

18+

ЗОЛОТАЯ ДЕБИТОРКА

Как профессиональные кредиторы
превращают долг в актив

Класс А	AA	70-75%	20-35%	60-65%	55-70%
Полностью платёжеспособный	AC	50-75%	65-70%	60-55%	55-60%
Высокий риск	BA	40-55%	60-65%	40-40%	30-60%
Класс В	BB	50-55%	55-50%	40-35%	30-35%
Полностью платёжеспособный	BC	25-30%	30-35%	25-30%	30-30%
Высокий риск	CA	60-10%	40-30%	30-30%	25-15%
Средний риск		3-5%	25-15%	20-10%	20-15%
Низкий риск	DC	10-10%	10-10%	20-10%	0-15%
		3-5%	3-5%	0-15%	0-15%
		0-0%	0-0%	0-15%	0-15%

Иван Рыков

Иван Рыков
Золотая дебиторка. Как
профессиональные кредиторы
превращают долг в актив

<https://litres.ru/74153882>

ISBN 9785007020879

Аннотация

«Золотая дебиторка» — практическое руководство о том, как превратить проблемные долги в управляемый и доходный актив. Иван Рыков показывает, как профессиональные кредиторы анализируют, оценивают, взыскивают и продают долги, превращая убытки в инвестиционные возможности. