно без неорганического роста, т.е. путем приобретения других компаний. Приобретение некоторых компаний Восточной Европы (в Чехии, Польше, Венгрии) входит в среднесрочные планы «Объекта» и является одним из ключевых факторов стратегического развития, что было обсуждено с менеджментом «Покупателя» на стадии заключения сделки.

#### **Анализ качественных показателей клиентской базы «Объекта»**

Для целей анализа клиентской базы по качественным показателям «Оценщиком» были рассмотрены такие показатели, как лояльность клиентской базы, ее стабильность, степень вовлечения клиентов в разработку продукта и, соответственно, степень индивидуализации предлагаемого продукта, а также диверсификация клиентской базы.

Лояльность клиентской базы можно измерить либо прямо (через количество повторных обращений), либо косвенно.



Для прямого измерения лояльности клиенткой базы «Объекта» в распоряжении «Оценщика» не было необходимой информации, поэтому этот показатель измерялся косвенно.

Косвенно лояльность была измерена экспертным методом путем анализа четырех факторов, а именно: соответствия продукции «Объекта» ожиданиям его клиентов, затрат на переключение клиентов «Объекта», привлекательности и силы конкурентов на рынке ГИС, а также степени склонности клиентов «Объекта» к поиску альтернативных информационных решений. Данные факторы представлены ниже в виде диаграммы.



**Рисунок 23.** Факторы, влияющие на лояльность клиентской базы

После экспертной оценки каждого из факторов автором предлагалось ранжировать лояльность клиентской базы «Объекта» по степени лояльности на высокую (15–20 баллов), среднюю (10–15 баллов) и низкую (0–10 баллов). Чем выше лояльность, тем выше ценность, а следовательно, и стоимость, клиентской базы.

Фактору *соответствия ожиданиям* было присвоено три балла. Это объясняется тем, что на рынке ГИС требования клиентов чрезвычайно высоки, поскольку от эффективности информационных систем порой напрямую зависит здоровье пациентов. Превзойти эти высокие требования чрезвычайно сложно, поэтому «Объект», который полностью соответствует

высоким требованиям клиентов, занимает по этому показателю средние позиции.

Фактору *затрат на переключение* было присвоено пять баллов. Такое решение было мотивировано тем, что «Объект», как говорилось раньше, исповедует холистический принцип, а именно предлагает своим клиентам полный набор услуг, от разработки программного обеспечения, до внедрения и послепродажного обслуживания. Это сильно повышает зависимость клиентов от «Объекта», поскольку они становятся «заложниками» одного поставщика информационных систем.

Затраты на переключение у клиентов «Объекта» чрезвычайно высоки, поэтому по данному показателю позиции «Объекта» чрезвычайно сильны.

Фактору *привлекательности продукции конкурентов* было присвоено четыре балла. С одной стороны, «Объект» является своего рода монополистом, поскольку предлагает комплексный набор информационных решений, в то время, как конкуренты поставляют на рынок отдельные программные продукты. С другой стороны, узкая специализация конкурентов «Объекта» дает им возможность развиваться быстрее и быть более гибкими по отношению к потребностям рынка. Так, на момент анализируемой сделки по объединению уже многие конкуренты «Объекта» перешли на язык Java при разработке своих программных приложений. Для «Объекта» же «перевод» ядра и программной оболочки c-Tools с C на Java сопряжен с достаточно большими затратами.

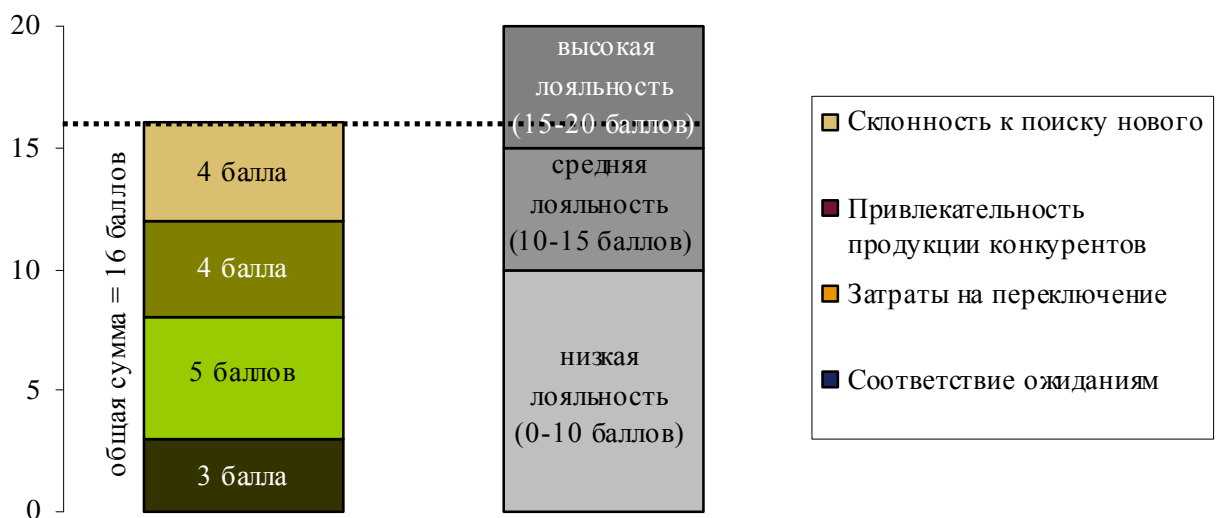
На момент сделки по объединению позиции «Объекта» на рынке были еще очень сильны, однако уже существовала потенциальная опасность быстрого развития узкоспециализированных фирм-конкурентов в ближайшем будущем, поэтому фактору привлекательности продукции конкурентов было присвоено четыре балла.

Фактору *склонности к поиску нового* было присвоено четыре балла. Это означает, что клиенты «Объекта» не очень склонны искать альтернативные

информационные решения, если их устраивает существующие. Этот фактор носит в большей степени психологический характер, однако он не в полной мере применим к отрасли ГИС, поскольку в ней главным является эффективность и исправное функционирование информационных систем, а не частота их обновлений или модификаций. Однако, с другой стороны, быстрое развитие высоких технологий позволяет клиентам «Объекта» обращаться к все новым и новым технологиям.

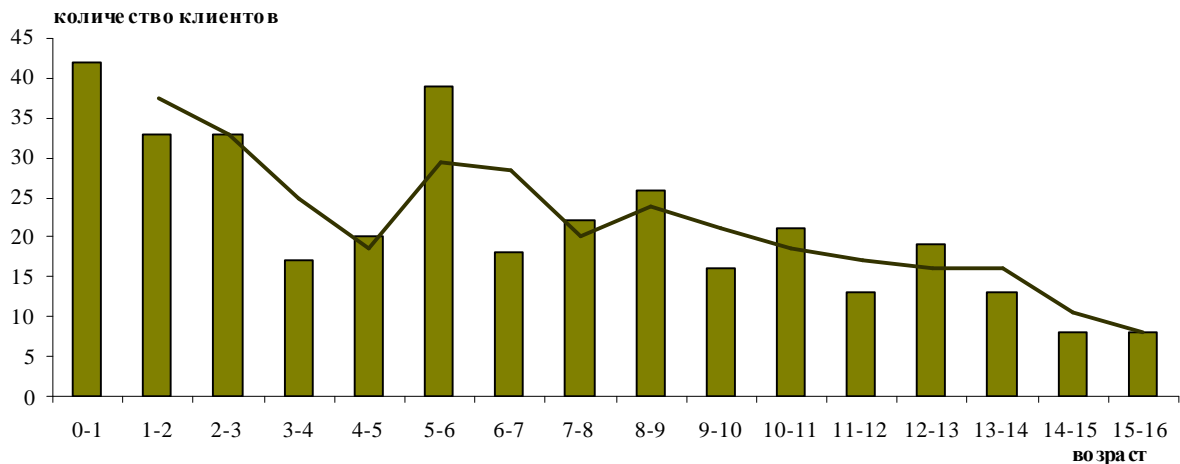
В связи с вышеперечисленным, данному фактору было присвоено четыре балла.

В итоге общая сумма баллов, характеризующая лояльность клиентской базы «Объекта», составила шестнадцать баллов, что проиллюстрировано на рисунке ниже.



**Рисунок 24.** Лояльность клиентской базы «Объекта»

Стабильность клиентской базы была проанализирована на основе ее возрастной структуры. Чем выше доля «возрастных» клиентов, тем стабильность клиентской базы обычно считается выше. Это объясняется, во-первых, тем, что компания с течением времени приспосабливается к каждому из клиентов и знает их специфические пожелания и требования. Во-вторых, сами клиенты с годами привыкают к стилю компании, и это уже может становиться неотъемлемой частью их собственных деловых процессов.



**Рисунок 25.** Анализ возрастной структуры клиентской базы «Объекта»

Доля клиентов в возрасте до восьми лет составляет 64 %, старше восьми лет – 36 % (подробнее источник данных см. в приложении 3). Достаточно высокая доля «возрастных» клиентов свидетельствует о том, что клиентская база «Объекта» имеет высокую степень стабильности.

*Степень вовлечения клиентов в разработку программных продуктов в рамках GESUND и степень индивидуализации чрезвычайно высоки.* Технологическая особенность GESUND заключается в том, что врачи сами участвуют в модификации стандартной оболочки, разработанной на базе ядра информационной системы. Обычно сотрудники «Объекта» выезжают на место работы клиента (в госпиталь) и в режиме реального времени проводят настройку системы и ее отладку, что позволяет врачам немедленно видеть то, как выглядят их предложения или пожелания на практике. Архитектура GESUND позволяет независимо разрабатывать различные дополнительные программные модули, соединяемые затем посредством совместного ядра.

Таким образом, степень вовлечения клиентов в процесс разработки программного продукта GESUND, предлагаемого «Объектом», чрезвычайно высока. Это позволяет настраивать GESUND под предпочтения практически любого клиента.

Анализ *диверсификации* клиентской базы «Объекта» был осуществлен по отраслевому, продуктовому и географическому признакам.

Отраслевая и продуктовая диверсификация у «Объекта» практически отсутствует. Это означает, что бизнес «Объекта» достаточно уязвим к различного рода изменениям экономической, политической или законодательной конъюнктуры. Так, например, если законодательством будет предписано, что показания врачей должны быть подготовлены в строго обговоренном формате данных для их передачи в министерство по здравоохранению, «Объекту» нужно будет внедрить это изменение сразу для 348 существующих клиентов, что может быть весьма затруднительным и потребует значительных затрат.

Географическая диверсификация клиентской базы «Объекта» выражена также слабо. Клиенты представлены странами Евросоюза, а именно: ФРГ, Австрией, Францией, Швейцарией. Эти государства находятся в одном географическом, экономическом, политическом и климатическом регионе, поэтому при наступлении неблагоприятной ситуации в регионе «Объект» рискует потерять сразу всех клиентов.

Итак, клиентская база «Объекта» практически недиверсифицирована.

В результате анализ клиентской базы «Объекта» можно сжато представить в виде следующей таблицы.

**Таблица 17**

*Анализ клиентской базы по качественным показателям*

	Лояльность	Стабильность	Степень вовлечения клиентов	Диверсификация	Итого
Клиентская база «Объекта»	(высокая) ++ (2 балла)	(высокая) ++ (2 балла)	(очень высокая) +++ (3 балла)	(низкая) – (минус 1 балл)	<b>1,5 балла</b>

Таким образом, «Объект» обладает значительной клиентской базой, которая является залогом его успешного функционирования. Именно прочная клиентская база, как было показано выше, явилась одним из главных мотивов сделки по объединению между «Покупателем» и «Объектом». Объединение технического потенциала «Покупателя» (технологии, основанные на языке

Java) и клиентской базы «Объекта» позволят в будущем значительно укрепить позиции компаний на западноевропейском и российском рынке, а также освоить новый для себя рынок Восточной Европы.

Следующим этапом работы «Оценщика», после идентификации активов и обязательств, перешедших в результате сделки по объединению от «Покупателя» к «Объекту», и анализа клиентской базы «Объекта» как наиболее значимого НМА при объединении, был расчет справедливой рыночной стоимости клиентской базы с целью дальнейшей постановки ее на баланс «Покупателя».

### ***3.2. Расчет рыночной стоимости клиентской базы при объединении с участием российской компании***

#### ***3.2.1. Исходные данные для расчета рыночной стоимости клиентской базы***

При оценке рыночной стоимости клиентской базы, как было показано в главе 2, в качестве отправной точки используется показатель EBITDA, генерируемый с использованием оцениваемой клиентской базы. Однако, поскольку в распоряжении «Оценщика» такой информации не было, необходимо было выделить этот показатель из общего бизнес-плана «Объекта».

#### **Общий бизнес-план «Объекта» (оригинальный) за 2006–2010 гг.**

Руководством «Объекта» «Оценщику» была представлена следующая информация.

*Общий бизнес-план «Объекта» (оригинальный) за 2006–2010 гг.*

<i>(Все в ден. ед., если не указано иное)</i>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Выручка	16 485	20 140	27 189	45 709	53 863
(Себестоимость) <sup>(*)</sup>	-2 793	-3 289	-4 111	-8 764	-9 866
<b>Валовая прибыль</b>	<b>13 692</b>	<b>16 851</b>	<b>23 078</b>	<b>36 945</b>	<b>43 997</b>
<i>Валовая маржа</i>	<i>83%</i>	<i>84%</i>	<i>85%</i>	<i>81%</i>	<i>82%</i>
(Расходы на продажу)	-1 059	-1 101	-1 618	-3 808	-5 749
(Административные затраты)	-1 588	-1 652	-2 428	-5 712	-8 623
<b>ЕВИТДА <sup>(**)</sup></b>	<b>11 045</b>	<b>14 098</b>	<b>19 033</b>	<b>27 425</b>	<b>29 624</b>
<i>ЕВИТДА маржа</i>	<i>67%</i>	<i>70%</i>	<i>70%</i>	<i>60%</i>	<i>55%</i>

Примечания:

<sup>(\*)</sup> – не включая амортизацию

<sup>(\*\*)</sup> – прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации

Как выяснилось в беседе с руководством, в прогнозные данные, представленные в таблице выше, были включены некоторые денежные потоки, которые должны были быть элиминированы для целей расчета справедливой рыночной стоимости. В связи с этим, «Оценщик» внес некоторые поправки в оригинальный бизнес-план «Объекта».

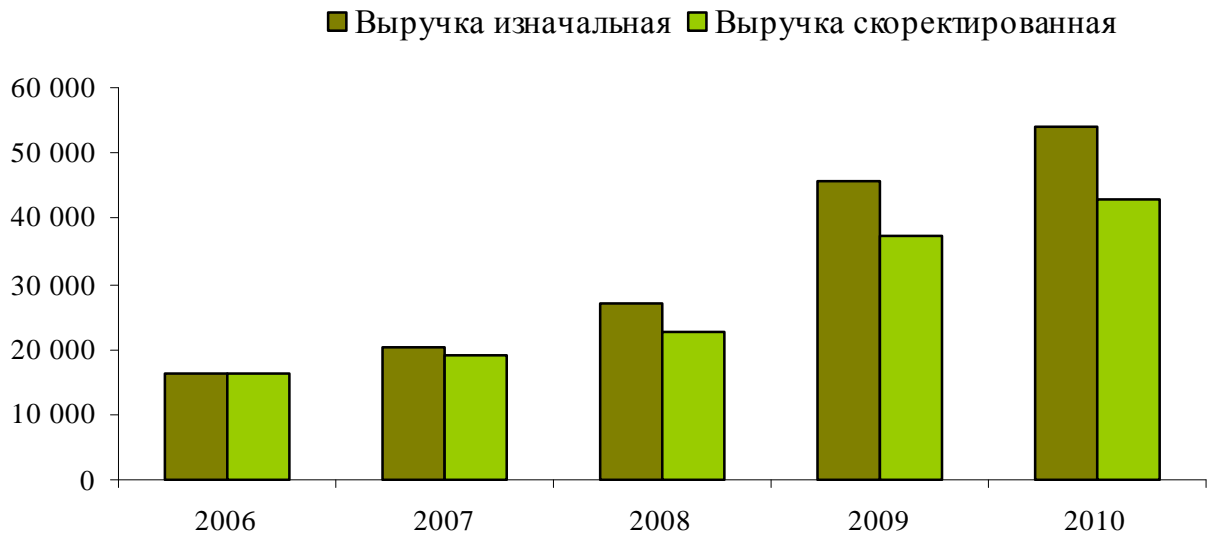
**Общий бизнес-план «Объекта» (скорректированный) за 2006–2010 гг.**

«Оценщиком» было проведено три корректировки, а именно:

- устранение эффекта покупки других компаний в Восточной Европе в 2007–2010 гг., включенного менеджментом «Объекта» в оригинальный бизнес-план;
- устранение эффекта программы экономии издержек, включенного менеджментом «Объекта» в оригинальный бизнес-план;
- приведение чрезмерно амбициозных планов руководства «Объекта» к среднеотраслевым ожиданиям.

*Во-первых*, «Оценщик» элиминировал эффект еще не состоявшихся, а только планируемых, сделок в Чехии, Польше и Венгрии. Как было сказано выше, в планы «Объекта» входила покупка некоторых из компаний в этих странах. Однако на момент заключения сделки никаких формальных

соглашений между «Объектом» и компаниями Восточной Европы не существовало, а следовательно, все прогнозы, касающиеся возможных последствий таких сделок (например, повышения выручки) должны были быть устранены из бизнес-плана.



**Рисунок 26.** Выручка до и после корректировки на планируемые сделки в Восточной Европе

*Во-вторых,* «Объектом» в его оригинальном бизнес-плане был предусмотрен эффект от программы по сокращению издержек, в результате чего валовая маржа должна была несколько увеличиться. Однако, эта программа на момент сделки между «Покупателем» и «Объектом» не была запущена и у «Покупателя» после сделки было право и возможность отменить и/или пересмотреть эту программу. В связи с этим, эффект от данной программы экономии издержек, учтенный в оригинальном бизнес-плане, должен был также быть элиминирован.

*В-третьих,* на основе проведенного исследования рынка «Оценщиком» было установлено, что EBITDA маржа, заложенная руководством в прогнозах, значительно выше, чем прогнозируемая маржа в среднем по отрасли. В связи с этим было принято решение пересмотреть EBITDA маржу в сторону снижения до уровня, сопоставимого со среднеотраслевым.



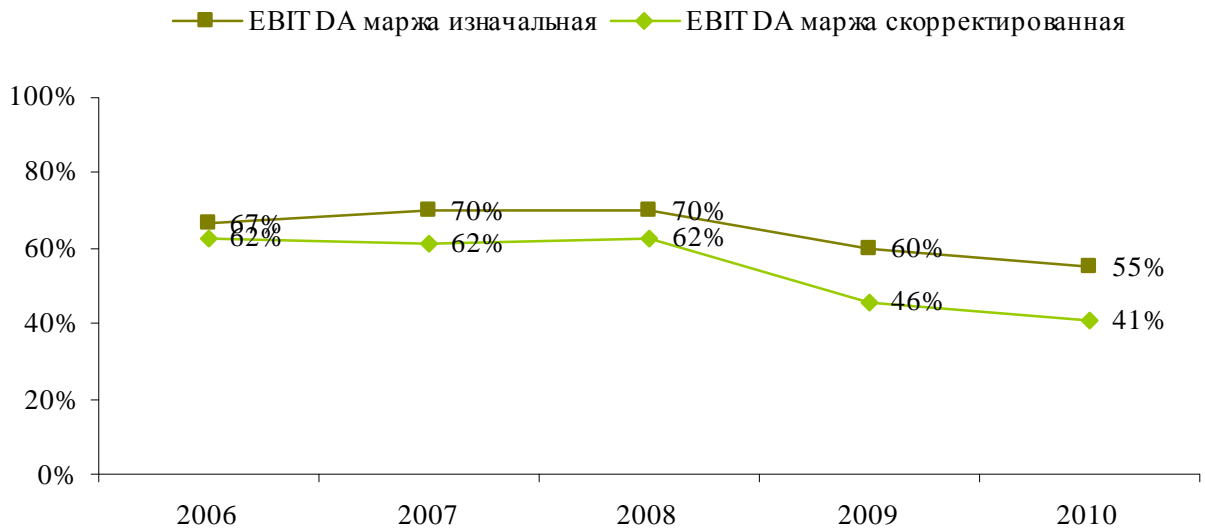


Рисунок 27. EBITDA маржа до и после корректировки

В результате внесения трех поправок «Оценщиком» был составлен общий скорректированный бизнес-план «Объекта».

Таблица 19

*Общий бизнес-план «Объекта» (скорректированный) за 2006–2010 гг.*

(Все в ден. ед., если не указано иное)	2006	2007	2008	2009	2010
Выручка	16 485	19 181	22 658	37 162	43 090
(Себестоимость) (*)	-2 793	-3 224	-3 737	-7 621	-8 361
<b>Валовая прибыль</b>	<b>13 692</b>	<b>15 957</b>	<b>18 921</b>	<b>29 541</b>	<b>34 729</b>
<i>Валовая маржа</i>	<i>83%</i>	<i>83%</i>	<i>84%</i>	<i>79%</i>	<i>81%</i>
(Расходы на продажу)	-1 326	-1 607	-1 861	-4 883	-6 613
(Административные расходы)	-2 100	-2 544	-2 947	-7 732	-10 471
<b>EBITDA (**)</b>	<b>10 265</b>	<b>11 806</b>	<b>14 113</b>	<b>16 926</b>	<b>17 645</b>
<i>EBITDA маржа</i>	<i>62%</i>	<i>62%</i>	<i>62%</i>	<i>46%</i>	<i>41%</i>

Примечания:

(\*) – не включая амортизацию

(\*\*) – прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации

**Бизнес-план «Объекта» в отношении клиентской базы за 2006–2010 гг.**

После того, как «Оценщиком» были внесены поправки в изначальный общий бизнес-план и, таким образом, составлен скорректированный общий бизнес-план, нужно было выделить из скорректированного общего бизнес-

плана только те потоки, которые генерируются с участием оцениваемой клиентской базы.

На основе встреч с руководством «Объекта» «Оценщиком» было выяснено следующее:

- Общая выручка состоит на 90% из выручки, приносимой с участием клиентской базы, и 10%, приносимой перепродажей программного обеспечения, закупаемого на внешнем рынке. В связи с этим, выручка, относящаяся к клиентской базе, рассчитывалась как:

$$SAL_{CR} = SAL_{TA} \times 90\% \quad (16)$$

где  $SAL_{CR}$  – выручка, генерируемая с участием клиентской базы;

$SAL_{TA}$  – общая скорректированная выручка «Объекта».

- Валовая маржа по потокам, генерируемым с участием клиентской базы, принимается равной общей валовой марже. В связи с этим, себестоимость рассчитывалась обратным счетом:

$$COGS_{CR} = SAL_{CR} \times GM_{TA} \quad (17)$$

где  $COGS_{CR}$  – себестоимость, производимая с участием клиентской базы;

$GM_{TA}$  – общая скорректированная валовая маржа «Объекта».

- 95% расходов на продажу следует относить к клиентской базе. В связи с этим, расходы на продажу, относящиеся к клиентской базе, рассчитывались следующим образом:

$$SC_{CR} = SC_{TA} \times 95\% \quad (18)$$

где  $SC_{CR}$  – расходы на продажу, понесенные с участием клиентской базы;

$SC_{TA}$  – общие скорректированные расходы на продажу «Объекта».

- Доля административных расходов в выручке, генерируемой с участием клиентской базы, эквивалентна доле общих административных расходов в общей выручке компании. В связи с этим, административные расходы, относящиеся к клиентской базе, рассчитывались как:

$$AC_{CR} = SAL_{CR} \times (AC_{TA} / SAL_{TA}) \quad (19)$$

где  $АС_{CR}$  – административные расходы, понесенные с участием клиентской базы;

$АС_{TA}$  – общие административные расходы «Объекта».

На основе вышеприведенных данных «Оценщику» удалось составить бизнес-план на период 2006–2010 гг. в отношении исключительно клиентской базы, устранив все потоки, к ней не относящиеся.

**Таблица 20**

*Бизнес-план «Объекта» в отношении клиентской базы за 2006–2010 гг.*

<i>(Все в ден. ед., если не указано иное)</i>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Выручка	14 836	17 263	20 392	33 446	38 781
(Себестоимость) <sup>(*)</sup>	-2 514	-2 902	-3 363	-6 859	-7 525
<b>Валовая прибыль</b>	<b>12 322</b>	<b>14 361</b>	<b>17 029</b>	<b>26 587</b>	<b>31 256</b>
<i>Валовая маржа</i>	<i>83%</i>	<i>83%</i>	<i>84%</i>	<i>79%</i>	<i>81%</i>
(Расходы на продажу)	-1 260	-1 526	-1 768	-4 639	-6 283
(Административные расходы)	-1 890	-2 289	-2 652	-6 959	-9 424
<b>ЕВИТДА <sup>(**)</sup></b>	<b>9 172</b>	<b>10 545</b>	<b>12 609</b>	<b>14 989</b>	<b>15 550</b>
<i>ЕВИТДА маржа</i>	<i>62%</i>	<i>61%</i>	<i>62%</i>	<i>45%</i>	<i>40%</i>

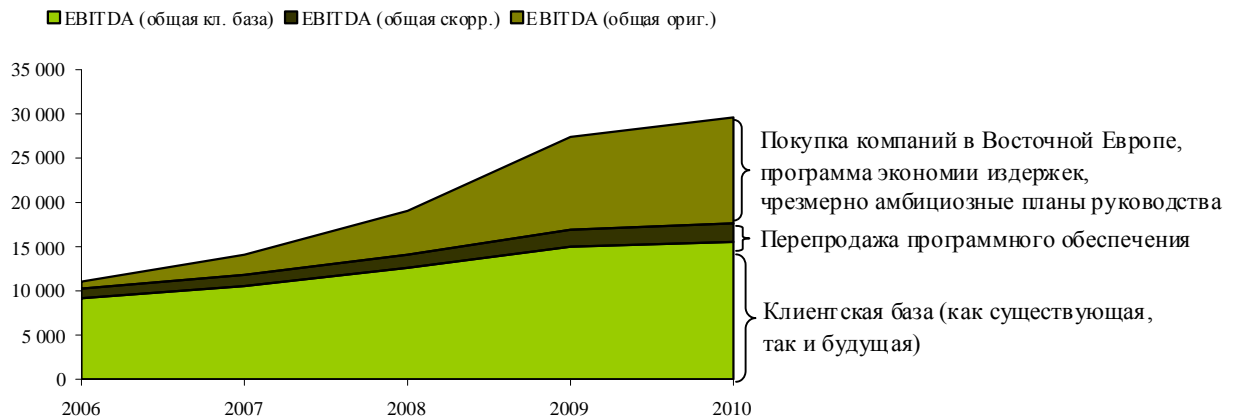
*Примечания:*

<sup>(\*)</sup> – не включая амортизацию

<sup>(\*\*)</sup> – прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации

Данный бизнес-план был впоследствии отправным пунктом для нахождения рыночной стоимости клиентской базы «Объекта».

Наглядно переход от показателя ЕВИТДА, заложенного в изначальном общем бизнес-плане «Объекта» к показателю ЕВИТДА, используемого далее в оценке, показан на рисунке ниже.



**Рисунок 28.** Корректировка показателя EBITDA как отправного пункта расчета рыночной стоимости клиентской базы

Показатель EBITDA, приведенный в таблице выше, относится как к существующей клиентской базе, подлежащей оценке, так и к будущей, не выделяемой в качестве отдельного актива, а учитываемой косвенно в составе деловой репутации. Соответственно, показатель EBITDA был впоследствии скорректирован при расчете денежного потока с учетом коэффициентов выбытия клиентской базы, выведенных при анализе ОСПИ (см. ниже).

### 3.2.2. Пример расчета рыночной стоимости клиентской базы

#### Особенности программной среды расчетов

Для целей расчета рыночной стоимости клиентской базы был разработан программный продукт в табличном редакторе Excel семейства Microsoft Office компании Microsoft.

В программном продукте использовались следующие встроенные функции Excel:

- функции математической категории (СУММ, СУММЕСЛИ, СЧЕТЕСЛИ и др.) [67, р. 511];
- функции логической категории (ЕСЛИ, И, ИЛИ и др.) [35, с. 137];
- функции информационной категории (ЕНД, ЕОШ, ЕЧИСЛО и др.) [78, р. 187];

- функции категории ссылок и массивов (ВПР, ВЫБОР, ИНДЕКС, ПОИСКПОЗ и др.) [30, р. 238–254];
- функции статистической категории (МИН, МАКС, НАИБОЛЬШИЙ, НАИМЕНЬШИЙ, СРЗНАЧ, СЧЕТ, СЧЕТЗ и др.).

Помимо этого, для целей расчета рыночной стоимости клиентской базы были использованы возможности Excel, ориентированные на пользователей высокой квалификации. К таким возможностям относились следующие:

- формулы массивов при расчете ОСПИ для выбора кривой Айова, служащей наилучшей аппроксимацией кривой выбытия клиентской базы [32, с. 325–362];
- таблица подстановки при расчете наименьших квадратов для выбора кривой Айова, служащей наилучшей аппроксимацией кривой выбытия клиентской базы;
- опция вычисления «вручную» посредством итерационного процесса для возможности использования в расчетах кольцевых ссылок (при расчете амортизационных отчислений по клиентской базе);
- интерактивные диаграммы и изображения для графического отображения информации [31, с. 209–234];
- программные модули редактора Visual Basic for Application (VBA) для оптимизации процесса расчетов, а также для проведения анализа чувствительности результатов оценки к наиболее важным факторам стоимости [33, с. 97–128].

Разработанный программный продукт для расчета рыночной стоимости клиентской базы представляет собой финансовую модель, фактически являющуюся файлом с расширением «.xls». Данный файл состоит из восьми рабочих листов, на которых осуществляется ввод данных (два рабочих листа), их обработка, анализ и расчеты (пять рабочих листов) и, наконец, представляются результаты проведенного анализа и расчетов (один рабочий лист).

## **Расчет оставшегося срока полезного использования (ОСПИ) клиентской базы «Объекта»**

### Шаг 1. Создание таблицы создания/выбытия клиентской базы «Объекта»

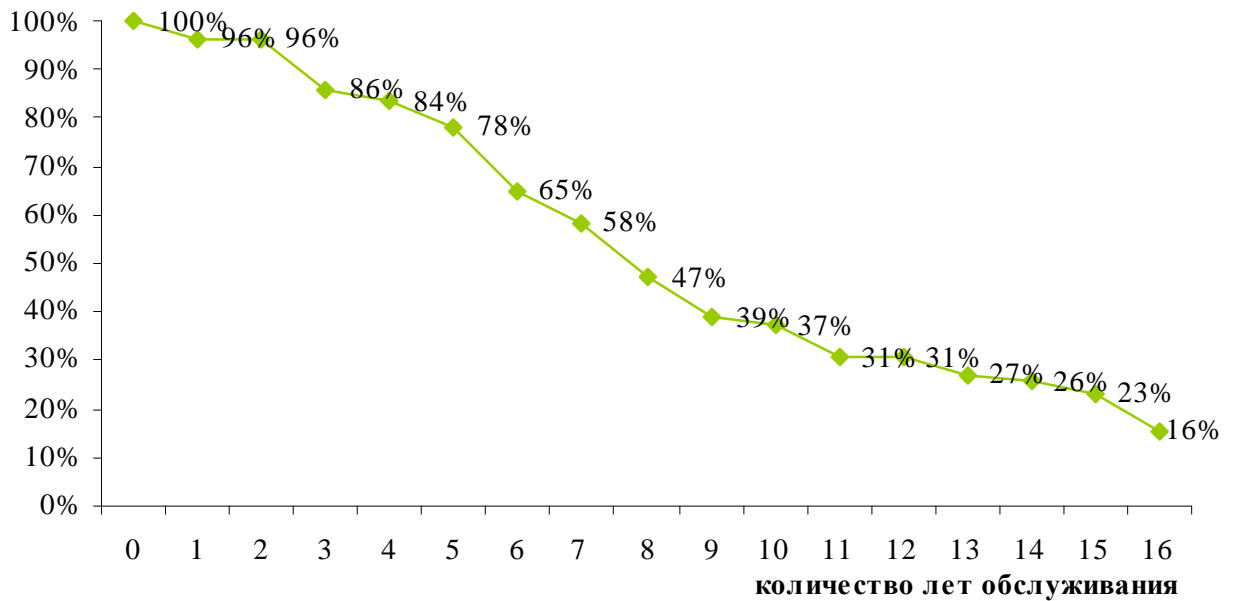
«Оценщиком» было получена от «Объекта» информация о количестве клиентов, существующих на дату оценки, а также о количестве клиентов, ушедших от «Объекта» за период с 1990 г. (с момента образования «Объекта») по конец 2005 г. (по дате сделки по объединению) с разбивкой по годам. «Оценщик» обработал эти данные и сгруппировал их в таблицу (см. приложение 3).

Как видно, на дату оценки «Объект» имел 348 действующих клиентов, которые и составляли его клиентскую базу. Средний возраст был равен 6,31 лет. Как правило, «Объект» заключает с новыми клиентами контракты, которые могут быть впервые отменены только после трех лет обслуживания. Далее после пяти лет совместной работы могут быть пересмотрены некоторые условия контракта (например, цена обслуживания).

Средний возраст, равный более шести лет, говорит о том, что клиентская база «Объекта» весьма устойчива, поскольку, начиная с четвертого года обслуживания, клиент сам вправе решать, пользоваться ли ему услугами «Объекта» или нет. Расчеты показали, что в среднем каждый клиент клиентской базы продолжает сотрудничать с «Объектом» более, чем в два раза дольше, чем предусмотрено изначальным контрактом.

### Шаг 2. Построение кривой выбытия клиентской базы «Объекта»

На основе таблицы создания/выбытия клиентской базы была построена кривая выбытия клиентов.

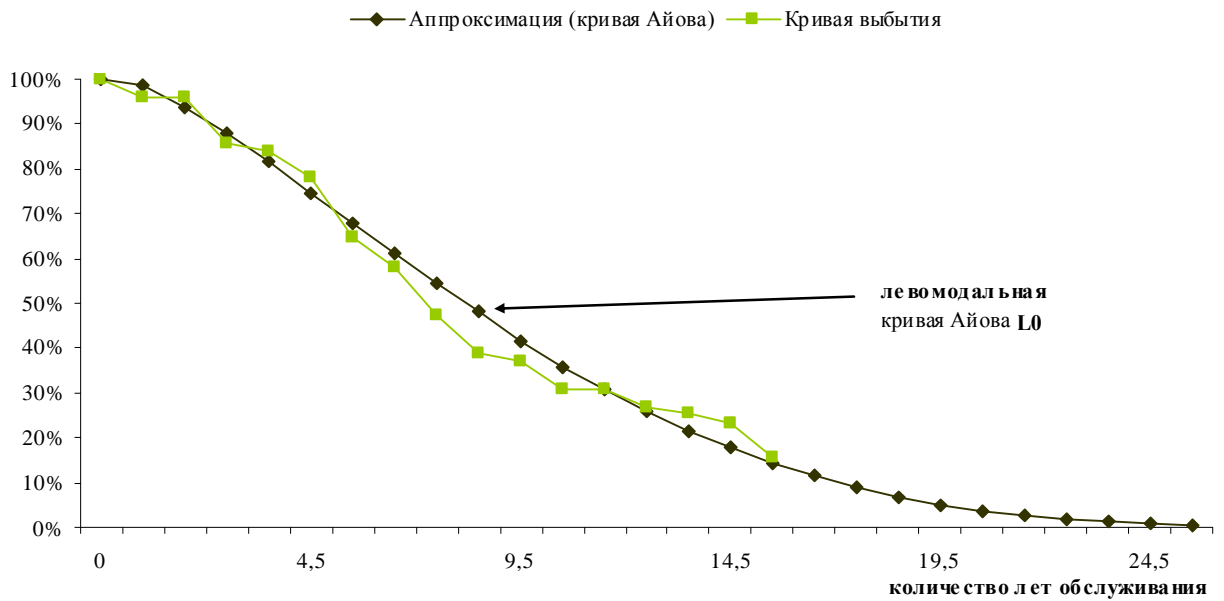


**Рисунок 29.** Кривая выбытия клиентской базы «Объекта»

Поскольку анализируемый период ограничивался шестнадцатью годами (с 1990 г. по конец 2005 г.), кривая выбытия, представленная выше, не дает полного представления о поведении клиентов вплоть до выбытия последнего из них. Для этой цели необходимо было саппроксимировать поведение рассчитанной выше кривой выбытия до нуля (до выбытия последнего из существующих клиентов). Для этого были использованы кривые семейства Айова.

### Шаг 3. Аппроксимация кривой выбытия с помощью кривой Айова

Методом наименьших квадратов было рассчитано, что наилучшей аппроксимацией кривой выбытия клиентской базы «Объекта» является левомодальная кривая Айова L0.



**Рисунок 30.** Кривая выбытия клиентской базы «Объекта» и ее аппроксимация до нуля с помощью кривой Айова

Модальность кривой показывает на характер выбытия клиентской базы «Объекта». Левомодальная кривая показывает, что клиенты выбывают более быстрыми темпами до среднего возраста, чем после. Это означает, что тем дольше клиенты обслуживаются у «Объекта», тем менее охотно они стремятся сменить поставщика информационных систем, т.е. найти замену «Объекту». Это свидетельствует о высокой стабильности клиентской базы. Так, из таблицы (см. приложение 3), видно, что число клиентов, начавших сотрудничество с «Объектом» в 1997 и 1998 гг., больше, чем тех, кто обслуживается, начиная с 2002 г.

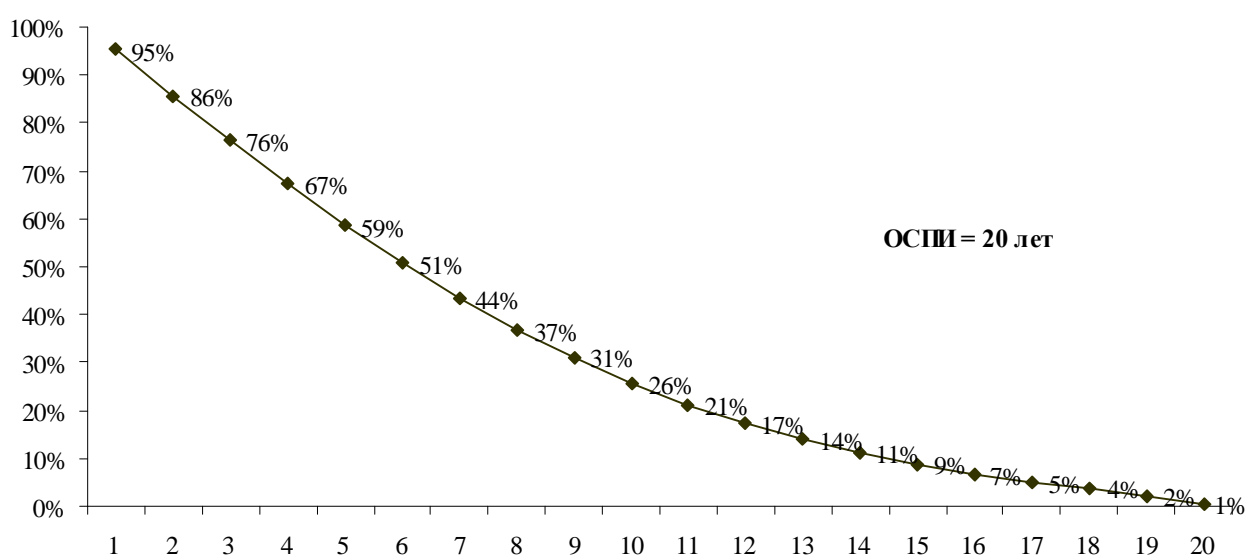
Вместе с тем, частотный индекс (ноль: L0) свидетельствует о достаточной плавности и равномерности выбранной кривой Айова. Эта кривая из всех левомодальных кривых наиболее всех приближена к симметричным кривым. Тенденция выбытия более быстрыми темпами до среднего срока службы проявляется в данном случае не слишком ярко, что также повышает стабильность бизнеса «Объекта».

Шаг 4. Расчет ОСПИ и коэффициентов выбытия существующей клиентской базы «Объекта»



Следующим шагом анализа ОСПИ был расчет коэффициентов выбытия существующей клиентской базы с учетом того, что большая часть клиентов на дату сделки уже обслуживалась какое-то время у «Объекта». Для этого кривая Айова L0 была модифицирована с учетом доли клиентов каждой возрастной группы. Результат проделанных вычислений представлен в таблице в приложении 4.

В итоге кривая выбытия существующих клиентов выглядела следующим образом.



