



Д.В. ТИХОМИРОВ

*Дмитрий Викторович ТИХОМИРОВ* — кандидат экономических наук, докторант кафедры финансов СПбГЭУ.

В 2005 г. окончил факультет финансовых, кредитных и международных экономических отношений СПбГУЭФ.

Имеет более 50 публикаций, автор 4 учебных пособий, 3 монографий, в том числе в соавторстве.

Сфера научных интересов — оценка стоимости бизнеса при слияниях и поглощениях, использование оценочных показателей в финансовой отчетности.



## **ВОПРОСЫ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ТРЕБУЕМОЙ ДОХОДНОСТИ УЧАСТВУЮЩИХ АКТИВОВ В ОЦЕНКЕ НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ ПРИ ПРИОБРЕТЕНИИ БИЗНЕСА**

### **Введение**

Оценка нематериальных активов является одной из наиболее специфических областей оценки, зачастую включающих ряд предположений и экспертных суждений.

При оценке нематериальных активов в целях отражения их стоимости в финансовой отчетности возникает дополнительный вопрос: возможно ли в принципе признание конкретного нематериального актива на балансе организации? Для ответа на этот вопрос необходимо рассмотреть, в каких случаях возникают те или иные активы в финансовой отчетности организации и сложившиеся критерии признания нематериальных активов в соответствии со стандартами учета и составления отчетности.

Традиционно нематериальные активы в финансовой отчетности признаются в одной из трех ситуаций:

- при приобретении конкретного нематериального актива. Данная ситуация является наиболее простой, так как при этом должна быть известна цена, уплачиваемая за актив, которая и будет использоваться для отражения стоимости в отчетности. Лишь затем, в конце первого отчетного периода или в последующие отчетные периоды, стоимость актива может быть скорректирована при наличии обесценения. Следует отметить, что сделки купли-продажи конкретных нематериальных активов (в частности, технологии производства, товарного знака, отношений с покупателями) довольно редки, особенно в отечественной практике;

- при первом применении стандартов отчетности, например при переходе компании на МСФО. При этом возможности признания нематериального актива по справедливой стоимости, отличной от балансовой стоимости по данным бухгалтерского учета, довольно ограничены. Например, согласно МСФО 1 «Первое применение МСФО», при приобретении компании, обладающей лицензией на добычу полезных ископаемых, приобретающая компания не может оценить и признать данный актив по справедливой стоимости как актив в бухгалтерском балансе. Вероятно, данное требование призвано уменьшить количество переоценок и завышения балансовых данных при отсутствии реальных сделок;

- при приобретении бизнеса и оценке активов в целях распределения цены приобретения и расчете гудвилла как остаточной величины между уплаченной ценой и стоимостью приобретенных чистых активов.

Последняя ситуация возникновения на балансе значительного нематериального актива является наиболее распространенной как в отечественной, так и западной практике и будет подробнее рассмотрена в данной статье.

### **Выделение нематериальных активов при приобретении бизнеса**

Как известно, 2005–2007 гг. характеризовались активным ростом рынка слияний и поглощений отечественных и зарубежных компаний. При этом компании зачастую уплачивали существенные премии за приобретение в ожидании будущих синергических эффектов, реализации новых стратегий. Таким образом, на балансе компаний могли возникать существенные нематериальные активы, и в частности гудвилл.

Рассмотрим основные факторы данных премий за приобретение:

- ожидание будущих синергических эффектов, выгоды от заключенных контрактов с покупателями, сложившиеся отношения с покупателями, сложившаяся система организации маркетинговых действий и дистрибуции, сбыта продукции, усиление позиции по отношению к ряду поставщиков;
- наличие у приобретаемой компании квалифицированного персонала, налаженных деловых связей внутри коллектива и с третьими сторонами;
- высокая организация бизнес-процессов, известный товарный знак, технология производства, налаженные процессы управления, документооборот и система внутренних контролей;
- возможность реализации новых стратегий: увеличение доли внутреннего рынка, выход на другие рынки, модификация продукта.

Согласно требованиям стандартов учета и отчетности и устоявшейся практике ряд данных факторов можно выделить и оценить в качестве нематериальных активов, другие же выделить из уплачиваемой премии за приобретение и оценить достоверно не представляется возможным, и они считаются неотделимыми от гудвилла.

Так, международная консалтинговая компания Ernst&Young в 2009 г. провела анализ более 700 сделок по приобретению бизнеса на предмет обзора нематериальных активов, признанных вследствие сделок. В результате было обнаружено следующее распределение стоимости приобретаемого бизнеса: 30 % было отнесено на стоимость основных средств, финансовых и других внеоборотных и оборотных активов, 23 — на стоимость нематериальных активов, 47 % признано в качестве гудвилла [1, р. 1].

Очевидно, что наличие значительного гудвилла по результатам первоначального анализа сделки может иметь следующие причины:

- чрезмерная премия за приобретение, которая должна быть списана в результате тестирования гудвилла на предмет обесценения в конце отчетного периода или в следующем периоде;
- недооценка основных средств, других внеоборотных активов, что требует пересмотра их оценки и корректировки гудвилла соответственно;
- наличие нематериальных активов, неотделимых от гудвилла, достоверная оценка которых не представляется возможной;
- наличие нематериальных активов, которые не были выделены, либо недооценка выявленных нематериальных активов, что требует пересмотра активов и их оценки.

Согласно опыту наличие значительного гудвилла действительно зачастую объясняется непризнанным нематериальным активом, который невозможно достоверно оценить (например, наличием права на аренду земельного участка у агрохолдинга) или который не отвечает критериям признания нематериальных активов по стандартам отчетности (например, наличие бэклога в тяжелом машиностроении или квалифицированного персонала в консультационной фирме).

В данном же случае нас интересует последняя причина значительного гудвилла, возможность выделения из суммы гудвилла конкретных нематериальных активов и признания их по справедливой стоимости в финансовой отчетности.

В настоящий момент наибольшее распространение получило применение МСФО и ОПБУ США для составления консолидированной отчетности. Выделим основные стандарты МСФО, которые принимаются во внимание при выделении и оценке нематериальных активов:

- IFRS 3 Business combinations (МСФО 3 «Объединение бизнеса»);
- IAS 38 Intangible assets (МСФО 38 «Нематериальные активы»);
- IAS 36 Impairment of assets (МСФО 36 «Обесценение активов»).

Среди стандартов ОПБУ США применяются:

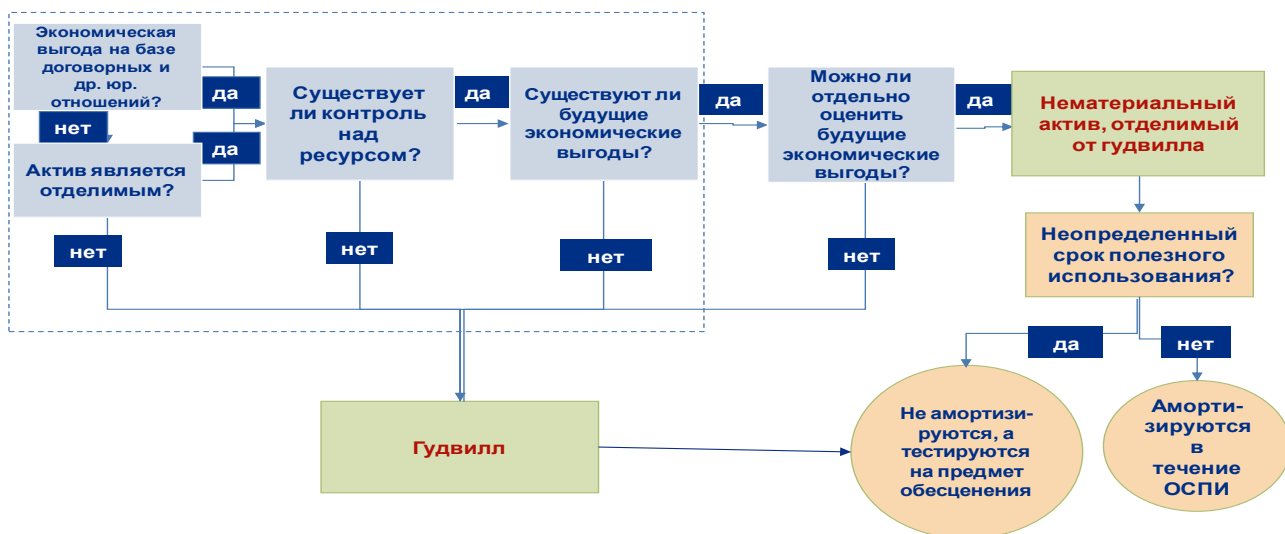
- ASC 805 Business Combinations (бывший стандарт ОПБУ США 141 «Объединение предприятий»);
- ASC 810 Consolidation (ОПБУ США 810 «Консолидация»);

- ASC-350 Intangibles — Goodwill and Other (бывший стандарт ОПБУ США 142 «Гудвилл и другие нематериальные активы»);
- ASC 360 Impairment and Disposal of Long-Lived Assets (Обесценение и выбытие внеоборотных активов).

Согласно устоявшейся практике и требованиям стандартов, например МСФО 38 «Нематериальные активы», нематериальным активом считается актив, у которого отсутствует физическая форма и который должен быть:

- идентифицируемым. Для того чтобы актив считался идентифицируемым, он должен быть отделимым или возникать в результате прав по договору или иных юридических прав, независимо от того, являются ли эти права отделимыми от предприятия;
- немонетарным;
- контролируемым предприятием.

Алгоритм идентификации и выделения нематериальных активов при приобретении бизнеса представлен на рис. 1.



Ист.: анализ компании КПМГ

Рис. 1. Алгоритм выделения нематериальных активов (на примере МСФО)

По приведенному выше исследованию 23 % компаний не признали ни одного нематериального актива при приобретении, большинство (60 %) компаний признали один или два нематериальных актива и менее 20 % компаний признали три или четыре актива. Среди признанных нематериальных активов наиболее часто встречаются активы, связанные с клиентскими отношениями; бренды, товарные знаки и технологии производства соответственно признаны в 44, 31 и 20 % сделок, где был признан по крайней мере один нематериальный актив. Также признаются другие активы, в зависимости от сектора экономики. Таким образом, наиболее популярные активы — клиентские отношения, товарные знаки, технологии.

В силу специфичности данных нематериальных активов применение затратного и сравнительного подходов в оценке является крайне ограниченным, и в подавляющем большинстве случаев применяется методология доходного подхода.

Наиболее частыми методами доходного подхода применительно к оценке нематериальных активов являются метод освобождения от роялти и метод многопериодных избыточных доходов (в версии MEEM — multi-period excess earnings method). Остановимся на основных вопросах, связанных с применением данных методов.

#### Основные методы доходного подхода в оценке нематериальных активов при отражении в финансовой отчетности

Метод освобождения от роялти является наиболее простым и часто применимым к товарным знакам. Для его использования необходимо, главным образом, наличие прогноза выручки или операционной прибыли бизнеса и определение приемлемой ставки роялти для такого актива. Однако применение метода освобождения от роялти осложняется несколькими факторами. Во-первых, отсутствием или широким диапазоном ставок роялти. Во-вторых, наличием нескольких

идентифицированных нематериальных активов, на которые приходится один поток денежных средств, что требует оценки объединенного пучка нематериальных активов с последующей разбивкой или выработки альтернативной методологии.

При наличии нескольких нематериальных активов может потребоваться их стратификация на те, которые можно оценить в рамках сравнительного подхода, или метода освобождения от роялти, и актив или группу активов, совместно генерирующих доходы, который или которые являются наиболее специфичными для бизнеса и которые будут оцениваться по методу многопериодных избыточных доходов. Данный метод применяется в большинстве случаев к оценке устоявшихся взаимоотношений с клиентами, а также технологии производства. Рассмотрим данный метод подробнее.

Метод многопериодных избыточных доходов является одним из методов доходного подхода. Для оценки в рамках данного метода необходимо выделить группу активов, которая включает в себя данный нематериальный актив и другие оборотные и внеоборотные активы и генерирует доходы в будущем. Оценка данного актива осуществляется по методу остатка путем распределения доходностей, приходящихся на другие оборотные и внеоборотные активы из общих доходов или потоков данной группы активов, и последующем дисконтировании остаточного дохода, приходящегося на данный нематериальный актив. Мы будем называть данную доходность других активов группы требуемой доходностью участвующих активов (от англ. contributory asset charge), в литературе можно также встретить более прямой перевод — как доходность контрибуционных активов.

Таким образом, для корректного применения метода необходимо определить сами активы группы и их доходности.

Наиболее распространенными участвующими активами будут оборотный капитал (денежные средства, дебиторская задолженность, запасы, за вычетом кредиторской задолженности и резервов), основные средства (земля, здания, машины, оборудование и пр.), некоторые нематериальные активы (товарные знаки, технологии, программное обеспечение, квалифицированный персонал).

При определении данных участвующих активов необходимо обратить внимание на то, что они не могут (или не предполагается, что будут) генерировать доходы сами по себе, и их наличие обязательно для функционирования бизнеса и использования данного нематериального актива. Например, избыточный участок земли или неоперационные основные средства не должны учитываться как участвующие активы при расчете требуемой доходности — они могут быть оценены и учтены на балансе отдельно.

Иерархию участвующих активов и оцениваемых нематериальных активов и изменение их стоимости в прогнозном периоде можно условно представить на рис. 2 [6, с. 10].

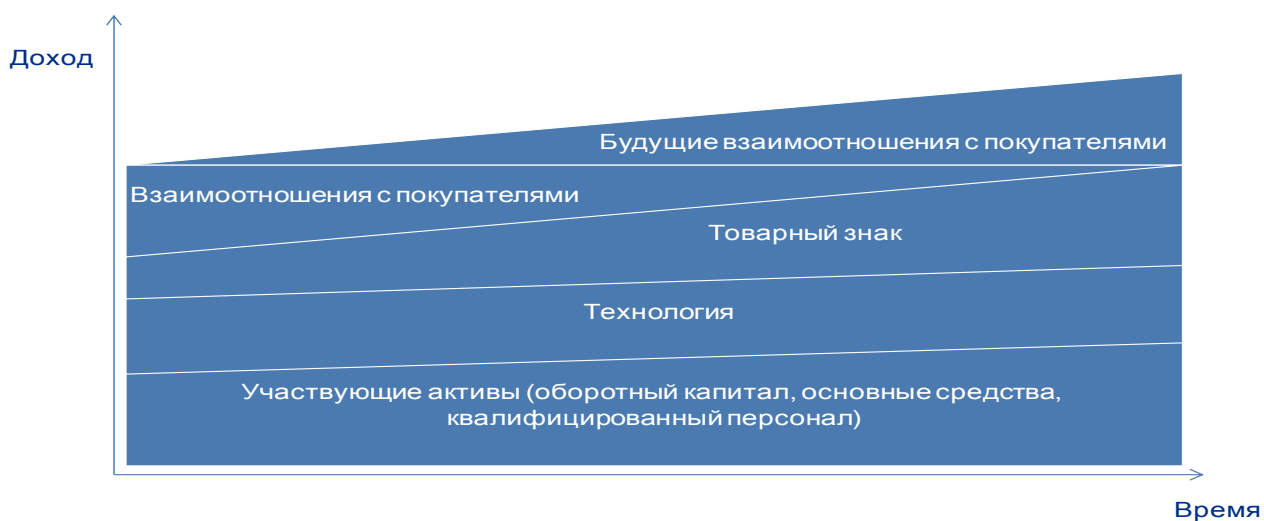


Рис. 2. Изменение стоимости и дохода на идентифицированные участвующие нематериальные активы во времени

Следует обратить внимание на то, что для признания нематериального актива в качестве участвующего актива не обязательно признавать его в качестве актива в финансовой отчетности. Например, квалифицированный персонал не отвечает критериям признания нематериальных активов в финансовой отчетности в МСФО, однако участвует в потоках такого актива, как технология. Таким образом, для оценки стоимости технологии по методу МЕЕМ необходимо оценить стоимость квалифицированного персонала как участвующего актива и определить его требуемую доходность. Отметим, что на практике при предположении о несущественности стоимости какого-либо участвующего актива его стоимость может не определяться. Таким образом, будет определяться «условная» справедливая стоимость нематериального актива по МЕЕМ, которая может быть несколько выше, чем его справедливая стоимость. Компании и их аудиторы могут пренебрегать данным фактом в случае несущественности разницы. Наглядно методика расчета условно представлена на рис. 3.

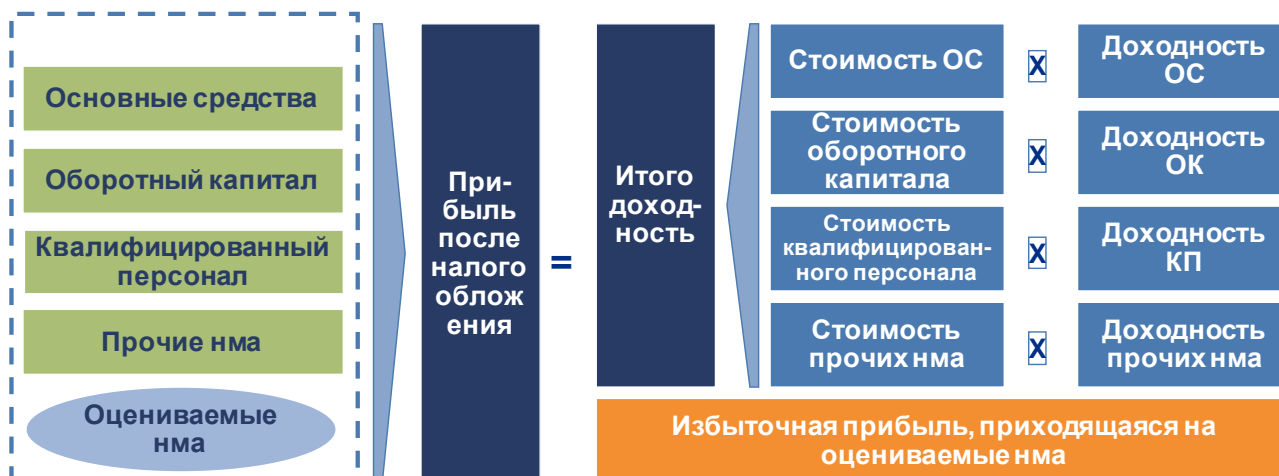


Рис. 3. Методика применения метода МЕЕМ при оценке идентифицированного нематериального актива

Следует отметить, что метод избыточных доходов имеет ряд недостатков, в том числе множество субъективных факторов, применение которых может дать результат, отличный от справедливой стоимости актива, а также предположение о том, что весь остаточный доход приходится на данный нематериальный актив. Таким образом, может быть завышена стоимость данного актива. Данный метод предполагает учет доходностей на различные активы, однако не учитывает синергии таких активов и другие эффекты, которые напрямую не связаны с данным нематериальным активом. Неидентифицированные активы могут присутствовать в сумме гудвилла, как, например: установленные системы, процессы и процедуры; доступ к источникам капитала; политика в области управления затратами; системы управления качеством продукции и др. [7, с. 2–3]

Данные факторы не оцениваются отдельно и не признаются на балансе компаний в качестве активов, соответственно, при существенном их влиянии на деятельность компании необходимо быть осмотрительными в применении метода избыточных доходов для идентифицированного актива, как, например, взаимоотношений с покупателями.

Рассмотрим подробнее данные группы участвующих активов и их доходность.

#### **Доходность на оборотный капитал как участвующий актив**

Очевидно, что оборотный капитал является участвующим активом, поскольку его компоненты напрямую связаны с возможностью бизнеса генерировать денежные потоки. Традиционно в оборотный капитал включаются денежные средства на уровне, необходимом для обеспечения операций, запасы, дебиторская и кредиторская задолженность. Таким образом, используется чистый оборотный капитал, не включающий избыточные денежные средства и заемное финансирование.

Значение используемого оборотного капитала должно быть нормализовано, причем с двух позиций:

- в отправной точке на дату анализа — за счет включения только тех компонентов и в тех объемах, которые необходимы для функционирования нематериального актива;
- в дальнейшем — в прогнозе, в том случае, если на дату анализа значение оборотного капитала было неоптимальным.

Прогноз оптимального значения может быть осуществлен различными методами: через оборачиваемость компонентов (дебиторской задолженности, запасов, кредиторской задолженности) в днях, через отношение итогового значения в процентах к выручке. При этом в качестве оптимального значения могут использоваться нормализованные исторические значения (например, за предыдущие 3–5 лет), значения компаний-аналогов, среднеотраслевые данные. Значение оборотного капитала может быть как положительным, так и отрицательным, если это соответствует модели бизнеса, например в случае существенных авансов выданных (в строительной отрасли). Очевидно, что предположение об отрицательном оборотном капитале будет положительно влиять на прогноз потока и увеличивать стоимость оцениваемого нематериального актива, при этом чем выше требуемая доходность на оборотный капитал, тем больший положительный эффект на стоимость можно будет наблюдать.

Нормализация подразумевает выход на оптимальные уровни именно для конкретного актива и бизнеса, а не очищение от единовременных операций, как это обычно принято. При значительном различии оборотного капитала компании с целевым среднеотраслевым или средним историческим уровнем необходимо провести анализ возможности такого перехода. Выход на оптимальные значения оборотного капитала целесообразно закладывать в течение определенного, возможно среднесрочного, периода.

Доходность на оборотный капитал обычно является наименьшей по сравнению с другими активами. Для определения доходности могут использоваться различные источники информации. Наиболее распространенным подходом является использование ставки по имеющимся у компании краткосрочным кредитам в качестве доходности. При этом возможно использование как средней доходности по имеющимся кредитам, так и доходности по последним кредитам, наиболее близким к дате анализа. При отсутствии краткосрочных кредитов у компании можно использовать имеющуюся рыночную информацию, в том числе бюллетени банковской статистики, ставки по краткосрочным (30–90 дней) государственным облигациям. При различии рисков компонентов оборотного капитала возможно проведение анализа по компонентам: например, при значительной неопределенности возмещения дебиторской задолженности может потребоваться анализ должника и корректировка требуемой доходности. В то же время, на наш взгляд, такой подход вряд ли целесообразен, и на практике разумнее списать данную задолженность, применив среднюю доходность с некоторой поправкой к общей сумме оборотного капитала.

Согласно комментариям рабочей группы Appraisal foundation [2, p. 4] использование исключительно ставки заемного капитала является некорректным, так как компании в большинстве случаев финансируют оборотный капитал не только за счет заемного капитала и может потребоваться определение средневзвешенной стоимости заемного и собственного капитала. Представляется, что данный подход привносит дополнительные сложности и вряд ли приводит к существенному повышению качества оценок при несущественной разнице между стоимостью собственного и заемного капитала и предположении о том, что все же большая часть оборотного капитала может быть профинансирована за счет заемных средств.

При расчете требуемой доходности на оборотный капитал следует учитывать именно доходность на среднее значение оборотного капитала за период или на конец периода. Изменения в значении самого оборотного капитала влияют на поток (свободный денежный поток для акционеров, для инвесторов) и, таким образом, учитываются отдельно. Пример расчета представлен в табл. 1.

Таблица 1

**Прогноз значения и требуемой доходности на оборотный капитал как участвующий актив**

Показатель / год, тыс. руб.	Начало периода	2012	2013	2014	2015	2016
Выручка		100,0	104,0	108,2	112,5	117,0
Оборотный капитал, начало периода	15,0	15,0	10,0	10,4	10,8	11,2
Изменение оборотного капитала		(5,0)	0,4	0,4	0,4	0,4
Оборотный капитал, конец периода	10 %	10,0	10,4	10,8	11,2	11,7
Оборотный капитал, среднее значение		12,5	10,2	10,6	11,0	11,5
Доходность	10 %	1,3	1,0	1,1	1,1	1,1
Доходность, % от выручки		1,3	1,0	1,0	1,0	1,0

Данный и последующие примеры в таблицах относительно доходности участвующих активов представлены на основе анализа рабочей группы Appraisal foundation [ibid.].

#### **Доходность на основные средства как участвующие активы**

Основные средства также могут играть значительную роль в обеспечении будущих потоков от использования оцениваемого нематериального актива. Основные средства в данном случае включают землю, здания, сооружения, машины, оборудование, незавершенное строительство и оборудование к установке, отдельно — активы в финансовом лизинге, также к ним могут быть отнесены авансы, выданные за основные средства, инвестиционное имущество, несмотря на то, что на это нет четких указаний в стандартах отчетности и оценки.

Поскольку большинство групп основных средств подвержено износу (физическому, моральному, экономическому), в прогнозе могут потребоваться затраты на их восполнение за счет капитальных вложений. Значение основных средств также должно быть нормализованным, например с учетом выхода на необходимые мощности в рамках прогнозного периода. У конкретной компании может быть как избыток основных средств, так и недостаток, что потребует корректировки до оптимального уровня за счет исключения из базы начисления требуемых доходов или увеличения стоимости основных средств соответственно. При прогнозировании необходимо отслеживать изменение справедливой стоимости основных средств, возможен анализ оборачиваемости или отдачи активов и сравнение с историческими данными компании или данными компаний-аналогов.

При анализе, помимо выделения операционных и неоперационных основных средств, возможно отдельное рассмотрение стоимости земли. Во-первых, такой актив, как земля, не подвержен износу и не амортизируется. Во-вторых, земля является значительно менее рискованным и доходным активом: например, если уровень ставки капитализации по офисной недвижимости может достигать 9–12 %, то ставка капитализации по участку земли коммерческого назначения, полученная по методу экстракции, будет составлять в среднем 2–5 %.

Для определения доходности на основные средства также могут использоваться различные подходы и источники информации: ставка по средне- или долгосрочным заемным средствам компании, ставка заимствования по конкретному активу, если может быть определена, для основных средств чаще применяется средневзвешенная стоимость капитала. Ряд компаний, в частности Ernst&Young, Vertex capital, используют мини-WACC, т. е. средневзвешенную стоимость капитала с условно принятым соотношением долга к заемным средствам 60/40, считая такое соотношение оптимальным для финансирования основных средств. Возможен подход использования ставки по долгосрочным займам с некоторой надбавкой за риск вложения в основные средства.

Прогноз требуемой ставки доходности на основные средства как участвующий актив, согласно анализу Appraisal foundation, может быть произведен одним из двух методов:

- в рамках метода среднего годового баланса применяются две ставки: норма возмещения актива как плановая амортизация имеющихся основных средств с учетом капитальных вложений, а также доходность инвестора на среднее значение основных средств в периодах прогноза. Расходы на возмещение актива используются в расчете доходности на актив;
- метод аннуитетного платежа схож с методом амортизации кредита. В данном методе доходность участвующего актива в каждом году прогнозируется как будущие доходности за оставшиеся прогнозные годы и включает общую ставку возмещения стоимости основных средств и доходности на них. Несмотря на различие в расчете доходностей в каждый конкретный год, метод также основан на требуемой доходности на существующие активы и будущие капитальные вложения [подробнее см.: ibid, p. 43–44].

Упрощенно механику расчета по первому методу можно представить в табл. 2.

#### **Доходность на нематериальные активы как участвующие активы**

Нематериальные активы, так же как оборотный капитал и основные средства, могут участвовать в генерации будущих потоков от оцениваемого нематериального актива. При этом, помимо признаваемых в отчетности нематериальных активов, таких как товарный знак, программное обеспечение и др., оказывать влияние на потоки могут и нематериальные активы, которые не отвечают критериям признания в финансовой отчетности. В частности, это относится к квалифицированному персоналу. Гудвилл не может трактоваться как участвующий актив,

поскольку его включение в состав участвующих активов приводило бы к парадоксу — снижению стоимости других, идентифицируемых активов за счет высокой требуемой доходности гудвилла.

Таблица 2

**Механика метода избыточного дохода: доходность и возмещение стоимости участвующего актива — основных средств**

Показатель / год, тыс. руб.		2012	2013	2014	2015	2016
Стоимость участвующего актива	100					
Срок полезного использования, лет	5					
Ставка дисконтирования	20 %					
Стоимость основных средств, начало периода		100,0	80,0	60,0	40,0	20,0
Амортизация		20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Стоимость основных средств, конец периода		80,0	60,0	40,0	20,0	—
Средний баланс		90,0	70,0	50,0	30,0	10,0
Требуемая доходность	20 %	18,0	14,0	10,0	6,0	2,0
Возмещение актива		20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Итого требуемая доходность		38,0	34,0	30,0	26,0	22,0
Период дисконтирования		0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
Фактор дисконтирования		0,9	0,8	0,6	0,5	0,4
Текущая стоимость		34,7	25,9	19,0	13,7	9,7
Итого текущая стоимость		103,0				

При наличии значительного гудвилла и понимании того, что в сумме гудвилла присутствуют некоторые нематериальные активы, которые не отвечают критериям признания или не поддаются достоверной оценке, целесообразно все же выделить их из общей суммы, приведя анализ чувствительности итоговой стоимости к стоимости такого нематериального актива. Если все же такой участвующий актив достоверно оценить невозможно, можно рассмотреть другой метод учета доходности такого актива: например, корректировки прогнозных потоков с целью распределения части потока на такой актив и уменьшения стоимости оцениваемого нематериального актива.

Например, при оценке участвующего актива по методу освобождения от роялти в прогнозе потоков оцениваемого нематериального актива можно просто вычитать платежи роялти.

Отдельно можно рассмотреть случай, когда компания не предполагает использования участвующего нематериального актива: например, предполагает прекратить использование товарного знака приобретенной компании и распространить на нее свой товарный знак. В случае такой замены необходимо использовать товарный знак приобретателя как участвующий актив, поскольку он предполагается к использованию. При этом новый товарный знак может быть даже сильнее, чем предыдущий, приводить к росту потоков и иметь большую доходность, например через ставку роялти.

Таблица 3

**Прогноз значения и требуемой доходности на квалифицированный персонал как участвующий актив**

Показатель / год, тыс. руб.	Сн	2012	2013	2014	2015	2016
Выручка	100	105,0	111,3	119,1	128,6	140,2
Рост, %		5,0	6,0	7,0	8,0	9,0
Квалифицированный персонал, начало периода	12,0	12,0	12,6	13,4	14,3	15,4
Изменение стоимости		0,6	0,8	0,9	1,1	1,4
Квалифицированный персонал, конец периода		12,6	13,4	14,3	15,4	16,8
Стоимость квалифицированного персонала, среднее значение		12,3	13,0	13,8	14,9	16,1
Доходность	15 %	1,8	1,9	2,1	2,2	2,4
Доходность, % от выручки		1,8	1,7	1,7	1,7	1,7

Для прогноза потоков в таком случае необходимо закладывать не только доходность на актив, но и возмещение самого актива, в качестве чего могут использоваться затраты на маркетинг, рекламу, другие затраты в зависимости от актива.



В том случае, когда участвующий актив оценен по методу освобождения от роялти, в качестве ставки доходности возможно использование ставки роялти. В прогнозе необходимо обращать внимание на вид ставки роялти (валовая или чистая ставка) и закладывать маркетинговые расходы соответственно.

Наибольшую сложность может представлять ситуация, в которой присутствует несколько нематериальных активов, которые необходимо оценить по методу избыточной доходности, например технология производства и взаимоотношения с клиентами. Очевидно, что в данном случае будут возникать циклические ссылки доходности активов друг на друга. Несмотря на то, что данные расчеты можно реализовать на практике, целесообразно избегать таких ситуаций и пытаться разделить потоки и модели, т. е. построить модели независимо друг от друга, либо оценить какой-либо из данных активов с применением других методов (освобождение от роялти, затратный подход, синтетическая оценка роялти в суммовом выражении), оставив для оценки по методу избыточных прибылей только один актив.