**Рисунок 31.** Кривая существующей клиентской базы «Объекта»

В результате была получена кривая, коэффициенты которой были использованы в дальнейшем при расчете денежного потока. Кроме того, количество лет ОСПИ, а именно двадцать лет, составило количество лет прогнозного периода при построении финансовой модели. Данный показатель говорит о том, что через двадцать лет у «Объекта» не останется ни одного из существующих клиентов, за которые заплатил деньги «Покупатель» и которые могут быть признаны в качестве отдельного НМА (а не в составе деловой репутации) для целей МСФО.

### **Расчет ставки дисконтирования для оценки рыночной стоимости клиентской базы «Объекта»**

Поскольку клиентская база является составной частью всего бизнеса «Объекта» в целом, при расчете ставки дисконтирования клиентской базы был учтен риск всей компании.

Из баланса «Объекта» (см. приложение 1) видно, что на дату сделки по объединению компания не располагала долгом и финансировала всю свою деятельность исключительно за счет собственных источников. Следовательно, стоимость всего бизнеса «Объекта» в данном случае была равна стоимости его собственного капитала.

Расчет ставки дисконтирования для клиентской базы, таким образом, состоял из двух шагов:

1. расчета стоимости собственного капитала «Объекта» с применением модели CAPM (Capital Assets Pricing Model – Модель Оценки Капитальных Активов) [36, с. 267] и учета поправки за контроль и ликвидность всего бизнеса в целом;

2. учета поправки на меньшую ликвидность клиентской базы «Объекта» по сравнению со всем бизнесом «Объекта» в целом.

#### Шаг 1. Расчет стоимости собственного капитала

Стоимость собственного капитала «Объекта» рассчитывалась по модели CAPM с использованием следующей формулы:

$$K_e = R_f + \beta \times ERP + LP \quad (20)$$

где  $K_e$  – стоимость собственного капитала;

$R_f$  – безрисковая ставка;

$\beta$  – коэффициент бета;

ERP – рыночная премия;

LP – поправка на низкую ликвидность «Объекта».

В качестве *безрисковой ставки* были выбраны тридцатилетние еврооблигации Правительства ФРГ, поскольку большая часть бизнеса

«Объекта» сосредоточена именно в этой стране. На дату оценки доходность по этим облигациям составила 3,61 %.

Поскольку «Объект» является частной компанией, не торгующейся на открытом рынке, для определения *коэффициента бета* «Оценщик» обратился к сравнимым компаниям отрасли, акции которых свободно котируются на бирже.

На основе анализа рынка были отобраны следующие компании-аналоги: Cerner, iSoft, Nexus и NGS. Данные о коэффициентах бета по данным компаниям на дату оценки были взяты из информационного агентства Bloomberg и рассчитаны на основе шестидесяти временных пунктов (пять лет, месячный интервал). Поскольку компании-аналоги финансируют свою деятельность исключительно за счет собственного капитала, корректировка беты компаний на финансовый рычаг не проводилась.

Бета для «Объекта» была рассчитана как средняя арифметическая из показателей бета компаний-аналогов.

**Таблица 21**

*Выведение коэффициента бета для «Объекта»*

<b>Компания-аналог</b>	<b>Бета активов</b>
Cerner	0,99
iSoft	1,09
Nexus	0,90
NGS	1,03
<u>Среднеарифметическая</u>	<u>1,00</u>

*Рыночная премия* для европейского рынка, согласно экономическим исследованиям, колеблется от четырех до шести процентов. «Оценщиком» было принято решение использовать срединное значение в пять процентов.

В результате исходная величина WACC составила 8,61% и была рассчитана по следующей формуле:

$$K_e = 3,61\% + 1,00 \times 5\% = 8,61\% \quad (21)$$

*Поправка за контроль (премия) и низкую ликвидность (скидка)* компании применяется обычно к стоимости компании, т.е. на завершающей стадии оценки рыночной стоимости. Однако в данном случае такой подход был не применим, поскольку результаты расчета рыночной стоимости всего «Объекта» не используются напрямую при расчете рыночной стоимости клиентской базы. В связи с этим, было принято решение учесть данную поправку «Объекта» в ставке дисконтирования.

Для выведения относительной агрегированной поправки к исходной ставке дисконтирования была построена модель всего бизнеса «Объекта» без учета премии за контроль и скидки за меньшую ликвидность. Далее полученная стоимость была скорректирована на эти премии/скидки. В конечном итоге путем поиска решений был найден показатель стоимости собственного капитала с учетом вышеупомянутых премий/скидок и, как следствие, выведена относительная агрегированная поправка к стоимости собственного капитала.

Согласно исследованиям, премия за контроль может колебаться от нуля до сорока процентов. В данном случае была использована премия за контроль в размере десяти процентов, поскольку рынок ГИС ФРГ сильно регулируется властями страны. В связи с этим, получение стопроцентного пакета акции «Объекта» не дает в полной мере контроля над деятельностью компании. Такая относительно низкая премия за контроль характерна в целом для данной отрасли ФРГ.

Скидка за низкую ликвидность обычно берется из диапазона значений от пятнадцати до шестидесяти процентов стоимости. В данном случае было использовано значение в тридцать процентов. Такая скидка обусловлена тем, что, во-первых, «Объект» не имеет собственных акций, свободно торгующихся на бирже, и во-вторых – использование «Объектом» холистического принципа снижает ликвидность компании, поскольку ее нельзя разбить на отдельные модули и продавать по частям (например,

программное обеспечение кардиологии, стоматологии и т.п.). Все программные модули завязаны на технологическое ядро. Данное обстоятельство делает бизнес «Объекта» в целом менее ликвидным.

В результате проведенного анализа «Оценщиком» была выведена относительная агрегированная поправка к исходной ставке дисконтирования в размере 22,42 % (см. приложение 11).

Таким образом, стоимость собственного капитала «Объекта» составила 10,54% и была рассчитана следующим образом:

$$K_e = 8,61\% \times (1 + 22,42\%) = 10,54\% \text{ (с учетом поправки)} \quad (22).$$

#### Шаг 2. Поправка на меньшую ликвидность клиентской базы по сравнению с бизнесом в целом

После расчета стоимости собственного капитала «Объекта» нужно было еще учесть тот факт, что клиентская база как актив обычно менее ликвидна, чем бизнес в целом. Это объясняется природой клиентской базы, поскольку последняя приносит денежные потоки только в сочетании с другими активами компании. Клиентская база сама по себе относительно редко становится предметом сделок, поскольку ее бывает трудно отделить от всего бизнеса. Именно поэтому, чтобы перейти от стоимости всего (в данном случае – собственного) капитала «Объекта» к ставке дисконтирования, применимой к его клиентской базе, «Оценщиком» была применена относительная поправка в на основе разработанной автором шкалы рискованности клиентской базы (см. стр. 98).

Поскольку значимость клиентской базы была определена равной 1,5 баллам (см. анализ качественных показателей клиентской базы в Таблица 17 на стр. 117), то было взято срединное значение интервала от 5% до 10%, т.е. 7,5%, разработанной автором шкалы рискованности клиентской базы.

Формула для расчета ставки дисконтирования для клиентской базы выглядела следующим образом:

$$K_{CR} = K_e \times (1 + \Delta) \quad (23)$$

где  $K_{CR}$  – ставка дисконтирования клиентской базы;

$\Delta$  – относительная поправка на меньшую ликвидность клиентской базы.

После подстановки значений в формулу ставка дисконтирования для клиентской базы составила 11,34%:

$$K_{CR} = 10,54\% \times (1 + 7,5\%) = 11,34\% \quad (24).$$

### **Расчет денежного потока, генерируемого клиентской базой «Объекта», и выведение рыночной стоимости клиентской базы**

Для целей определения рыночной стоимости клиентской базы были выполнены следующие шаги:

1. был продлен прогноз показателя EBITDA до конца ОСПИ, т.е. до 2025 г.;

2. был рассчитан показатель EBITDA в отношении исключительно существующей клиентской базы на основе коэффициентов выбытия, полученных при анализе ОСПИ;

3. были рассчитаны и элиминированы денежные потоки, относящиеся к другим активам (contributory assets charges);

4. было рассчитано налоговое преимущество клиентской базы и чистый денежный поток, приносимый клиентской базой;

5. были продисконтированы все денежные потоки, приносимые клиентской базой, и выведена ее рыночная стоимость.

#### Шаг 1. Построение прогноза EBITDA с 2011 г. по 2025 г. (продление существующего прогноза)

«Оценщиком», на основе проведенного исследования рынка ГИС, было установлено, что менеджмент компаний отрасли обычно не строит прогноз роста EBITDA. Вместе с тем, распространенной практикой является прогнозирование роста выручки и, наряду с этим, EBITDA маржи. Именно такой подход и был использован «Оценщиком».

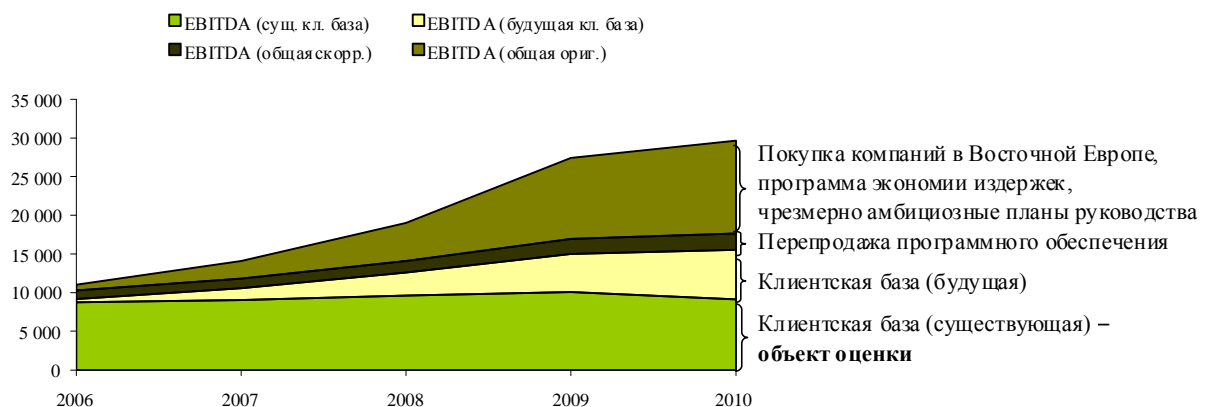
Опираясь на рыночные данные и переговоры с руководством «Объекта», «Оценщиком» было принято решение применить следующие темпы роста

выручки: 10% в 2011–2015 гг., затем постепенное снижение на 1% в год до стабильного уровня в 5%. Для EBITDA маржи в 2011–2015 гг. «Оценщик» использовал показатель 2010 г. (40%), затем планировалось постепенное снижение маржи на 2% в год до стабильного уровня в 30%. Таким образом был рассчитан показатель EBITDA за период 2011–2025 гг. в отношении как существующей, так и будущей, клиентской базы (см. приложение 8).

### Шаг 2. Выделение из общей EBITDA доли, приходящейся только на существующих клиентов

Впоследствии к показателям EBITDA каждого из прогнозных лет за 2006–2025 гг. были применены коэффициенты выбытия, рассчитанные при анализе ОСПИ. Результат вычислений представлен в таблице в приложении 8.

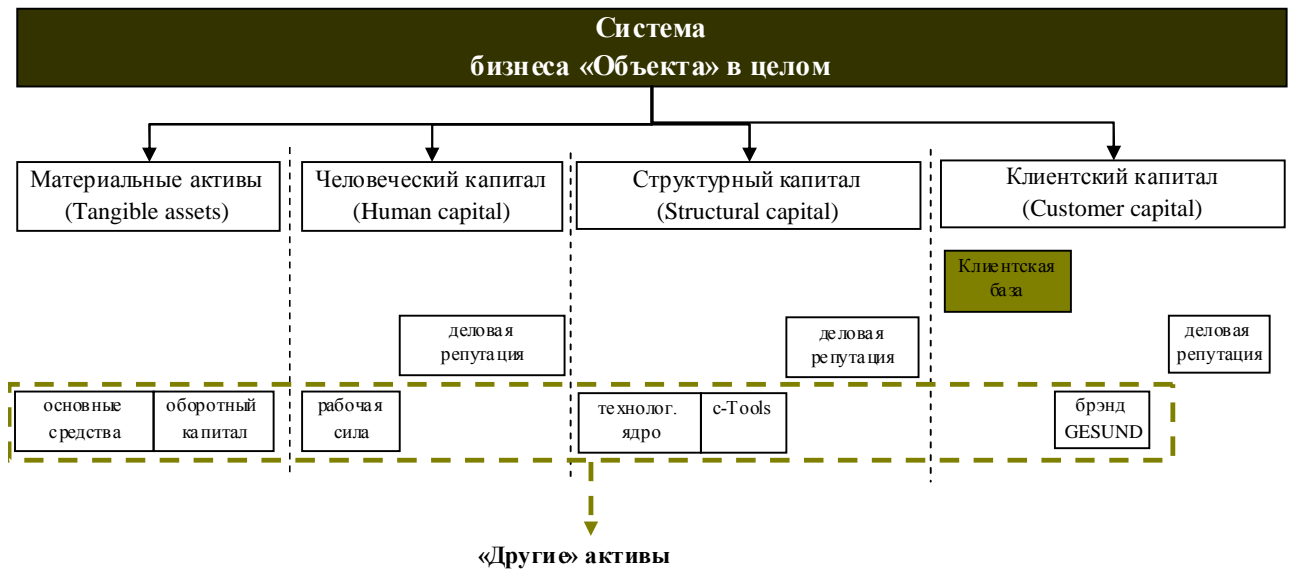
В результате был получен окончательный показатель EBITDA, который был использован при оценке.



**Рисунок 32.** Место EBITDA в отношении исключительно существующей клиентской базы в оригинальном бизнес-плане «Объекта»

### Шаг 3. Расчет и элиминирование денежных потоков, генерируемых другими активами

Клиентская база «Объекта» генерирует денежные потоки не сама по себе, а в сочетании с другими активами. «Оценщиком» на основе составленной им схемы бизнеса «Объекта» были идентифицированы следующие «другие» активы.



**Рисунок 33.** Система бизнеса «Объекта» и идентификация «других» активов

К другим активам в данном случае были отнесены следующие активы:

- основные средства;
- оборотный капитал (чистый);
- рабочая сила;
- технологическое ядро;
- технология c-Tools;
- бренд GESUND.

Каждый из других активов, выделенных «Оценщиком», являлся идентифицируемым для целей МСФО и должен был быть впоследствии отражен на балансе «Покупателя». Исключение составляла рабочая сила.

*Рабочая сила* не является самостоятельным активом и учитывается при распределении цены сделки косвенно в составе деловой репутации. Вместе с тем, рабочая сила непосредственно участвует в создании денежных потоков. Если прочие активы, входящие в деловую репутацию, учитывать не надо было, поскольку денежный поток уже был очищен «Оценщиком» от их влияния при корректировке бизнес-плана «Объекта» (например, потенциальная возможность роста – будущие капитальные вложения), то рабочую силу необходимо было учесть. Если бы был элиминирован эффект от рабочей силы в изначальном бизнес-плане «Объекта» (чтобы составить



денежный поток как основу для рыночной стоимости), то денежные потоки равнялись бы нулю, т.к. без рабочей силы «Объект» не может оказывать своих услуг.

По этой причине при расчете доли других активов «Оценщик» учел и долю рабочей силы.

При расчете доли участия рабочей силы «Оценщик» предварительно рассчитал ее рыночную стоимость. Рыночная стоимость рабочей силы была определена как сумма сэкономленных издержек на гипотетический найм и обучение потенциальных новых сотрудников, а также расходов, которые мог бы понести «Объект» в период неполной эффективности новых сотрудников в первое время работы в компании (см. приложение 7).

Далее для расчета гипотетических арендных платежей была использована разработанная автором формула (см. стр. 91).

Гипотетические платежи по *основным средствам* были также рассчитаны с использованием формулы, разработанной автором диссертации (см. стр. 91).

Доля гипотетических платежей по *чистому оборотному капиталу* была рассчитана по следующей формуле:

$$CAC_{NWC} = (NWC_{2005} / SAL_{2005}) / EBITDA_{margin} \times K_{STD} \quad (25)$$

где  $CAC_{NWC}$  – гипотетический платеж по чистому оборотному капиталу в процентах от EBITDA;

$NWC_{2005}$  – чистый оборотный капитал в 2005 г.;

$SAL_{2005}$  – выручка в 2005 г.;

$EBITDA_{margin}$  – средняя маржа EBITDA за 2006–2025 гг.;

$K_{STD}$  – стоимость краткосрочных кредитов в среднем для аналогичных компаний отрасли.

Доля гипотетических платежей по *технологическому ядру*, технологии *s-Tools* и *бренду GESUND* рассчитывалась по формуле:

$$CAC = Royalty / EBITDA_{margin} \quad (26)$$

где САС – гипотетический платеж по соответствующему НМА в процентах от EBITDA;

Royalty – ставка роялти (в процентах от выручки) по соответствующему НМА в среднем для отрасли;

EBITDA<sub>margin</sub> – средняя маржа EBITDA за 2006–2025 гг.

Более подробные расчеты приведены в приложении 6.

**Таблица 22**

*Доли гипотетических арендных платежей по «другим» активам, в проценте от EBITDA*

<b>Актив</b>	<b>Доля в EBITDA</b>
Основные средства	1,02%
Оборотный капитал	1,67%
Рабочая сила	3,58%
Технологическое ядро	1,26%
s-Tools (технология)	1,77%
Бренд GESUND	1,26%
<b>Итого</b>	<b>10,57%</b>

Далее «Оценщик» элиминировал денежные потоки, приходящиеся на «другие» активы из показателя EBITDA, относящегося исключительно к существующей клиентской базе (см. приложение 8).

Шаг 4. Расчет налогового преимущества и чистого денежного потока, приносимого клиентской базой

Поскольку клиентская база «Объекта», оцененная «Оценщиком» по справедливой рыночной стоимости, будет впоследствии постановлена на баланс «Покупателя» и амортизироваться в отчетности, составленной в соответствии с МСФО, в течение двадцати лет (ОСПИ), необходимо было также учесть экономию на налоговых платежах. Данное налоговое преимущество возникает постольку, поскольку амортизация признается в качестве расхода, учитываемого при исчислении налога на прибыль (с позиции страны компании-объекта – ФРГ).

Налоговое преимущество рассчитывалось по следующей формуле:

$$TAB = A_t \times Tax \quad (27)$$

где ТАВ – недисконтированное налоговое преимущество;

$A_t$  – амортизационные отчисления года  $t$ ,

Tax – ставка налога на прибыль.

Размер амортизационных отчислений зависел от рыночной стоимости клиентской базы и от срока амортизации. В свою очередь, рыночная стоимость клиентской базы включала в себя стоимость налогового преимущества. В данном случае возникала кольцевая ссылка. Технически данная проблема была решена «Оценщиком» путем использования в Excel опции вычислений вручную, т.е. путем задания итерационного процесса.

Вычисление налогового преимущества методом итераций возможно потому, что поведение стоимости налогового преимущества и стоимости самой клиентской базы имеют обратную корреляцию. Увеличение налогового преимущества ведет к увеличению стоимости клиентской базы. Увеличение стоимости клиентской базы ведет к увеличению амортизации и, следовательно, налогового преимущества. Увеличение налогового преимущества ведет к снижению стоимости клиентской базы и т.п. Таким образом, в результате выполнения итераций стоимости налогового преимущества и клиентской базы были приведены к определенному среднему значению, когда взаимные колебания стоимостей становятся минимальными (тысячные доли числа).

Результат расчета налогового преимущества и чистого денежного потока для клиентской базы «Объекта» представлен в приложении 8.

#### Шаг 5. Дисконтирование денежных потоков и выведение рыночной стоимости клиентской базы «Объекта»

Чистые денежные потоки были продисконтированы по стоимости собственного капитала «Объекта». При расчете факторов дисконтирования использовалось допущение о том, что все потоки генерируются равномерно в течение года, т.е. дисконтирование, по сути, осуществлялось на середину года.

Формула фактора дисконтирования выглядит следующим образом:

$$DRF_t = 1 / (1 + K_e)^{(t-0.5)} \quad (28)$$

где  $DRF_t$  – фактор дисконтирования в году  $t$ ;

$K_e$  – стоимость собственного капитала.

Рыночная стоимость клиентской базы была рассчитана как сумма дисконтированных денежных потоков и составила на дату оценки **38 665** ден. ед.