Ставка доходности по нематериальным активам обычно выше, чем ставка по оборотному капиталу и основным средствам, поскольку нематериальные активы являются более рискованными и специфичными для бизнеса, т. е. менее ликвидными активами. Поскольку нематериальные активы зачастую финансируются из собственных средств или комбинации собственных и заемных средств, в большинстве случаев целесообразно использовать значение стоимости собственного капитала или средневзвешенной стоимости капитала с надбавкой за риск.

#### **Изменения в стоимости и доходности участвующих активов и проверка результатов**

Как показано выше, доходности участвующих активов — оборотного капитала, основных средств, нематериальных активов — могут существенно различаться между собой. В рамках прогнозного периода можно наблюдать изменение стоимости активов в результате двух факторов:

- во-первых, активы подвержены износу, причем с разной скоростью и разным уровнем возмещения стоимости, что влияет на комбинацию участвующих активов и, следовательно, общий уровень требуемой доходности участвующих активов;
- во-вторых, требуемая доходность сама также может меняться во времени, как, например, плавающая ставка средневзвешенной стоимости капитала.

Для проверки разумности полученных доходностей на участвующие нематериальные активы можно проследить их динамику. В случае зрелого бизнеса доходность будет достаточно стабильной. В случае же бизнеса, находящегося в начальной стадии, вероятно снижение уровня доходности участвующих активов по мере выхода бизнеса на стабильный рост.

Также при распределении цены приобретения и проверке разумности полученных результатов по описанной выше методологии производят сравнение WACC, WARA и IRR. IRR в данном случае выступает наиболее общим понятием, отражающим ожидаемую внутреннюю норму доходности на вложения. Сравнение WACC и WARA заключается в ожидании сопоставимости средневзвешенной стоимости капитала (со стороны пассивов баланса) и средневзвешенной отдачи на активы (активной стороны баланса). В том случае, если ставки существенно отличаются между собой, возможен пересмотр доходностей и стоимости каких-либо активов, в том числе анализ гудвилла на обесценение.

---

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Acquisition accounting — what's next for you? 2009. February. URL: <http://www.ey.com>
2. Best practices for valuations in financial reporting: intangible asset working group — contributory assets. URL: <http://www.appraisalfoundation.org>
3. Defining issues. Appraisal foundation issues guidance on contributory asset charges. 2010. August. N 10–33. URL: <http://www.kpmg.com>
4. Financial executives international. Observations on income approach valuation methods. August 2, 2012, 4 с.
5. Estimating capitalisation rates for the Excess earnings method using public companies. URL: <http://www.aaahq.org>
6. Valuations issues — intangible assets. May 2007. Duff&phelps. URL: <http://www.duffandphelps.com>
7. Financial executives international. 2012. 2 августа. Комментарии к "The Valuation of customer related assets". URL: <http://www.financialexecutives.org>

Данный материал опубликован на сайте  
«РЕПЕТИТОР ОЦЕНЩИКА» <http://dom-khv.ucoz.ru/>,  
который является специализированным ресурсом для студентов-оценщиков

**На сайте «Репетитор оценщика» имеется:**

- [Теоретическая информация по оценке](#)
- [Практическая информация по оценке](#)
- [Учебники для бесплатного скачивания по оценке](#)
- [Актуальные статьи по оценке за 2013-2014 гг.](#)
- [Образцы отчетов оценщиков](#)
- [Готовые дипломные и курсовые работы по оценке](#)
- [Перечень ВУЗов, обучающих на оценщика](#)
- [Форум для студентов оценщиков \(помощь в решении задач по оценке\)](#)

**Внимание:** Оказываем помощь в написании дипломных, курсовых, тестов и контрольных работ по «оценке стоимости любых видов имущества»

Опыт в написании учебных работ по оценке – **более 15 лет!!!**

**Мы специализируемся** на написании учебных работ по дисциплинам:

- Оценка стоимости предприятия (бизнеса)
- Оценка стоимости ценных бумаг (акций, векселей, облигаций)
- Оценка стоимости недвижимости (зданий, земельных участков)
- Оценка стоимости автотранспорта, машин и оборудования
- Оценка стоимости нематериальных активов

По всем вопросам, пишите: [expert.rsa@mail.ru](mailto:expert.rsa@mail.ru)

**[Перейти на сайт «Репетитор оценщика»](#)**