### *3.2.3. Анализ чувствительности рыночной стоимости клиентской базы и ее влияния на финансовые показатели «Покупателя»*

После нахождения справедливой рыночной стоимости клиентской базы «Объекта» «Оценщиком» был проведен анализ чувствительности полученного результата к наиболее важным факторам стоимости. «Оценщиком» были выбраны следующие факторы, чувствительность стоимости к которым была признана наивысшей:

- коэффициенты выбытия клиентов клиентской базы;
- ставка дисконтирования клиентской базы;
- доли участия других активов в денежном потоке, генерируемом с участием оцениваемой клиентской базы.

Для анализа чувствительности каждый фактор был рассмотрен в его базовом, минимальном и максимальном вариантах. Минимальный вариант был рассчитан как базовый вариант, уменьшенный (для коэффициентов выбытия) или увеличенный (для ставки дисконтирования, доли участия других активов) на пять процентов в относительном выражении. Максимальный вариант был рассчитан как базовый вариант, уменьшенный (для ставки дисконтирования, доли участия других активов) или увеличенный (для коэффициентов выбытия) на пять процентов в относительном выражении.

Коэффициенты выбытия для каждого из вариантов сопоставлены на рисунке ниже.



**Рисунок 34.** Коэффициенты выбытия клиентской базы для базового, минимального и максимального сценариев

Как видно, характер выбытия (наклон кривой) для каждого из сценариев одинаков. Анализ чувствительности проводился только по темпам выбытия.

Ставка дисконтирования и доли участия других активов для каждого из сценариев представлены в таблице ниже.

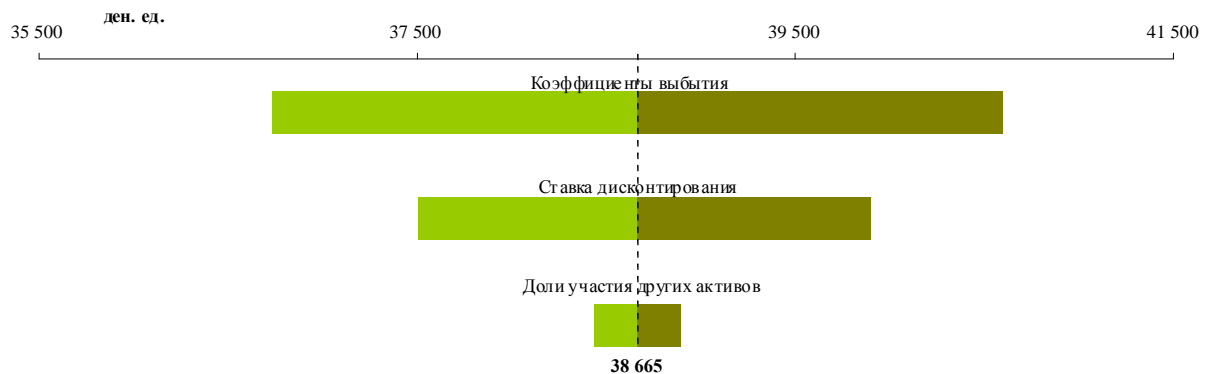
**Таблица 23**

*Ставка дисконтирования клиентской базы и доли участия других активов для базового, минимального и максимального сценариев*

	Минимальный Б * (1+5%)	Базовый Б	Максимальный Б * (1-5%)
<b>Доли участия других активов</b>			
Основные средства	1,08%	1,02%	0,97%
Оборотный капитал	1,76%	1,67%	1,59%
Рабочая сила	3,76%	3,58%	3,40%
Технологическое ядро	1,33%	1,26%	1,20%
s-Tools (технология)	1,86%	1,77%	1,68%
Брэнд GESUND	1,33%	1,26%	1,20%
<b>Ставка дисконтирования кл. базы</b>	<b>11,90%</b>	<b>11,34%</b>	<b>10,77%</b>

Анализ чувствительности проводился путем последовательного изменения каждого из трех факторов. Например, для определения чувствительности результата оценки к ставке дисконтирования два других фактора (коэффициенты выбытия и доли участия других активов) принимались в базовом варианте, а ставка дисконтирования менялась с базового на минимальный и затем на максимальный. В результате

«Оценщиком» был рассчитан диапазон стоимости по каждому из факторов, или, иными словами, была составлена торнадо-диаграмма чувствительности.



**Рисунок 35.** Торнадо-диаграмма чувствительности стоимости клиентской базы

Как видно из диаграммы, наиболее чувствительны результаты оценки оказались к изменению коэффициентов выбытия. Это подчеркивает важность проведения полноценного анализа ОСПИ клиентской базы. Несмотря на то, что на практике некоторые оценщики прибегают к упрощенному анализу ОСПИ (например, вводится допущение о выбытии клиентской базы равномерно на пятнадцать процентов в год), такое упрощение может значительно исказить результаты оценки и оправдано только при отсутствии необходимой информации для проведения полноценного анализа.

Ставка дисконтирования является также важным фактором стоимости клиентской базы. Ее расчет предполагает определенную долю суждений и субъективности, а следовательно, чтобы понять, какова была бы справедливая рыночная стоимость клиентской базы при других значениях ставки дисконтирования, необходимо включить данный фактор в анализ чувствительности.

Доли участия других активов, согласно проведенному анализу, влияют на результаты оценки в меньшей степени, чем коэффициенты выбытия и ставка дисконтирования.

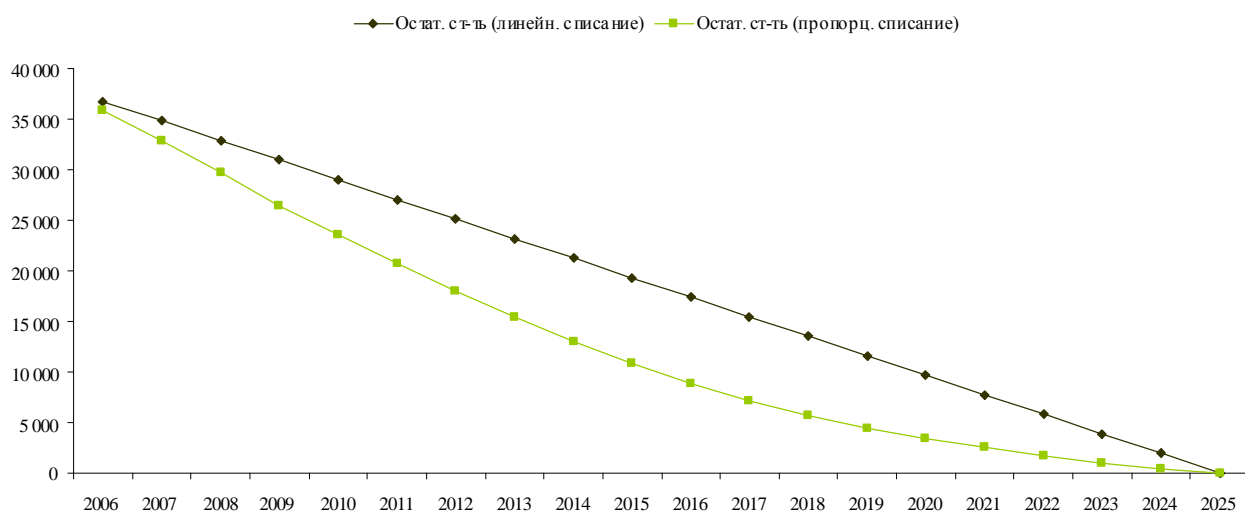
После расчета рыночной стоимости клиентской базы и проведения анализа чувствительности «Оценщик» рассчитал эффект влияния клиентской базы на некоторые финансовые показатели «Покупателя».

Приобретенная в сделке по объединению клиентская база «Объекта» должна быть поставлена на баланс «Покупателя» по стоимости, определенной «Оценщиком». Наличие на балансе ранее не отображенного амортизируемого актива приводит к тому, что ежегодно в отчете о прибылях и убытках «Покупателя» будет начисляться дополнительная амортизация по этому объекту. Следовательно, помимо прочего, будет меняться EBIT маржа и маржа чистой прибыли.

Несмотря на то, что амортизация не является денежным оттоком, а представляет собой лишь бухгалтерскую статью, она, согласно исследованиям, может косвенно влиять и на капитализацию компании, поэтому анализ ее поведения на некоторые показатели отчетности представляется чрезвычайно важным [39, с. 7].

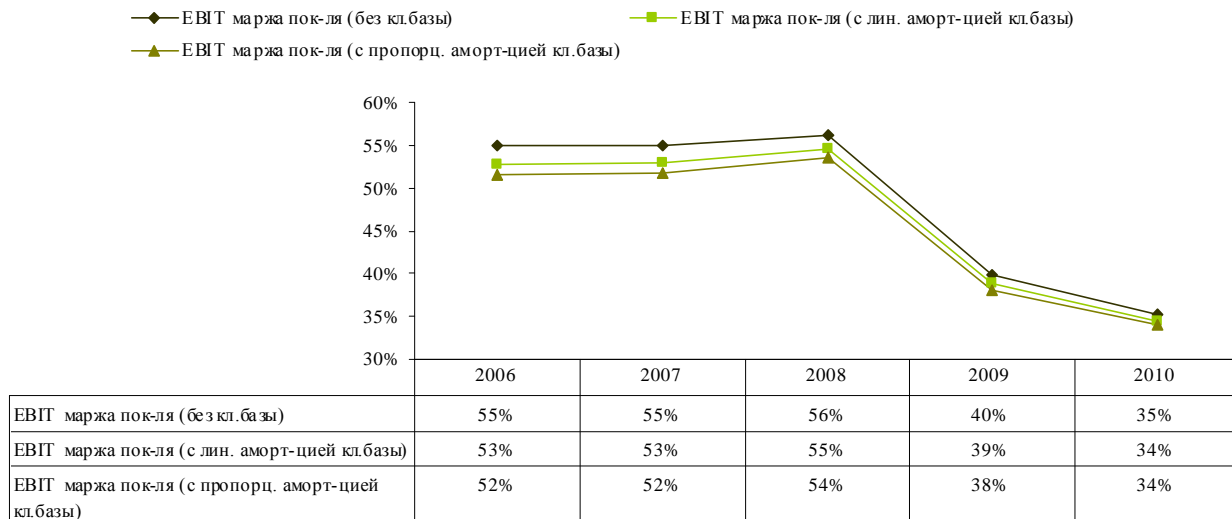
Анализ влияния результатов оценки клиентской базы на финансовые показатели (маржи) «Покупателя» выходит за рамки непосредственно оценочных работ, однако, «Оценщик», по просьбе менеджмента «Покупателя», провел такого рода анализ для ближайших пяти лет. Данный анализ заключался в вычислении возможных амортизационных отчислений, а также влияния этой «дополнительной» амортизации на EBIT маржу и маржу чистой прибыли «Покупателя» без учета показателей «Объекта» и влияния прочих факторов.

Потенциальная амортизация клиентской базы может быть рассчитана согласно как линейному, так и пропорциональному методу. Подробнее расчеты см. в приложении 9.



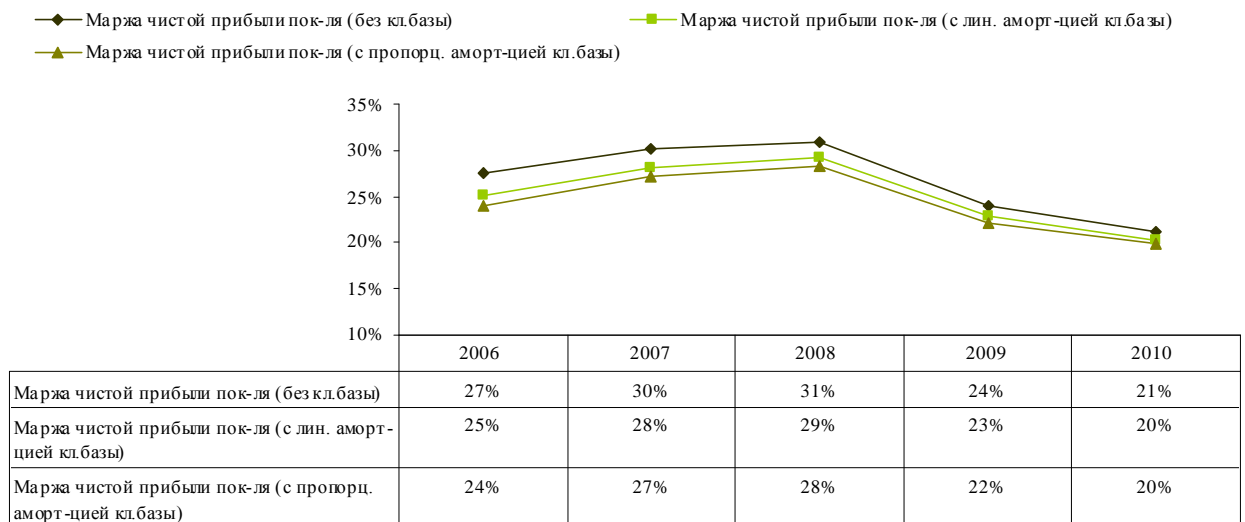
**Рисунок 36.** Остаточная стоимость клиентской базы при ее линейном и пропорциональном списании

Следующим шагом было включение данной дополнительной амортизации в бизнес-план «Покупателя». На рисунках ниже изменение маржей представлено графически (анализ влияния на маржи проводился только для первых пяти лет).



**Рисунок 37.** Анализ влияния амортизации клиентской базы «Объекта» на ЕВІТ маржу «Покупателя»





**Рисунок 38.** Анализ влияния амортизации клиентской базы «Объекта» на маржу чистой прибыли «Покупателя»

Таким образом, в результате проделанных работ «Оценщиком» была рассчитана справедливая рыночная стоимость клиентской базы на основе информации, предоставленной менеджментом и скорректированной «Оценщиком» для целей определения рыночной стоимости, проведен анализ чувствительности полученного результата к наиболее важным факторам, а также рассчитан эффект влияния амортизационных отчислений по клиентской базе на маржи «Покупателя» в ближайшем будущем.

### ***3.3. Рекомендации российским оценщикам по оценке клиентской базы при объединении с участием российской компании***

#### ***3.3.1. Рекомендации по определению места и значения клиентской базы в бизнесе компании-объекта***

#### **Рекомендация 1. Составлять схему-систему бизнеса компании-объекта**

Между отечественным и зарубежным законодательством, регулирующим оценку НМА и их представление в отчетности компании, существуют значительные различия. Главным из них является то, что некоторые из НМА, выделяемых западным сообществом в качестве самостоятельных активов,

учитываются, согласно российскому праву, косвенно в составе деловой репутации.

Для российских компаний, публикующих свою отчетность в соответствии с МСФО, необходимо знать, какие из НМА, не отраженных на российском балансе, должны быть отражены, согласно МСФО. Несмотря на то, что в МСФО содержится перечень возможных НМА, этот перечень не является исчерпывающим. Следовательно, для полного понимания картины сделки по объединению и НМА, подлежащих оценке, нужно представлять себе общую схему (систему) бизнеса компании-объекта.

В основе разделения системы бизнеса (см. стр. 50) на отдельные элементы лежит экономическая логика. Бизнес состоит из материальных активов и интеллектуального капитала. Последний, в свою очередь, принято подразделять на человеческий, структурный и клиентский капиталы. Однако при оценке НМА для целей отражения их в отчетности компании нужно понимать, что отдельный актив (например, клиентская база) может быть частью сразу нескольких капиталов (например, структурного и клиентского).

В рамках каждого из элементов бизнеса (материальные активы, человеческий капитал, структурный капитал и клиентский капитал) оценщику необходимо определить, из каких конкретных активов складывается тот или иной элемент бизнеса. Это, с одной стороны, помогает определить место клиентской базы в системе бизнеса. С другой – это служить базой для отбора «других» активов (см., например, схему, разработанную автором, на стр. 136) при расчете денежного потока, приходящегося на клиентскую базу.

Составление схемы-системы бизнеса компании-объекта, помимо прочего, имеет своей целью переход от чисто экономических понятий (человеческий капитал, клиентский капитал и т.п.) к понятиям МСФО. И в этом смысле чрезвычайно важно отделять понятие «клиентская база» в том смысле, в каком оно понимается в МСФО и для целей данной диссертации, от других составляющих клиентского капитала.

Так, к примеру, в составе клиентского капитала выделяется такой фактор (или актив в экономическом смысле слова), как географическое присутствие на определенных рынках. Этот фактор является существенным для локально ориентированного бизнеса, как, например, для производителей (и продавцов) промышленного газа. Транспорт промышленного газа значительно повышает его себестоимость, поэтому производители такого газа строят небольшие мощности вблизи самих промышленных городов. У производителей промышленного газа существует много клиентов, но все они в большинстве случаев не попадают под понятие «клиентская база». Следовательно, в системе бизнеса они будут включены в деловую репутацию в рамках клиентского капитала.

Аналогично, как уже было рассмотрено ранее, компания Coca-Cola имеет множество клиентов, которые не удовлетворяют критериям, позволяющим им называться «клиентской базой». Наличие большого числа клиентов (но не клиентской базы!) определяется, скорее, широко узнаваемым брэндом и прочими факторами. Следовательно, на схеме-системе бизнеса эти клиенты, несмотря на то, что они являются составной частью клиентского капитала, должны быть отражены как брэнд и как деловая репутация.

Таким образом, для определения того, располагает ли компания-объект клиентской базой, и, если располагает, выявления места клиентской базы в бизнесе компании в целом, оценщику следует составить схему-систему бизнеса рассматриваемой компании. Такая схема облегчает понимание взаимодействия активов компании между собой. Она также используется в дальнейшем для определения «других» активов, которые, наряду с клиентской базой, участвуют в создании денежных потоков.

**Рекомендация 2. Анализировать клиентскую базу компании-объекта по ряду показателей для определения ее значения в бизнесе в целом**

Статистика сделок с западными компаниями показывает, что на долю клиентской базы в среднем приходится самый большой удельный вес от цены

сделки по объединению. Данное обстоятельство требует от оценщика не просто оценки ее рыночной стоимости, но и проведения комплексного анализа значения клиентской базы для функционирования всего бизнеса компании-объекта.

Несмотря на то, что рассчитываемые показатели клиентской базы трудно напрямую увязать с полученной рыночной стоимостью, такой анализ позволяет проверить результаты оценки на здравый смысл. Кроме этого, такой анализ позволяет сопоставить значение клиентской базы, рассчитанное с помощью показателей, с мотивами сделки по объединению.

Анализ клиентской базы следует проводить по двум группам показателей: количественным и качественным (см., например, схему показателей, разработанную автором диссертации, на стр. 52). В рамках количественных показателей рассмотрению и расчету подлежат как абсолютные, так и относительные показатели.

Абсолютные показатели следует сопоставлять с рыночными данными. Так, если среди мотивов сделки по объединению выделяется прочная клиентская база компании-объекта, то следует ожидать, что у данной компании значительная доля рынка по количеству обслуживаемых клиентов, составляющих ее клиентскую базу. В противном случае, возможно, что настоящим мотивом объединения были другие активы компании-объекта (например, новые технологии, высококвалифицированный персонал и т.д.).

Относительные показатели позволяют судить о динамике и эффективности клиентской базы. С помощью них рассчитывается прирост клиентской базы по годам (затем это используется при анализе ОСПИ при составлении графики выбытия клиентов), показатели доходности в расчете на одного клиента. Эти показатели сопоставляются и проверяются на достоверность с прогнозным бизнес-планом компании-объекта и кривой выбытия клиентской базы до выбытия последнего из существующих клиентов (при анализе ОСПИ).

Наибольший интерес, однако, представляют качественные показатели. Эти показатели еще труднее, по сравнению с количественными показателями, напрямую увязать с полученной рыночной стоимостью клиентской базы. Вместе с тем, именно качественными показателям следует уделять повышенное внимание при определении значения клиентской базы для успешного функционирования всего бизнеса компании-объекта в целом. Например, если клиентская база не лояльна, у компании-объекта есть множество сильных конкурентов на рынке, клиенты никак не участвуют при разработке продукта или его дизайне, то такая клиентская база, скорее всего, не будет иметь значительный вес в общей цене сделки по объединению.

Качественные показатели предусматривают значительную долю субъективности. Вместе с тем, при последовательном анализе каждого из аспектов этих показателей (например, при расчете лояльности клиентской базы) и сверяя результаты со здравым смыслом, можно получить важную информацию о значении клиентской базы в общем бизнесе компании-объекта. Некоторые из показателей, например стабильность клиентской базы, используют для вынесения суждения те же данные, что и при анализе ОСПИ. При таком подходе повышается сопоставимость суждений и результатов между собой.

Таким образом, после определения места клиентской базы в общей совокупности активов компании-объекта (при составлении схемы-системы бизнеса), нужно определить ее значение. Это достигается посредством последовательного анализа клиентской базы по ряду количественных (абсолютных и относительных) и качественных показателей.

### *3.3.2. Рекомендации по расчету рыночной стоимости клиентской базы компании-объекта*

**Рекомендация 3. Корректно выделять денежный поток, генерируемый с участием исключительно существующей клиентской базой**

Отправной точкой при расчете рыночной стоимости клиентской базы является бизнес-план, предоставленный руководством компании-объекта. Как правило, отдельный бизнес-план для каждого из активов, и в том числе для клиентской базы, не составляется.

При получении бизнес-плана от руководства компании-объекта оценщику нужно проверить данные на достоверность, а также критично подойти к прогнозам менеджмента.

Часто бывает необходимым вначале элиминировать разного рода денежные потоки, учитываемые бизнес-планом, не относящиеся к расчету рыночной стоимости. На практике к таким потокам могут относиться инвестиционный план и план реорганизации, еще не вступившие в действие на дату оценки, а только планируемые в далеком будущем, план приобретения других предприятий отрасли. Помимо этого, руководство часто пытается представить свою компанию в лучшем свете, чем это есть на самом деле. В связи с этим оценщику иногда необходимо скорректировать темпы роста выручки, маржи прибыли и т.п. с целью приведения их в будущих периодах (например, в конце последнего прогнозного периода) к среднеотраслевым показателям.

В результате оценщику нужно составить скорректированный общий бизнес-план компании-объекта для целей его дальнейшего использования для расчета рыночной стоимости.

Далее следует определить, в генерировании каких потоков участвует клиентская база. На практике часто бывает так, что у компании есть несколько направлений деятельности, причем некоторые из них второстепенные. Допустим, в примере, рассмотренном выше в главе 3, компания-объект, наряду с продажей своего главного продукта – информационных систем для госпиталей и клиник – осуществляла еще перепродажу программного обеспечения, закупаемого на внешнем рынке. В данном случае часть денежных потоков (по перепродаже программного обеспечения) никак не

относится к клиентской базе, а следовательно, их надо элиминировать из общего бизнес-плана.

В результате проделанных корректировок оценщик может составить бизнес-план компании-объекта, основанный на рыночных (отраслевых) данных, без учета потоков, в генерировании которых клиентская база никак не участвует.

Однако на этом работы оценщика по корректному выделению денежного потока, непосредственно используемого при расчете рыночной стоимости клиентской базы, нельзя считать завершенными. Путем внесения корректировок в изначальный бизнес-план компании-объекта оценщик приходит к потокам, генерируемым как существующей, так и будущей клиентской базой. Для целей же отражения активов, переходящих в результате сделки по объединению от компании-объекта к компании-покупателю, оценке подлежит только существующая клиентская база. Будущая клиентская база, как актив, на момент сделки еще не сформирована. Это только планируемый актив, который будет создан уже за счет средств компании-покупателя, но не компании-объекта. В связи с этим, вся планируемая будущая клиентская база учитывается только лишь косвенно в составе деловой репутации, а следовательно, ее стоимость рассчитывать не надо.

Для определения денежных потоков, генерируемых с участием только существующей клиентской базы, необходимо применить коэффициенты выбытия, рассчитываемых при анализе ОСПИ. В результате оценщик сможет составить полноценный график потоков компании-объекта в будущем с учетом того, какая часть из них генерируется существующей клиентской базой, какая – будущей клиентской базой, какая – другими активами (пример такого графика, разработанного автором диссертации, см. на стр. 51).

**Рекомендация 4. Правильно элиминировать участие «других» активов при расчете денежного потока**

Поскольку клиентская база генерирует денежные потоки только в совокупности с другими активами и изначально выделить денежный поток клиентской базы часто не представляется возможным, в рамках метода МЕЕМ предусмотрен расчет денежного потока по остаточному принципу. Все, что остается от общего денежного потока, в котором участвует клиентская база, после вычета доли участия всех других активов, в нем участвующих, является денежным потоком, генерируемым исключительно существующей клиентской базой.

При определении состава других активов, оценщику следует обратиться к составленной им схеме-системе бизнеса компании-объекта (см., например, стр. 136). На этой схеме показаны все активы как таковые плюс деловая репутация в рамках каждого из элементов бизнеса.

В состав других активов входят обычно все идентифицируемые материальные активы и НМА. Деловая репутация не относится к другим активам, поскольку ее эффект уже устранен оценщиком из начального бизнес-плана, составленного руководством компании-объекта. Например, при наличии у компании-объекта широких связей в Правительстве и возможности лоббирования собственных интересов в законодательных органах оценщик должен устранить этот эффект из начального бизнес-плана компании (см. рекомендацию 3 выше) и привести прогнозы к неким среднеотраслевым усредненным показателям. В связи с этим, между скорректированным бизнес-планом и расчетом доли участия «других» активов будет соответствие.

Одним из исключений из данного правила является рабочая сила.

Рабочая сила не признается в качестве самостоятельного актива для целей МСФО и учитывается косвенно в составе деловой репутации. Вместе с тем, рабочая сила непосредственно участвует в создании денежных потоков. Устранить эффект присутствия рабочей силы в начальном бизнес-плане (как это возможно, допустим, с широкими связями в Правительстве) означало



бы свести все денежные потоки к нулю, поскольку без своих сотрудников ни одна компания не может создавать и продавать продукцию или услуги.

По этой причине при расчете доли других активов оценщику следует учесть и долю рабочей силы. В некоторых случаях ее доля может быть весьма значительной.

При расчете доли участия рабочей силы оценщику нужно предварительно рассчитать ее «рыночную стоимость». «Рыночная стоимость» рабочей силы может быть определена как сумма сэкономленных издержек на наем и обучение потенциальных новых сотрудников, а также расходов, понесенных компанией в период неполной эффективности новых сотрудников в первое время работы в компании.

При расчете гипотетических арендных платежей по другим активам, кроме рабочей силы, оценщик может воспользоваться рыночными данными о платежах роялти по аналогичным активам (например, для лицензий, технологий и т.п.). При отсутствии устоявшейся практики передачи активов в аренду и, соответственно, данных о ставках роялти, автор предлагает воспользоваться разработанной им формулой (см. стр. 91), использующей рыночную стоимость актива, его риск, выраженный в ставке дисконтирования, а также период, в течение которого от актива предполагается участие в общих денежных потоках.

Таким образом, оценщику необходимо понимать, какие активы в экономическом смысле этого слова участвуют в создании денежных потоков, наряду с клиентской базой, после того, как эти потоки были скорректированы с учетом не понесенных расходов на капитальные вложения, реконструкцию, покупку других компаний отрасли и т.п. Определение других активов должно быть осуществлено с использованием общей схемы бизнеса, составленной оценщиком (см. рекомендацию 1).

**Рекомендация 5. Учитывать дополнительные риски в ставке дисконтирования**

При расчете рыночной стоимости клиентской базы необходимо дисконтировать прогнозируемые денежные потоки. Поскольку клиентская база как составная часть интеллектуального капитала является неотъемлемой компонентой всего бизнеса в целом, к расчету ставки дисконтирования, применимой к клиентской базе, автор предлагает подойти с позиции стоимости всего бизнеса.

Традиционно стоимость бизнеса рассчитывается по формуле средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Полученная с помощью этой формулы ставка дисконтирования является мерой риска и доходности миноритарного пакета акций компании, активно торгующейся на бирже. При оценке бизнеса закрытых компаний (например, закрытых акционерных обществ или обществ с ограниченной ответственностью) принято делать поправку на меньшую ликвидность, по сравнению с открытыми компаниями, акции которых находятся в свободном обращении. Более того, поскольку в сделках по объединению речь чаще всего идет о покупке стопроцентной доли компании-объекта, необходимо еще учитывать премию за контроль над приобретаемым объектом. Данные поправки вносятся обычно на завершающем этапе оценки и применяются к полученной стоимости.

В случае же с определением средневзвешенной стоимости капитала компании-объекта для целей определения ставки дисконтирования ее клиентской базы, нужно понимать, что поправки за контроль и меньшую ликвидность компании-объекта должны быть внесены в саму стоимость капитала (в ставку дисконтирования всей компании). Для выведения скорректированной стоимости инвестированного капитала можно воспользоваться предложенным автором методом поиска решений. Для этого рассчитывается стоимость бизнеса без учета премий/скидок с использованием исходного WACC. Затем полученная стоимость корректируется на эти поправки и выводится рыночная стоимость контрольного неликвидного пакета. Далее поиском решения определяется ставка дисконтирования,

сводящая денежные потоки именно к этой стоимости (с учетом премий/скидок). Полученная ставка используется в дальнейшем для расчета ставки дисконтирования клиентской базы.

Поправку на дополнительные риски компании-объекта (поправка «бизнес-бизнес»), таким образом, лучше осуществлять в самой стоимости средневзвешенной стоимости капитала.

После того, как была рассчитана стоимость всего бизнеса компании-объекта, необходимо перейти от этого показателя к ставке дисконтирования клиентской базы (поправка «бизнес-актив»).

Клиентская база является в большинстве случаев активом, сопоставимым с риском и доходностью всего бизнеса. Однако то обстоятельство, что клиентская база зачастую не может быть отчуждена от всего бизнеса (в отличие, например, от основных средств) и без других активов ее стоимость во многих случаях сводится к нулю, делает риск клиентской базы и, соответственно, требуемую доходность несколько выше, чем риск и доходность всего бизнеса компании-объекта.

При переходе от ставки дисконтирования для всего бизнеса (средневзвешенной стоимости капитала) к ставке дисконтирования клиентской базы, как правило, учитывают такие факторы, как несколько большая рискованность и несколько меньшая ликвидность клиентской базы, по сравнению со всем бизнесом в целом.

Здесь необходимо понимать, что поправка на ликвидность, вносимая в формулу WACC, и поправка на ликвидность клиентской базы – разные поправки. В первом случае ставка дисконтирования всего бизнеса корректируется с учетом сравнимых компаний отрасли, активно торгующихся на бирже. Во втором случае поправка касается меньшей ликвидности клиентской базы по сравнению с данным конкретным бизнесом компании-объекта. В данном случае, несмотря на схожие названия, поправки на ликвидность имеют разный экономический смысл.

Поправка «бизнес-актив» рассчитывается на основе показателей клиентской базы. Каждому из них присваивается ранг и на основе их среднеарифметической и разработанной автором шкалы рискованности клиентской базы выводится относительная поправка к скорректированному WACC.

Таким образом, при расчете ставки дисконтирования клиентской базы нужно сначала рассчитать средневзвешенную стоимость всего капитала, с учетом необходимых поправок (например, на меньшую ликвидность бизнеса). Затем, путем корректировки стоимости всего капитала рассчитывают ставку дисконтирования клиентской базы.

### *3.3.3. Рекомендации по анализу результатов оценки рыночной стоимости клиентской базы компании-объекта*

#### **Рекомендация 6. Проводить анализ чувствительности результатов оценки и их влияние на показатели компании-покупателя**

Нахождение справедливой рыночной стоимости клиентской базы компании-объекта сопряжено с определенной долей субъективности [27, с. 229]. Вместе с тем, от того, как будет оценена клиентская база и по какой стоимости она будет отражена в отчетности компании-покупателя, зависит в конечном итоге и сама капитализация компании-покупателя [39, с. 7]. Это повышает ответственность оценщика за результаты своей работы.

На практике оценщикам следует проводить анализ чувствительности найденной рыночной стоимости к наиболее важным факторам. Возможно, в дальнейшем после такого анализа оценщику потребуется скорректировать некоторые из своих изначальных допущений, если того будет требовать здравый смысл.

При выборе факторов, на чувствительность к которым проверяются результаты оценки, оценщик опирается на свое профессиональное мнение. Однако в большинстве случаев наиболее важными факторами являются:

кривая выбытия клиентов клиентской базы, ставка дисконтирования и доли участия других активов.

После расчета результатов чувствительности рыночной стоимости к выбранным факторам, целесообразно построить торнадо-диаграмму, иллюстративно показывающую своего рода пирамиду чувствительности, на которой видно влияние каждого из факторов на общий результат оценки.

Помимо анализа чувствительности, оценщику нужно определить влияние постановки клиентской базы на баланс компании-покупателя по найденной им справедливой рыночной стоимости. Данное влияние определяется тем фактом, что оцененная клиентская база представляет собой актив, стоимость которого снижается посредством начисления амортизации. Следовательно, при прочих равных условиях, у компании-покупателя после постановки этого актива на свой баланс увеличатся амортизационные отчисления в отчете о прибылях и убытках. Поскольку амортизация начисляется до расчета таких показателей, как ЕВІТ (прибыль до выплаты процентов и налогов), ЕВТ (прибыль до выплаты налогов) и чистая прибыль, она снизит эти показатели и, как следствие, маржи этих показателей.

Инвесторы и акционеры компании, как показывают исследования, очень сильно реагируют на изменения маржей компании, снижение которых расценивается многими из них, вопреки истинному экономическому смыслу, как негативное явление [89, р. 35]. Это в свою очередь влияет на спрос на акции (доли) компании-покупателя со стороны инвесторов и акционеров и, таким образом, может снизить рыночную капитализацию компании-покупателя [83, р. 13].

Именно поэтому после определения рыночной стоимости клиентской базы оценщику необходимо рассчитать амортизационные отчисления, начисляемые по ней в течение ее ОСПИ. На данном этапе, руководствуясь отраслевыми знаниями и здравым смыслом, нужно еще раз обратиться к

анализу чувствительности и, возможно, пересмотреть некоторые из изначальных допущений.

Итак, определение рыночной стоимости клиентской базы компании-объекта несколько выходит за рамки обычной оценки, поскольку ее результаты в конечном счете оказывают чрезвычайно сильное влияние на некоторые финансовые показатели компании-покупателя. В связи с этим, оценщику необходимо проводить анализ чувствительности результатов оценки и влияния их на отчетность компании-покупателя и, возможно, частично скорректировать свои изначальные допущения.

### ***Выводы по главе 3***

1. Для оценки клиентской базы как НМА при подготовке и реализации сделок объединения с участием российской компании необходимо разработать структуру сделки, выявить компании-участников сделки и их мотивы, точно определить цену сделки и сумму, подлежащую распределению.

2. Для оценки рыночной стоимости клиентской базы предложена методика расчета ряда показателей, характеризующих клиентскую базу как НМА, позволяющих оценить ее влияние на функционирование всего бизнеса компании-объекта в целом.

3. Для целей оценки клиентской базы как НМА усовершенствован алгоритм расчета оставшегося срока ее полезного использования. Данный алгоритм основан на данных об историческом выбытии клиентов, аппроксимации их поведения в будущем на основе кривых Айова, а также построении кривой существующих клиентов.

4. Для целей оценки клиентской базы как НМА усовершенствован алгоритм расчета денежного потока и ставки ее дисконтирования. Автором обоснована необходимость расчета денежного потока «сверху вниз», т.е. путем элиминирования доли других материальных активов и НМА в общем бизнес-плане и, таким образом, выделении денежного потока клиентской

базы. Автором предлагается внести ряд поправок к WACC, а именно поправки «бизнес-бизнес» и «бизнес-актив», с целью выведения ставки дисконтирования клиентской базы.

5. Важным этапом оценочных работ является анализ чувствительности результатов оценки к наиболее важным факторам стоимости клиентской базы, а также анализ влияния результатов на финансовые показатели компании-покупателя в будущем.

## Заключение

В соответствии с поставленной целью и задачами диссертации было проведено исследование, основные выводы по которому можно свести к следующему.

**Во-первых**, анализ международных интеграционных процессов показывает, что основной формой этих процессов являются объединения компаний. Реализация таких сделок с участием российских компаний требует гармонизации международной и российской методологии оценки и учета стоимости сделок и НМА.

Объединение компаний, по IFRS 3, может осуществляться множеством методов, основные среди которых – это а) покупка акций одной компании другой компанией; б) покупка чистых активов одной компании другой компанией; в) покупка части чистых активов одной компании другой компанией; г) образование новой компании, контролирующей объединяющиеся компании; д) реорганизация одной или нескольких объединяющихся компаний.

Каждому из возможных методов, выделяемых IFRS 3, в российском законодательстве соответствует своя нормативно-правовая ситуация. Так, проводя аналогию между ГК РФ и IFRS 3, объединение компаний может быть куплей-продажей акций, продажей предприятия, реорганизацией юридического лица в форме слияния или присоединения.

Сравнительный анализ правовых основ и систем учета сделок по объединению компаний за рубежом и в РФ показывает наличие принципиальных различий в учете сделок по объединению и оценке переходящих активов и обязательств. За рубежом применяется метод «покупки», основанный на оценке рыночной стоимости всех объединяемых активов. В РФ при объединении компаний оценка рыночной стоимости активов, включая НМА, не требуется.



**Во-вторых**, систематизация зарубежной практики оценки НМА при объединении компаний позволяет выделить две основные особенности оценки НМА при объединении компании:

- все активы и обязательства, отраженные на балансе компании-объекта, должны быть оценены по справедливой рыночной стоимости;
- помимо отраженных на балансе, идентификации и оценке подлежат также активы и обязательства, ранее не отраженные на балансе компании-объекта, но являющиеся таковыми, по МСФО.

**В-третьих**, анализ зарубежной практики учета сделок по объединению показывает, что рыночная стоимость НМА и деловой репутации является наиболее важной составляющей активов компаний (74% от цены сделки), а наибольший удельный вес в структуре рыночной стоимости НМА приходится на клиентскую базу (25% от идентифицируемых НМА).

Более того, автором предложено определение понятия «клиентская база» как вида НМА, уточнено его содержание и предложены показатели ее количественной и качественной оценки (число клиентов, выручка, затраты, прибыль по всей клиентской базе и в расчете на одного клиента, динамика клиентской базы, а также лояльность, стабильность и диверсификация клиентской базы).

**В-четвертых**, нахождение рыночной стоимости клиентской базы может осуществляться с использованием подходов к оценке.

Применение затратного подхода при оценке клиентской базы для целей МСФО при объединении компаний возможно в том случае, если компания ведет учет расходов на создание и удержание контакта с клиентами и связанные с этим административные расходы. Более того, в состав расходов необходимо включить альтернативные издержки, связанные с упущенными выгодами (недополучением прибыли) в период создания контакта. Для этого нужно знать средний период установления нового контакта компании с ее потенциальным клиентом.

В РФ применение этого подхода на практике затруднительно в связи с тем, что компании обычно не ведут учет таких расходов, а также в связи со сложностью расчета альтернативных издержек.

Использование сравнительного подхода при оценке клиентской базы при объединении компаний возможно в таких отраслях, как частные практики (лечебные, адвокатские), сектор финансово-банковских услуг. Его применение в российских условиях проблематично в связи с недоступностью необходимой рыночной информации о стоимости сделки, операционных и финансовых показателях, характеризующих данный вид НМА. Для повышения утилизации данного метода в РФ необходимо сделать институт статистики более прозрачным и открытым, а также укрепить в сознании инвесторов и покупателей мнение о том, большая прозрачность сделок в целом повышает эффективность рынка.

Доходный подход является наиболее широко распространенным на практике при оценке клиентской базы при объединении компаний. Трудности в практическом применении затратного и сравнительного подходов делают использование доходного подхода на практике наиболее оправданным при оценке рассматриваемых НМА.

Из трех методов оценки НМА в рамках доходного подхода (метод освобождения от роялти, метод доходности на активы, метод МЕЕМ) метод МЕЕМ наилучшим образом соответствует природе клиентской базы как НМА. Данный метод позволяет учесть ключевые факторы стоимости клиентской базы: оставшийся срок ее полезного использования, чистый денежный поток, приходящийся исключительно на конкретный вид НМА, и ставку дисконтирования, характеризующую стоимость инвестированного капитала компании в целом.

Предложенный автором метод МЕЕМ учитывает особенности клиентской базы как НМА и, следовательно, позволяет повысить

обоснованность и точность оценки клиентской базы при подготовке и реализации сделок по объединению компаний.

**В-пятых**, для целей оценки клиентской базы как НМА усовершенствован алгоритм расчета оставшегося срока ее полезного использования. При его расчете лучше всего воспользоваться аналитическим методом. Данный метод расчета позволяет максимально полно проанализировать возрастную структуру клиентской базы и учесть динамику ее выбытия в прошлом.

Расчет ОСПИ предполагает выполнение ряда шагов, как-то: построение таблицы создания/выбытия клиентской базы, построение кривой ее выбытия, аппроксимацию поведения кривой ее выбытия до последнего клиента с помощью кривых Айова и, наконец, расчет ОСПИ и кривой существующих клиентов.

Результатом анализа ОСПИ является расчет количества лет ОСПИ, являющегося основой для определения количества лет прогнозного периода, и расчет коэффициентов существующих клиентов, используемых в дальнейшем при расчете чистого денежного потока.

**В-шестых**, усовершенствован алгоритм расчета денежного потока и ставки ее дисконтирования. Обоснована необходимость расчета денежного потока «сверху вниз», т.е. путем элиминирования доли других материальных активов и НМА в общем бизнес-плане и, таким образом, выделении денежного потока клиентской базы.

В состав других активов в общих денежных потоках, входят материальные активы, часть человеческого, структурного и клиентского капиталов. Не принимаемые во внимание при расчете рыночной стоимости активы будут косвенно учтены в составе деловой репутации. Доли участия других активов автор предлагает рассчитать как условные арендные платежи гипотетическим собственникам этих активов.

Для выведения ставки дисконтирования клиентской базы как НМА предлагается внести ряд поправок к WACC, а именно премию за контроль и

скидку за ликвидность бизнеса в целом (как если бы такие поправки использовались бы при оценке бизнеса), а также поправки на риск и ликвидность самой клиентской базы.

**В-седьмых**, разработаны рекомендации российским оценщикам по оценке рыночной стоимости клиентской базы в сделках по объединению, позволяющие привести в соответствие отечественные и зарубежные методы учета НМА при объединении российских компаний с иностранными и учесть в стоимости сделок не отраженные на балансе активы:

1. составлять схему-систему бизнеса компании-объекта с тем, чтобы определить место клиентской базы в бизнесе компании в целом;

2. анализировать клиентскую базу компании-объекта по ряду количественных (абсолютных и относительных) и качественных показателей для того, чтобы определить значения клиентской базы в функционировании бизнеса в целом;

3. аппроксимировать поведение клиентской базы в будущем с помощью кривых Айова;

4. корректно элиминировать участие «других» активов при расчете денежного потока с тем, чтобы не завышать стоимость клиентской базы;

5. учитывать дополнительные риски, если это необходимо, в ставке дисконтирования с тем, чтобы учесть премию за контроль и скидку за меньшую ликвидность всего бизнеса в целом, а также меньшую ликвидность и/или большую рискованность клиентской базы по сравнению с бизнесом в целом;

6. проводить анализ чувствительности результатов оценки стоимости клиентской базы и их влияния на финансовые и экономические показатели компании-покупателя, поскольку результаты расчетов, сделанные оценщиком, влияют в конечном итоге на капитализацию компании-покупателя.

## Библиографический список использованной литературы

### Нормативно-правовые акты

1. Конституция Российской Федерации. – М.: ЮРАЙТ-ИЗДАТ, 2006. – 48 с.;
2. Гражданский кодекс Российской Федерации часть первая от 30 ноября 1994 г. N 51-ФЗ, часть вторая от 26 января 1996 г. N 14-ФЗ, часть третья от 26 ноября 2001 г. N 146-ФЗ и часть четвертая от 18 декабря 2006 г. N 230-ФЗ (с изменениями от 26 января, 20 февраля, 12 августа 1996 г., 8 июля, 17 декабря 1999 г., 15 мая, 26 ноября 2001 г., 21 марта, 14, 26 ноября 2002 г., 26 марта, 11 ноября, 23 декабря 2003 г., 29 июля, 2, 29, 30 декабря 2004 г., 9 мая, 2, 18, 21 июля 2005 г., 10 января, 2 февраля, 3, 30 июня, 27 июля, 3 ноября, 4, 18, 29, 30 декабря 2006 г., 26 января, 5 февраля 2007 г.);
3. Налоговый кодекс Российской Федерации часть первая от 31 июля 1998 г. N 146-ФЗ и часть вторая от 5 августа 2000 г. N 117-ФЗ (с изменениями от 30 марта, 9 июля 1999 г., 2 января, 5 августа, 29 декабря 2000 г., 24 марта, 30 мая, 6, 7, 8 августа, 27, 29 ноября, 28, 29, 30, 31 декабря 2001 г., 29 мая, 24, 25 июля, 24, 27, 31 декабря 2002 г., 6, 22, 28 мая, 6, 23, 30 июня, 7 июля, 11 ноября, 8, 23 декабря 2003 г., 5 апреля, 29, 30 июня, 20, 28, 29 июля, 18, 20, 22 августа, 4 октября, 2, 29 ноября, 28, 29, 30 декабря 2004 г., 18 мая, 3, 6, 18, 29, 30 июня, 1, 18, 21, 22 июля, 20 октября, 4 ноября, 5, 6, 20, 31 декабря 2005 г., 10 января, 2, 28 февраля, 13 марта, 3, 30 июня, 18, 26, 27 июля, 16 октября, 3, 10 ноября, 4, 5, 18, 29, 30 декабря 2006 г.);
4. Федеральный закон от 8 августа 2001 г. N 129-ФЗ «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей» (с изменениями от 23 июня, 8, 23 декабря 2003 г., 2 ноября 2004 г., 2 июля 2005 г., 5 февраля 2007 г.);
5. Федеральный закон от 21 декабря 2001 г. N 178-ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества» (с изменениями от 27

февраля 2003 г., 9 мая, 18 июня, 18 июля, 26, 31 декабря 2005 г., 5 января, 17 апреля, 27 июля, 19 декабря 2006 г., 5 февраля 2007 г.);

6. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. N 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (с изменениями от 13 июня 1996 г., 24 мая 1999 г., 7 августа 2001 г., 21 марта, 31 октября 2002 г., 27 февраля 2003 г., 24 февраля, 6 апреля, 2, 29 декабря 2004 г., 27, 31 декабря 2005 г., 5 января, 27 июля, 18 декабря 2006 г., 5 февраля 2007 г.);

7. Федеральный закон от 8 февраля 1998 г. № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» (с изменениями от 11 июля, 31 декабря 1998 г., 21 марта 2002 г., 29 декабря 2004 г., 27 июля, 18 декабря 2006 г.);

8. Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности, утвержденные постановлением Правительства РФ от 6 июля 2001 г. № 519 (с изменениями от 14 декабря 2006 г.);

9. Методические рекомендации по определению рыночной стоимости интеллектуальной собственности, утвержденные Минимуществом России 26 ноября 2002 г. № СК-4/21297;

10. Методические рекомендации по составлению и представлению сводной бухгалтерской отчетности, в редакции Приказа Министерства финансов РФ от 30 декабря 1996 г. № 112 (с изменениями от 12 мая 1999 г.);

11. Методические указания по инвентаризации имущества и финансовых обязательств, утвержденные Приказом Министерства финансов РФ от 13 июня 1995 г. № 49;

12. Методические указания по формированию бухгалтерской отчетности при осуществлении реорганизации организаций, утвержденные Приказом Министерства финансов РФ от 20 мая 2003 г. № 44н;

13. Положение по бухгалтерскому учету «Учет нематериальных активов» (ПБУ 14/2000), утвержденное приказом Министерства финансов РФ от 16 октября 2000 г. № 91н (с изменениями от 18 сентября, 27 ноября 2006 г.);

**Монографии**

14. Авдеев С.Н., Козлов Н.А., Рутгайзер В.М. Оценка рыночной стоимости клиентеллы – нематериального актива компании. – М.: «Международная академия оценки и консалтинга», 2006. – 72 с.;

15. Азгальдов Г.Г., Карпова Н.Н. Оценка стоимости интеллектуальной собственности и нематериальных активов. – М.: «Международная академия оценки и консалтинга», 2006. – 400 с.;

16. Балакирева Н.М. Нематериальные активы: учет, аудит, анализ. Учебное пособие. – М.: Издательство Эксмо, 2005. – 416 с.;

17. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп–Бизнес», 2004. – 1008 с.;

18. Булыга Р.П. Интеллектуальный капитал бизнеса: методологические проблемы бухгалтерского учета и аудита. – М.: «Бухгалтерский учет», 2005. – 272 с.;

19. Казин А.В. Нематериальные активы. – М.: Издательство «Экзамен», 2004. – 144 с.;

20. Козырев А.Н. Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности. – М.: «Контур», 2003. – 367 с.;

21. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. – 2-е изд., стер. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп–Бизнес», 2002. – 576 с.;

22. Курбангалеева О.А. Как реорганизовать предприятие?: Преобразование. Разделение. Выделение. Присоединение. Слияние. – М.: ООО «Вершина», 2004. – 192 с.;

23. Москвин В.А. Управление рисками при реализации инвестиционных проектов. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 352 с.;

24. Нематериальные активы: организация бухгалтерского и налогового учета: Практическое руководство / Под общей ред. В.В. Семехина. – М.: Издательство Эксмо, 2005. – 96 с.;

25. Новосельцев О.В. Оформление и оценка интеллектуальной собственности в имуществе предприятия. – М.: ИНИЦ Роспатента, 2004. – 256 с.;
26. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 736 с.;
27. Оценка нематериальных активов и интеллектуального капитала. Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 532 с.;
28. Пузыня Н.Ю. Оценка интеллектуальной собственности и нематериальных активов. – СПб.: Питер, 2005. – 352 с.;
29. Рутгайзер В.М. Клиентелла: нематериальный актив и информационная база прогнозирования развития компании. – М.: «Международная академия оценки и консалтинга», 2006. – 56 с.;
30. Уокенбах Д. Excel 2003. Библия пользователя.: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2004. – 768 с.;
31. Уокенбах Д. Диаграммы в Excel.: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2003. – 448 с.;
32. Уокенбах Д. Подробное руководство по созданию формул в Excel 2002.: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2003. – 624 с.;
33. Уокенбах Д. Профессиональное программирование на VBA в Excel 2002.: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2003. – 784 с.;
34. Фридман Д., Ордуэй Н. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости. Пер. с англ. – М.: Дело, 1997. – 480 с.;
35. Холи Р., Холи Д. Excel. Трюки. – СПб.: Питер, 2006. – 287 с.;
36. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2003. – 1028 с.;



**Публикации в периодической печати**

37. Аксенов А.И. Оценка «клиентских» нематериальных активов методом МЕЕМ при объединении компаний // Вопросы оценки. – 2006. № 2. – С. 23–29;

38. Аксенов А.И. Оценка «клиентских» нематериальных активов при объединении компаний // Интеллектуальная собственность. Промышленная собственность. – 2006. № 9. – С. 58–68;

39. Аксенов А.И. Повышение роли профессиональной оценки нематериальных активов при объединении компаний // Вопросы оценки. – 2006. № 1. – С. 3–8;

40. Калашников Г., Шарипов Т. Слияние и поглощение акционерных обществ по праву ЕС и России: процедурные вопросы // Слияния и поглощения. – 2005. № 2. – С. 66–71;

41. Лопатин В.Н. Актуальные проблемы охраны и защиты интеллектуальной собственности в современной России // Правовая охрана интеллектуальной собственности. Библиотека российского судьи. М., Российская академия правосудия. – 2003. – С. 32–61;

42. Лопатин В.Н. Проблемы административно-правовой охраны и защиты интеллектуальной собственности / Административно-правовое регулирование в сфере экономических отношений. // Сборник научных трудов. М., Академический правовой университет при ИГП РАН. – 2001. – С. 139–147;

43. Распределение суммы сделки (по МСФО) и влияние на финансовую отчетность // PricewaterhouseCoopers. – 2005. – С. 1–26;

44. Сравнительный анализ основных требований к бухгалтерской (финансовой) отчетности в МСФО и РПБУ // PricewaterhouseCoopers. – 2005. – С. 1–27;

**Диссертации**

45. Алейникова М.Ю. Методическое обеспечение бухгалтерского учета нематериальных активов: Дис. канд. экон. наук / Финансовая академия при Правительстве РФ. – Краснодар., 2000. – 186 с.;

46. Близнец И.А. Право интеллектуальной собственности в Российской Федерации: теоретико-правовое исследование: Автореферат дис. д-ра юрид. наук / Российская академия государственной службы при Президенте РФ. – М., 2003. – 35 с.;

47. Буевич А.П. Экономическая сущность интеллектуальной собственности и методология ее оценки: Дис. канд. экон. наук / Финансовая академия при Правительстве РФ. – М., 2004. – 166 с.;

48. Булыга Р.П. Методологические проблемы учета, анализа и аудита интеллектуального капитала: Дис. докт. экон. наук / Финансовая академия при Правительстве РФ. – М., 2005. – 378 с.;

49. Габараев А.Х. Интеллектуальная собственность в гражданском законодательстве Российской Федерации: методологический аспект: Дис. канд. юрид. наук. – М., 2005. – 172 с.;

50. Епихина Г.М. Интеллектуальный капитал: сущность, функции, особенности: Дис. канд. экон. наук / Финансовая академия при Правительстве РФ. – М., 2000. – 136 с.;

51. Иванюк И.А. Рыночный механизм воспроизводства интеллектуального капитала: Дис. докт. экон. наук / Финансовая академия при Правительстве РФ. – М., 2004. – 417 с.;

52. Козлова В.А. Интеллектуальный капитал: экономическое содержание и особенности воспроизводства: Дис. канд. экон. наук / Финансовая академия при Правительстве РФ. – М., 2001. – 135 с.;

53. Мосин В.В. Проблемы воспроизводства интеллектуального капитала в корпоративных структурах: Дис. канд. экон. наук / Финансовая академия при Правительстве РФ. – М., 2002. – 152 с.;

54. Сидоренко Ю.С. Специфика оценки стоимости российских компаний при слияниях и приобретениях: Дис. канд. экон. наук / Финансовая академия при Правительстве РФ. – М., 2006. – 169 с.;

#### **Иностранная литература**

55. Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids // Official Journal L 142. – 30/04/2004;

56. EITF 02–17: Recognition of customer relationship intangible asset acquired in a business combination. – September 11-12, 2002;

57. IAS 22 “Business combinations” // International Financial Reporting Standards (IFRSs) 2003;

58. IAS 38 “Intangible assets” // International Financial Reporting Standards (IFRSs) 2006. – P. 1631–1702;

59. IAS Framework for the preparation and presentation of financial statements // International Financial Reporting Standards (IFRSs) 2006. – P. 29–54;

60. IFRS 3 “Business combinations” // International Financial Reporting Standards (IFRSs) 2006. – P. 273–302;

61. IFRS 3 “Business combinations”. Illustrative examples// International Financial Reporting Standards (IFRSs) 2006. – P. 373–394;

62. Internal Revenue Service Revenue Ruling 68–609. – 1968-2 C.B. 327 – P. 1–2;

63. International Valuation Guidance Note No. 4. “Valuation of Intangible Assets” (revised 2005) // International Valuation Standards. – 2005. – P. 181–194;

64. International Valuation Standard 1 “Market Value Basis of Valuation” // International Valuation Standards. – 2005. – P. 81–92;

65. Third Council Directive 78/855/EEC of 9 October 1978 based on Article 54 (3) (g) of the Treaty concerning mergers of public limited liability companies // Official Journal L 295. – 20/10/1978;

66. Brooking A. Intellectual capital. – London: International Thomson Business Press, 1998. – 204 p. ;

67. Bullen S., Bovey R., Green J. Professional Excel Development: The Definitive Guide to Developing Applications Using Microsoft Excel and VBA. – N.J.: Addison-Wesley, 2005. – 913 p.;

68. Couch F.V.B.Jr. Classification of Type O Retirement Characteristics of Industrial Property. – Unpublished M.S. Thesis (Engineering Valuation). – Library, Iowa State College, Ames, Iowa. – 1957. – 29 p.;

69. Heyd R., Lutz-Ingold M. Immaterielle Vermögenswerte und Goodwill nach IFRS: Bewertung, Bilanzierung und Berichterstattung. – München, 2004. – 228 S.;

70. Intellectual Assets: Valuation and Capitalization. – N.Y., 2003. – 173 p.;

71. Lutz-Ingold M. Immaterielle Güter in der externen Rechnungslegung: Grundsätze und Vorschriften zur Bilanzierung nach HGB, DRS und IAS/IFRS. – München, 2004. – 913 S.;

72. Ogier T., Rugman J., Spicer L. The Real Cost of Capital: a business field guide to better financial decisions. – Glasgow, 2004. – 291 p.;

73. Pellens B., Fülbier R.U., Gassen J. Internationale Rechnungslegung: IFRS/IAS mit Beispielen und Fallstudie. – Stuttgart, 2004. – 288 S.;

74. Reilly R.F., Schweih R.P. Valuing intangible assets. – McGraw-Hill, 1999. – 518 p.;

75. Smith G.V., Russel L.P. Intellectual property: licensing and joint venture profit strategies. – 2nd ed., N.Y.: John Wiley & Sons, Inc., 1994. – 536 p.;

76. Smith G.V., Russel L.P. Valuation of intellectual property and intangible assets. – N.Y.: John Wiley & Sons, Inc., 1994. – 515 p.;

77. Stewart T. Intellectual capital: the new wealth of organizations. – London: Nicholas Brealey Publishing, 2003. – 250 p.;

78. Walkenbach J. Favorite Excel Tips & Tricks. – N.J.: Wiley Publishing, Inc., 2005. – 538 p.;

79. Winfrey R. Statistical Analyses of Industrial Property Retirements. – Iowa State College. – 1935. – Bulletin 125. – 176 p.;

80. Bhatti M., Skinkle R., Spalding T. Redefining Customer Loyalty, the Customer's Way // Ivey Business Journal. – January/February 2001. – P. 15–19;
81. Bontis N. Assessing Knowledge Assets: a Review of the Models Used to Measure Intellectual Capital // McMaster University. – 2000. – 25 p.;
82. Carey A. Some Unexpected Impacts of IFRS on Acquisitions // Financial Times. – 15/09/2005. – P. 4;
83. Casey R. Goodbye to Goodwill // Bloomberg Wealth Manager. – December 2001. – P. 13;
84. Cross A. Managing and Exploiting Intellectual Capital // Centre for International Business, University of Leeds (CIBUL). – Leeds, 2002. – 26 p.;
85. English K. SFAS 141 Needs Clarifying // CBIZ Valuation Quarterly. – 2004. – P. 1–3;
86. Garland P.J. Estimating Intellectual Property Remaining Useful Life. // Intellectual Property Economic Analysis Insights. – Special Issue 2004. – P. 5–12;
87. Gooch L.B. Capital Charges and the Valuation of Intangibles // Business Valuation Review. – March 1992. – P. 5–21;
88. Hawkins G. The Excess Earnings Method – Should It Be Put Out To Pasture In Equitable Distribution Cases? // Banister Financial. – 2003. – P. 1–5;
89. Hirschey M., Richardson V.J. Investor Underreaction to Goodwill Write-Offs // Financial Analyst Journal. – November/December 2003. – Vol. 59 – P. 32–36;
90. Jäger R., Himmel H. Die Fair Value-Bewertung Immaterieller Vermögenswerte vor dem Hintergrund der Umsetzung Internationaler Rechnungslegungsstandards // BFuP. – 2003. – № 4. – S. 417–440;
91. Martin C. Adding the Intellectual 'Spark' to Ownership Succession Planning // Knowledge management centre. – 2003. – 29 p.;
92. Pauly D. Is Goodwill Really an Asset? // Bloomberg. – June 2001. – P. 22;
93. Pippow I., Eifert D., Müller G. One-to-one Marketing and Customer Loyalty in Electronic Commerce – An Empirical Analysis. – Freiburg. – 21 p.;

94. Shedding Light on the New Business Combination Rules: A Guide for Dealmakers // PricewaterhouseCoopers. – 2002. – 54 p.;

#### **Ресурсы Интернет**

95. Козырев А.Н. Оценка интеллектуальной собственности и нематериальных активов // ООН. Экономический и социальный совет. Европейская экономическая комиссия. Координационная группа по оперативной деятельности. Целевая группа на высоком уровне по оценке и капитализации интеллектуальных активов. Рабочий документ для обсуждения. – Женева, 18–19 ноября 2002 // По материалам сайта <http://www.cfin.ru>;

96. Козырев А.Н. Оценка интеллектуальной собственности: проблемы и перспективы развития // По материалам сайта <http://www.labrate.ru/kozyrev/>;

97. Костин А.В. Затратный подход к оценке НМА // По материалам сайта <http://www.labrate.ru/kostin>;

98. Лопатин В.Н. Интеллектуальная собственность как стратегический ресурс в предупреждении банкротства стратегических предприятий и организаций. // По материалам сайта <http://rniis.ru>;

99. Стенограмма круглого стола: Интеллектуальная собственности в Гражданском Кодексе России // По материалам сайта <http://replicator.ru>;

100. A Taxonomy of Intellectual Capital and a Methodology for Auditing It // По материалам сайта <http://kmi.open.ac.uk>;

101. Applying the “Reasonable Compensation” standard in “Excess Earnings” analysis // По материалам сайта [www.georgemlewellencpa.com](http://www.georgemlewellencpa.com);

102. Brinker B. Intellectual Capital: Tomorrow’s Asset, Today’s Challenge // По материалам сайта [www.cpavision.org](http://www.cpavision.org);

103. Gifford E. Customer Relationship Management // По материалам сайта [www.businessballs.com](http://www.businessballs.com);

104. Intellectual Capital and Its Measurement // По материалам сайта [www3.bus.osaka-cu.ac.jp](http://www3.bus.osaka-cu.ac.jp);

105. Methods for Measuring Intangible Assets // По материалам сайта [www.sveiby.com](http://www.sveiby.com);

106. Quantifying Customer Loyalty // По материалам сайта [www.loyaltybuilders.com](http://www.loyaltybuilders.com);

107. Sarabia M., Sarabia J. TREEOR Model: An Approach to the Valuation of Intellectual Capital // По материалам сайта [www.ejkm.com](http://www.ejkm.com);

108. Skyrme D. Valuing Knowledge: Is It Worth It? // По материалам сайта [www.skyrme.com](http://www.skyrme.com).

## Приложения

## Приложение 1

## Бизнес-план «Объекта»

<u>Отчет о прибылях и убытках</u> (Все в ден. ед., если не указано иное)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Факт	План	План	План	План	План
Выручка	14 836	16 485	20 140	27 189	45 709	53 863
(Себестоимость) <sup>(*)</sup>	-2 700	-2 793	-3 289	-4 111	-8 764	-9 866
<b>Валовая прибыль</b>	<b>12 136</b>	<b>13 692</b>	<b>16 851</b>	<b>23 078</b>	<b>36 945</b>	<b>43 997</b>
<i>Валовая маржа</i>	<i>82%</i>	<i>83%</i>	<i>84%</i>	<i>85%</i>	<i>81%</i>	<i>82%</i>
(Расходы на продажу)	-953	-1 059	-1 101	-1 618	-3 808	-5 749
(Административные затраты)	-1 429	-1 588	-1 652	-2 428	-5 712	-8 623
<b>ЕВИТДА<sup>(**)</sup></b>	<b>9 754</b>	<b>11 045</b>	<b>14 098</b>	<b>19 033</b>	<b>27 425</b>	<b>29 624</b>
<i>ЕВИТДА маржа</i>	<i>66%</i>	<i>67%</i>	<i>70%</i>	<i>70%</i>	<i>60%</i>	<i>55%</i>

Примечания:

(\*) – не включая амортизацию

(\*\*) – прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации

<u>Баланс</u> (Все в ден. ед., если не указано иное)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Факт	План	План	План	План	План
Денежные средства	345	330	403	544	914	1 077
Запасы	1 120	1 232	1 355	1 491	1 640	1 804
Дебиторская задолженность	1 560	1 716	1 888	2 076	2 284	2 512
<b>Итого текущие активы</b>	<b>3 025</b>	<b>3 278</b>	<b>3 646</b>	<b>4 111</b>	<b>4 838</b>	<b>5 393</b>
Основные средства	1 260	1 197	1 137	1 080	1 026	975
Нематериальные активы, в т.ч.:						
Технологическое ядро	1 750	1 663	1 579	1 500	1 425	1 354
Технология c-Tools	2 125	2 019	1 918	1 822	1 731	1 644
<b>Итого долгосрочные активы</b>	<b>5 135</b>	<b>4 878</b>	<b>4 634</b>	<b>4 403</b>	<b>4 182</b>	<b>3 973</b>
<b>ИТОГО АКТИВЫ</b>	<b>8 160</b>	<b>8 156</b>	<b>8 280</b>	<b>8 513</b>	<b>9 020</b>	<b>9 367</b>
Кредиторская задолженность	500	525	551	579	608	638
<b>Итого текущие обязательства</b>	<b>500</b>	<b>525</b>	<b>551</b>	<b>579</b>	<b>608</b>	<b>638</b>
Заемные средства	0	0	0	0	0	0
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Собственный капитал</b>	<b>7 660</b>	<b>7 631</b>	<b>7 729</b>	<b>7 935</b>	<b>8 413</b>	<b>8 729</b>
<b>ИТОГО ПАССИВЫ</b>	<b>8 160</b>	<b>8 156</b>	<b>8 280</b>	<b>8 513</b>	<b>9 020</b>	<b>9 367</b>



## Приложение 2

### Бизнес-план «Покупателя»

<u>Отчет о прибылях и убытках</u> (Все в ден. ед., если не указано иное)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Факт	План	План	План	План	План
Выручка	77 148	85 720	99 742	117 820	193 241	224 068
(Себестоимость) <sup>(*)</sup>	-14 078	-15 642	-18 056	-20 928	-42 677	-46 822
<b>Валовая прибыль</b>	<b>63 071</b>	<b>70 079</b>	<b>81 686</b>	<b>96 892</b>	<b>150 564</b>	<b>177 247</b>
<i>Валовая маржа</i>	82%	82%	82%	82%	78%	79%
(Расходы на продажу)	-6 565	-7 295	-8 837	-10 236	-26 858	-36 373
(Административные расходы)	-10 395	-11 550	-13 991	-16 206	-42 525	-57 590
<b>ЕВИТДА <sup>(**)</sup></b>	<b>46 110</b>	<b>51 234</b>	<b>58 858</b>	<b>70 451</b>	<b>81 181</b>	<b>83 284</b>
<i>ЕВИТДА маржа</i>	60%	60%	59%	60%	42%	37%
Амортизация	-3 689	-4 099	-4 119	-4 149	-4 194	-4 174
<b>ЕВИТ <sup>(***)</sup></b>	<b>42 421</b>	<b>47 135</b>	<b>54 740</b>	<b>66 302</b>	<b>76 988</b>	<b>79 110</b>
<i>ЕВИТ маржа</i>	55%	55%	55%	56%	40%	35%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>24 604</b>	<b>23 567</b>	<b>30 107</b>	<b>36 466</b>	<b>46 193</b>	<b>47 466</b>
<i>Маржа чистой прибыли</i>	32%	27%	30%	31%	24%	21%

Примечания:

(\*) – не включая амортизацию

(\*\*) – прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации

(\*\*\*) – прибыль до уплаты процентов и налогов

<u>Баланс</u>	2005	2006	2007	2008	2009	2010
(Все в ден. ед., если не указано иное)	Факт	План	План	План	План	План
Денежные средства	2 314	2 572	2 992	3 535	5 797	6 722
Запасы	5 600	6 160	6 776	7 454	8 199	9 019
Дебиторская задолженность	7 800	8 580	9 438	10 382	11 420	12 562
<b>Итого текущие активы</b>	<b>15 714</b>	<b>17 312</b>	<b>19 206</b>	<b>21 370</b>	<b>25 416</b>	<b>28 303</b>
Основные средства	7 072	7 790	8 643	9 617	11 437	12 736
Нематериальные активы	750	880	965	1 120	1 200	1 235
<b>Итого долгосрочные активы</b>	<b>7 822</b>	<b>8 670</b>	<b>9 608</b>	<b>10 737</b>	<b>12 637</b>	<b>13 971</b>
<b>ИТОГО АКТИВЫ</b>	<b>23 536</b>	<b>25 982</b>	<b>28 814</b>	<b>32 107</b>	<b>38 053</b>	<b>42 274</b>
Кредиторская задолженность	2 650	2 783	2 922	3 068	3 221	3 382
<b>Итого текущие обязательства</b>	<b>2 650</b>	<b>2 783</b>	<b>2 922</b>	<b>3 068</b>	<b>3 221</b>	<b>3 382</b>
Заемные средства	5 620	6 000	4 200	4 500	4 500	4 800
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>5 620</b>	<b>6 000</b>	<b>4 200</b>	<b>4 500</b>	<b>4 500</b>	<b>4 800</b>
<b>Собственный капитал</b>	<b>15 266</b>	<b>17 199</b>	<b>21 692</b>	<b>24 539</b>	<b>30 332</b>	<b>34 092</b>
<b>ИТОГО ПАССИВЫ</b>	<b>23 536</b>	<b>25 982</b>	<b>28 814</b>	<b>32 107</b>	<b>38 053</b>	<b>42 274</b>

## Приложение 3

Таблица создания/выбытия клиентской базы «Объекта»

Год создания	2004			2005			31.12.2005	31.12.2005	31.12.2005	Кривая выбытия
	В	С	% В	В	С	% В	С	Возраст	% В	
2005				3	45	6,7%	42	0-1	3,8%	96,2%
2004	0	33	0,0%	0	33	0,0%	33	1-2	0,0%	96,2%
2003	0	37	0,0%	4	37	10,8%	33	2-3	10,7%	85,9%
2002	2	19	10,5%	0	17	0,0%	17	3-4	2,4%	83,8%
2001	1	24	4,2%	3	23	13,0%	20	4-5	6,9%	77,9%
2000	2	49	4,1%	8	47	17,0%	39	5-6	16,7%	65,0%
1999	4	25	16,0%	3	21	14,3%	18	6-7	10,7%	58,0%
1998	3	35	8,6%	10	32	31,3%	22	7-8	18,6%	47,2%
1997	3	38	7,9%	9	35	25,7%	26	8-9	17,3%	39,0%
1996	0	17	0,0%	1	17	5,9%	16	9-10	4,9%	37,1%
1995	1	24	4,2%	2	23	8,7%	21	10-11	17,1%	30,8%
1994	5	18	27,8%	0	13	0,0%	13	11-12	0,0%	30,8%
1993	0	23	0,0%	4	23	17,4%	19	12-13	13,2%	26,7%
1992	1	15	6,7%	1	14	7,1%	13	13-14	4,3%	25,6%
1991	0	9	0,0%	1	9	11,1%	8	14-15	9,1%	23,3%
1990	1	13	7,7%	4	12	33,3%	8	15-16	33,3%	15,5%
<b>Итого</b>							<b>348</b>			
<b>Средний возраст С</b>								<b>6,31</b>		

Примечания:

дата оценки – 31 декабря 2005 г;

В – выбывшие, С – существующие, %В – процент в выбывших.

## Приложение 4

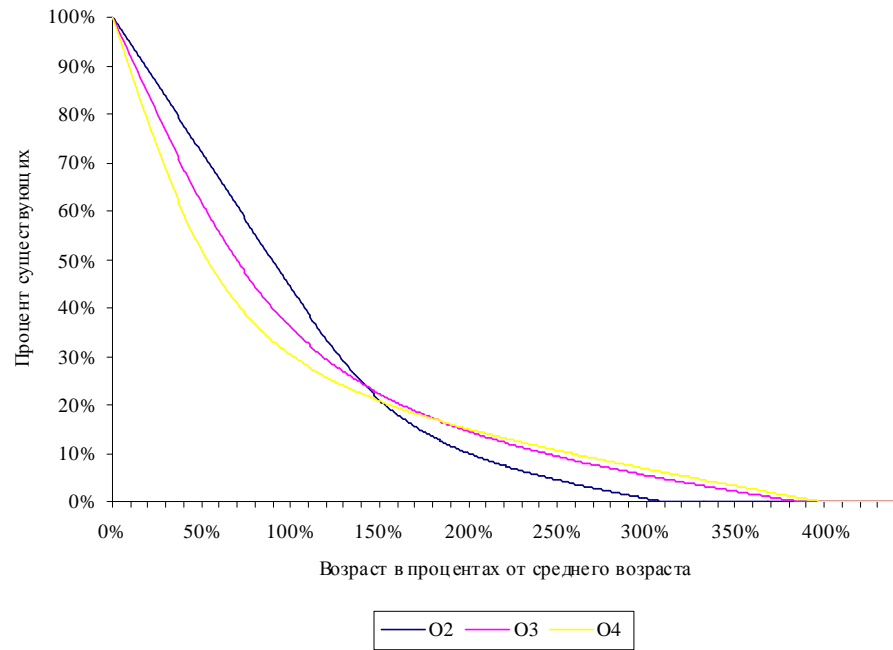
## Кривая выбытия существующей клиентской базы «Объекта»

Кривая Ајю ва	Возраст	31.12.2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
99%	0-1	42	41	39	37	34	31	29	26	23	20	17	15	13	11	9	7	6	5	4	2	1
94%	1-2	33	31	29	27	25	23	20	18	16	14	12	10	9	7	6	5	4	3	2	1	0
88%	2-3	33	31	29	26	24	21	19	17	15	13	11	9	8	6	5	4	3	2	2	1	0
82%	3-4	17	16	14	13	12	11	9	8	7	6	5	4	3	3	2	2	1	1	1	0	0
75%	4-5	20	18	17	15	13	12	10	9	8	6	5	4	4	3	2	2	1	1	1	0	0
68%	5-6	39	35	32	28	25	22	19	16	13	11	9	7	6	5	3	3	2	1	1	0	0
61%	6-7	18	16	14	13	11	10	8	7	6	5	4	3	2	2	1	1	1	0	0	0	0
55%	7-8	22	20	17	15	13	11	9	8	6	5	4	3	2	2	1	1	1	0	0	0	0
48%	8-9	26	23	20	17	15	12	10	8	7	5	4	3	2	2	1	1	1	0	0	0	0
42%	9-10	16	14	12	10	9	7	6	5	4	3	2	2	1	1	1	0	0	0	0	0	0
36%	10-11	21	18	15	13	11	9	7	6	5	3	3	2	1	1	1	0	0	0	0	0	0
31%	11-12	13	11	9	8	6	5	4	3	2	2	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
26%	12-13	19	16	13	11	9	7	6	4	3	2	2	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0
22%	13-14	13	11	9	7	6	4	3	3	2	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
18%	14-15	8	7	5	4	3	2	2	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
14%	15-16	8	6	5	4	3	2	2	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Существующие клиенты</b>		<b>348</b>	<b>315</b>	<b>282</b>	<b>249</b>	<b>219</b>	<b>190</b>	<b>164</b>	<b>140</b>	<b>118</b>	<b>99</b>	<b>81</b>	<b>67</b>	<b>54</b>	<b>43</b>	<b>34</b>	<b>26</b>	<b>20</b>	<b>15</b>	<b>11</b>	<b>4</b>	<b>1</b>
<b>Кривая сущ. клиентов (на конец года)</b>			<b>91%</b>	<b>81%</b>	<b>72%</b>	<b>63%</b>	<b>55%</b>	<b>47%</b>	<b>40%</b>	<b>34%</b>	<b>28%</b>	<b>23%</b>	<b>19%</b>	<b>15%</b>	<b>12%</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>
<b>Кривая сущ. клиентов (на серед. года)</b>			<b>95%</b>	<b>86%</b>	<b>76%</b>	<b>67%</b>	<b>59%</b>	<b>51%</b>	<b>44%</b>	<b>37%</b>	<b>31%</b>	<b>26%</b>	<b>21%</b>	<b>17%</b>	<b>14%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>2%</b>	<b>1%</b>

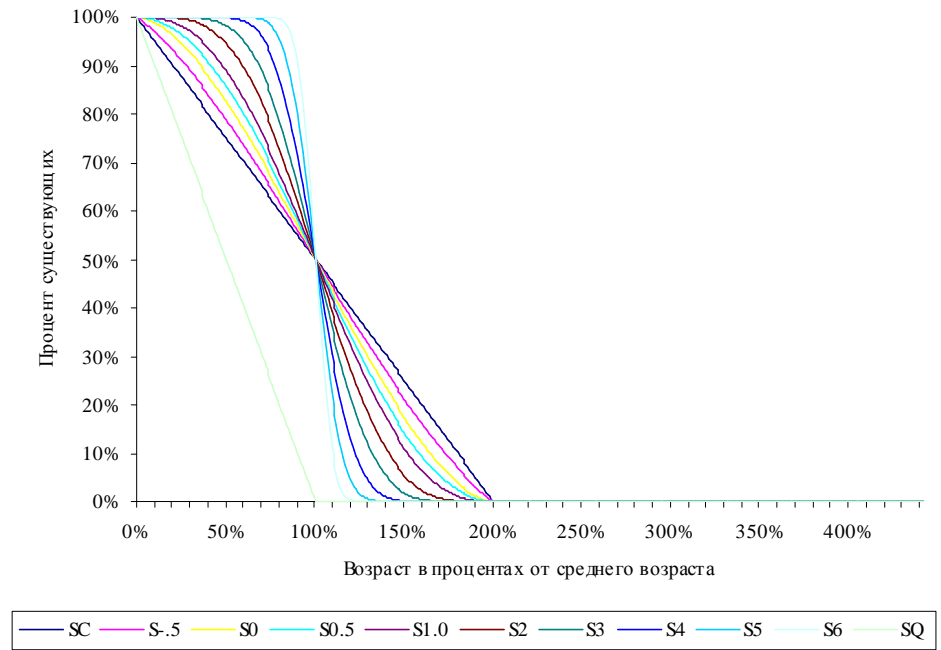
Примечание: дата оценки – 31 декабря 2005 г.

**Приложение 5**  
**Кривые Айова**

Началомодальные кривые (O)



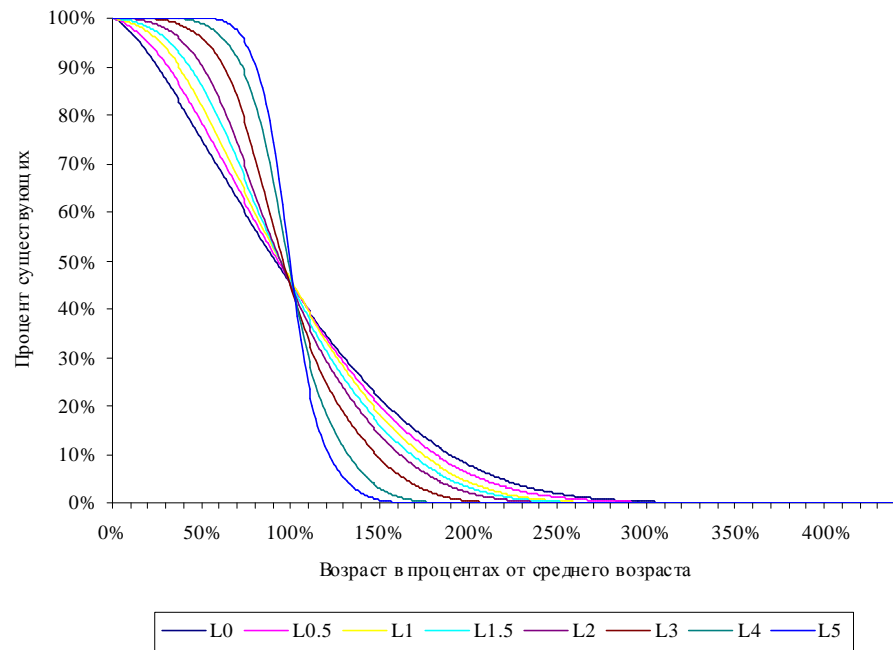
Симметричные кривые (S)



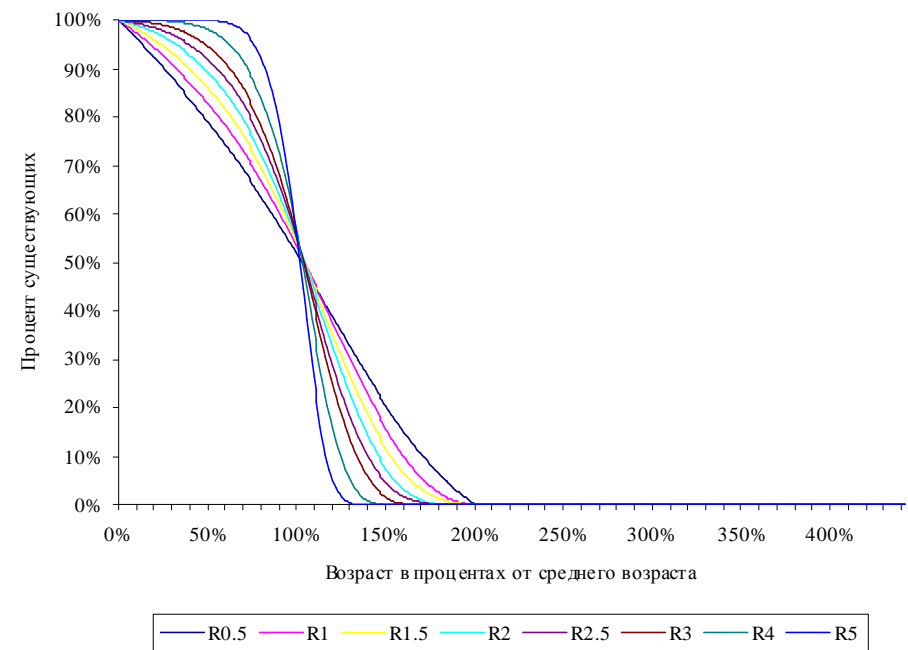
## Приложение 5 (продолжение)

## Кривые Айова

Левомодальные кривые (L)



Правомодальные кривые (R)



## Приложение 6

## Расчет доли участия «других» активов

(Все в ден. ед., если не указано иное)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Выручка	14 836	17 263	20 392	33 446	38 781	42 659	46 925	51 618	56 779	62 457	68 078	73 525	78 671	83 392	87 561	91 939	96 536	101 363	106 431	111 753	
ЕВИТДА <sup>(*)</sup> – все клиенты	9 172	10 545	12 609	14 989	15 550	17 105	18 815	20 697	22 766	25 043	25 935	26 540	26 824	26 766	26 353	27 670	29 054	30 507	32 032	33 633	
ЕВИТДА маржа	62%	61%	62%	45%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	38%	36%	34%	32%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	
ЕВИТДА – средняя	22 630																				
ЕВИТДА маржа – средняя	39,55%																				
ЕВИТДА – существ. клиенты	8 738	9 041	9 621	10 083	9 134	8 693	8 188	7 647	7 069	6 462	5 504	4 585	3 728	2 953	2 277	1 846	1 494	1 102	667	186	
<b>Доля участия других активов:</b>																					
<b>Основные средства</b>																					
Текущая стоимость <sup>(*)</sup>	1 260																				
Стоимость собственного капитала	10,34%																				
Поправка	-1,00%																				
Ставка дисконтирования	9,34%																				
ОСПИ, лет	10																				
Ставка налога на прибыль	39%																				
Гипотетический платеж	232																				
Гипотетический платеж в % от ЕВИТДА	1,02%																				
Гипотетический платеж (в % от ЕВИТДА сущ. кл-в)		90	93	99	103	94	89	84	78	72	66	56	47	38	30	23	19	15	11	7	2
<b>Оборотный капитал</b>																					
Доля чистого оборотного капитала в выручке <sup>(**)</sup>	14,69%																				
ЕВИТДА маржа – средняя	39,55%																				
Доля чистого оборотного капитала в ЕВИТДА	37,15%																				
Стоимость кр. сроч. кредитов компаний-аналогов	4,50%																				
Гипотетический платеж в % от ЕВИТДА	1,67%																				
Гипотетический платеж (в % от ЕВИТДА сущ. кл-в)		146	151	161	169	153	145	137	128	118	108	92	77	62	49	38	31	25	18	11	3

Примечания:

<sup>(\*)</sup> – данные взяты из баланса МСФО<sup>(\*\*)</sup> – рассчитано на основе данных за 2005 г.<sup>(\*\*\*)</sup> – расчет см. в приложении 7

## Приложение 6 (продолжение)

### Расчет доли участия «других» активов

(Все в ден. ед., если не указано иное)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
<b>Рабочая сила</b>																					
Текущая стоимость <sup>(*)</sup>	5 208																				
Стоимость собственного капитала	10,34%																				
Поправка	0,00%																				
Ставка дисконтирования	10,34%																				
ОСПИ, лет	20																				
Ставка налога на прибыль	39%																				
Гипотетический платеж	810																				
Гипотетический платеж в % от EBITDA	3,58%																				
Гипотетический платеж (в % от EBITDA сущ. кл-в)		313	324	344	361	327	311	293	274	253	231	197	164	133	106	82	66	53	39	24	7
<b>Технологическое ядро</b>																					
Ставка роялти в % от выручки (компания-аналог)	0,50%																				
EBITDA маржа – средняя	39,55%																				
Ставка роялти в % от EBITDA	1,26%																				
Ставка роялти (в % от EBITDA сущ. кл-в)		110	114	122	127	115	110	103	97	89	82	70	58	47	37	29	23	19	14	8	2
<b>Технология c-Tools</b>																					
Ставка роялти в % от выручки (компания-аналог)	0,70%																				
EBITDA маржа – средняя	39,55%																				
Ставка роялти в % от EBITDA	1,77%																				
Ставка роялти (в % от EBITDA сущ. кл-в)		155	160	170	178	162	154	145	135	125	114	97	81	66	52	40	33	26	20	12	3
<b>Бренд GESLUND</b>																					
Ставка роялти в % от выручки (компания-аналог)	0,50%																				
EBITDA маржа – средняя	39,55%																				
Ставка роялти в % от EBITDA	1,26%																				
Ставка роялти (в % от EBITDA сущ. кл-в)		110	114	122	127	115	110	103	97	89	82	70	58	47	37	29	23	19	14	8	2
<b>Итого доля участия других активов</b>		<b>924</b>	<b>956</b>	<b>1 017</b>	<b>1 066</b>	<b>966</b>	<b>919</b>	<b>866</b>	<b>809</b>	<b>747</b>	<b>683</b>	<b>582</b>	<b>485</b>	<b>394</b>	<b>312</b>	<b>241</b>	<b>195</b>	<b>158</b>	<b>117</b>	<b>71</b>	<b>20</b>

Примечания:

(\*) – данные взяты из баланса МСФО

(\*\*) – рассчитано на основе данных за 2005г.

(\*\*\*) – расчет см. в приложении 7

## Приложение 7

## Расчет стоимости рабочей силы

Отдел	Число сотрудников	Сред. годовая з/пл всех сотр., ден. ед.	Социальные надбавки	Сред. годовые выплаты всех сотр., ден. ед.	Стоимость найма всех сотр., ден. ед.	Стоимость обучения всех сотр., ден. ед.	Потери в период неполной эфф-ти	Издержки периода неполной эфф-ти
		А	Б	В	Г	Д	Е	Ж
Правление	4	1 020	15%	1 173	320	17	3%	29
Администрация	7	399	15%	459	84	28	8%	38
Отдел НИОКР	55	4 730	25%	5 913	605	419	8%	493
Отдел продаж	48	3 072	25%	3 840	720	232	7%	256
Отдел информатики	78	7 254	25%	9 068	1 014	807	10%	907
Отдел обслуживания	59	3 658	25%	4 573	472	414	5%	229
<b>Итого</b>	<b>251</b>	<b>20 133</b>		<b>25 024</b>	<b>3 215</b>	<b>1 916</b>		<b>1 952</b>
Итого альтернативные издержки <sup>(*)</sup>		7 083						
минус: Налог @ 39 %		-2 762						
плюс: Налоговое преимущество @ 39 %		887						
<b>Стоимость рабочей силы</b>		<b>5 208</b>						

Примечания:

<sup>(\*)</sup> альтернативные издержки = Г + Д + Ж

А, Б, Г, Д, Е – информация менеджмента

$V = A * (1+B)$

$Ж = B * E$



## Приложение 8

## Расчет рыночной стоимости клиентской базы «Объекта» методом MEEM

(Все в ден. ед., если не указано иное)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
<b>Выручка</b>	<b>14 836</b>	<b>17 263</b>	<b>20 392</b>	<b>33 446</b>	<b>38 781</b>	<b>42 659</b>	<b>46 925</b>	<b>51 618</b>	<b>56 779</b>	<b>62 457</b>	<b>68 078</b>	<b>73 525</b>	<b>78 671</b>	<b>83 392</b>	<b>87 561</b>	<b>91 939</b>	<b>96 536</b>	<b>101 363</b>	<b>106 431</b>	<b>111 753</b>	
Темп прироста выручки						10%	10%	10%	10%	10%	9%	8%	7%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
EBITDA <sup>(*)</sup> – все клиенты	9 172	10 545	12 609	14 989	15 550	17 105	18 815	20 697	22 766	25 043	25 935	26 540	26 824	26 766	26 353	27 670	29 054	30 507	32 032	33 633	
EBITDA маржа	62%	61%	62%	45%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	38%	36%	34%	32%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	
Коэффициенты выбытия	95%	86%	76%	67%	59%	51%	44%	37%	31%	26%	21%	17%	14%	11%	9%	7%	5%	4%	2%	1%	
<b>EBITDA <sup>(*)</sup> – существ. клиенты</b>	<b>8 738</b>	<b>9 041</b>	<b>9 621</b>	<b>10 083</b>	<b>9 134</b>	<b>8 693</b>	<b>8 188</b>	<b>7 647</b>	<b>7 069</b>	<b>6 462</b>	<b>5 504</b>	<b>4 585</b>	<b>3 728</b>	<b>2 953</b>	<b>2 277</b>	<b>1 846</b>	<b>1 494</b>	<b>1 102</b>	<b>667</b>	<b>186</b>	
Минус доля участия других активов <sup>(**)</sup> :																					
Материальные активы																					
Основные средства	1,02%	-90	-93	-99	-103	-94	-89	-84	-78	-72	-66	-56	-47	-38	-30	-23	-19	-15	-11	-7	-2
Оборотный капитал	1,67%	-146	-151	-161	-169	-153	-145	-137	-128	-118	-108	-92	-77	-62	-49	-38	-31	-25	-18	-11	-3
Нематериальные активы																					
Рабочая сила	3,58%	-313	-324	-344	-361	-327	-311	-293	-274	-253	-231	-197	-164	-133	-106	-82	-66	-53	-39	-24	-7
Технологическое ядро	1,26%	-110	-114	-122	-127	-115	-110	-103	-97	-89	-82	-70	-58	-47	-37	-29	-23	-19	-14	-8	-2
Технология с-Tools	1,77%	-155	-160	-170	-178	-162	-154	-145	-135	-125	-114	-97	-81	-66	-52	-40	-33	-26	-20	-12	-3
Брэнд GESUND	1,26%	-110	-114	-122	-127	-115	-110	-103	-97	-89	-82	-70	-58	-47	-37	-29	-23	-19	-14	-8	-2
<b>Итого для участия других активов</b>	<b>-924</b>	<b>-956</b>	<b>-1 017</b>	<b>-1 066</b>	<b>-966</b>	<b>-919</b>	<b>-866</b>	<b>-809</b>	<b>-747</b>	<b>-683</b>	<b>-582</b>	<b>-485</b>	<b>-394</b>	<b>-312</b>	<b>-241</b>	<b>-195</b>	<b>-158</b>	<b>-117</b>	<b>-71</b>	<b>-20</b>	
<b>Скорректированная прибыль</b>	<b>7 814</b>	<b>8 085</b>	<b>8 603</b>	<b>9 016</b>	<b>8 168</b>	<b>7 774</b>	<b>7 322</b>	<b>6 839</b>	<b>6 321</b>	<b>5 778</b>	<b>4 922</b>	<b>4 100</b>	<b>3 334</b>	<b>2 641</b>	<b>2 036</b>	<b>1 651</b>	<b>1 336</b>	<b>985</b>	<b>596</b>	<b>166</b>	
Налог на прибыль @ 39 %	-3 047	-3 153	-3 355	-3 516	-3 185	-3 032	-2 856	-2 667	-2 465	-2 254	-1 919	-1 599	-1 300	-1 030	-794	-644	-521	-384	-233	-65	
<b>Чистая прибыль</b>	<b>4 766</b>	<b>4 932</b>	<b>5 248</b>	<b>5 500</b>	<b>4 982</b>	<b>4 742</b>	<b>4 466</b>	<b>4 172</b>	<b>3 856</b>	<b>3 525</b>	<b>3 002</b>	<b>2 501</b>	<b>2 033</b>	<b>1 611</b>	<b>1 242</b>	<b>1 007</b>	<b>815</b>	<b>601</b>	<b>364</b>	<b>101</b>	
Амортизация клиентской базы	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	
Налоговое преимущество (недиск.) @ 39 %	754	754	754	754	754	754	754	754	754	754	754	754	754	754	754	754	754	754	754	754	
<b>Денежный поток</b>	<b>5 520</b>	<b>5 686</b>	<b>6 002</b>	<b>6 254</b>	<b>5 736</b>	<b>5 496</b>	<b>5 220</b>	<b>4 926</b>	<b>4 610</b>	<b>4 279</b>	<b>3 756</b>	<b>3 255</b>	<b>2 787</b>	<b>2 365</b>	<b>1 996</b>	<b>1 761</b>	<b>1 569</b>	<b>1 355</b>	<b>1 118</b>	<b>855</b>	
Факторы дисконтирования	0,9477	0,8512	0,7646	0,6867	0,6168	0,5540	0,4976	0,4470	0,4014	0,3606	0,3239	0,2909	0,2613	0,2347	0,2108	0,1893	0,1701	0,1527	0,1372	0,1232	
<b>Дисконтированный денежный поток</b>	<b>5 232</b>	<b>4 840</b>	<b>4 589</b>	<b>4 295</b>	<b>3 538</b>	<b>3 045</b>	<b>2 598</b>	<b>2 202</b>	<b>1 851</b>	<b>1 543</b>	<b>1 217</b>	<b>947</b>	<b>728</b>	<b>555</b>	<b>421</b>	<b>333</b>	<b>267</b>	<b>207</b>	<b>153</b>	<b>105</b>	
<b>Рыночная стоимость клиентской базы</b>	<b>38 665</b>																				

Примечания:

\* – прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации

(\*\*) – в процент от EBITDA

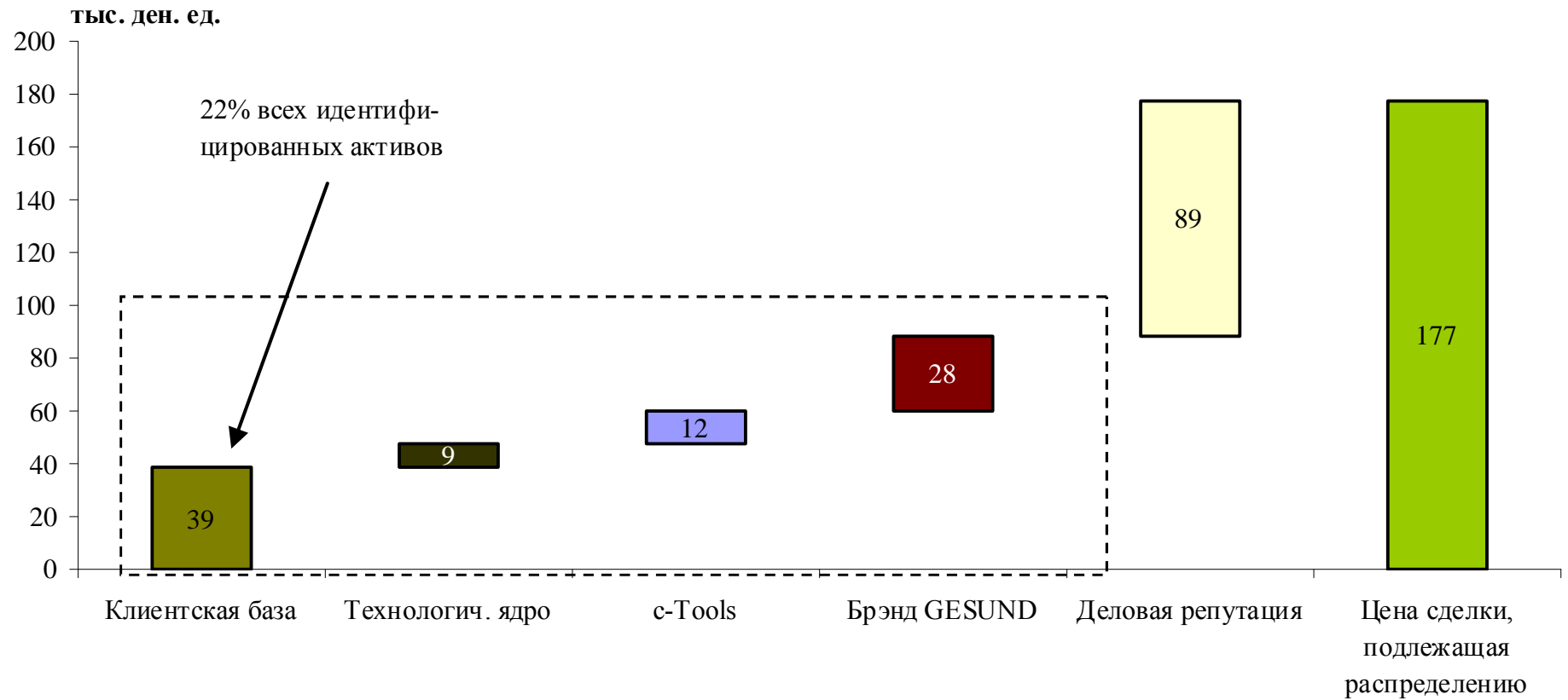
## Приложение 9

## Расчет амортизации клиентской базы «Объекта»

<i>(Все в ден. ед., если не указано иное)</i>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Рыночная стоимость клиентской базы ОСПИ, лет	38 665																			
	20																			
Линейное списание стоимости	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933	1 933
Остаточная стоимость на конец года	36 731	34 798	32 865	30 932	28 998	27 065	25 132	23 199	21 266	19 332	17 399	15 466	13 533	11 599	9 666	7 733	5 800	3 866	1 933	0
Пропорциональное списание стоимости	2 863	2 949	3 113	3 244	2 975	2 851	2 708	2 555	2 391	2 219	1 948	1 688	1 446	1 227	1 035	913	814	703	580	444
Остаточная стоимость на конец года	35 801	32 852	29 739	26 496	23 520	20 670	17 962	15 407	13 016	10 797	8 849	7 161	5 715	4 488	3 453	2 540	1 726	1 023	444	0

## Приложение 10

## Доля клиентской базы «Объекта» в цене сделки по объединению



## Приложение 11

## Выведение относительной агрегированной поправки к стоимости собственного капитала

<i>(Все в ден. ед., если не указано иное)</i>	2006	2007	2008	2009	2010	Постпрогн. период
Выручка	16,485	19,181	22,658	37,162	43,090	
(Себестоимость) <sup>(*)</sup>	-2,793	-3,224	-3,737	-7,621	-8,361	
<b>Валовая прибыль</b>	13,692	15,957	18,921	29,541	34,729	
<i>Валовая маржа</i>	83%	83%	84%	79%	81%	
(Расходы на продажу)	-1,326	-1,607	-1,861	-4,883	-6,613	
(Административные расходы)	-2,100	-2,544	-2,947	-7,732	-10,471	
<b>ЕВИТДА <sup>(**)</sup></b>	10,265	11,806	14,113	16,926	17,645	
<i>ЕВИТДА маржа</i>	62%	62%	62%	46%	41%	
Амортизация	-63	-60	-57	-54	-51	
<b>ЕВТ <sup>(***)</sup></b>	10,202	11,747	14,056	16,872	17,594	
<i>ЕВТ маржа</i>	62%	61%	62%	45%	41%	
Налог на прибыль	-2,449	-2,819	-3,373	-4,049	-4,222	
<b>Чистая прибыль</b>	7,754	8,927	10,683	12,823	13,371	
<i>Чистая маржа</i>	47%	47%	47%	35%	31%	
Плюс: амортизация	63	60	57	54	51	
Плюс/(минус): изменение СОК	-243	-269	-297	-328	-362	
Минус: Инвестиции	-63	-60	-57	-54	-51	
<b>Денежный поток</b>	7,511	8,659	10,386	12,495	13,009	194,468
WACC @ 8,61%	0,9207	0,8477	0,7805	0,7187	0,6617	0,6617
Диск. денежный поток	6,915	7,340	8,107	8,979	8,608	128,677
Стоимость (прогноз. период)	39,950					
Стоимость (постпрогноз. период) @ 1.8% рост	128,677					
<b>Стоимость бизнеса</b>	<b>168,626</b>					
Премия за контроль	10%					
Скидка за меньшую ликвидность	30%					
<b>Рыночная стоимость бизнеса</b>	<b>129,842</b>					
Ставка дисконтирования (с учетом премий и скидок)	10,54%					
Относительная агрегированная поправка к исходному WACC	22,42%					

Примечания:

<sup>(\*)</sup> – не включая амортизацию

<sup>(\*\*)</sup> – прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации

<sup>(\*\*\*)</sup> – прибыль до уплаты налогов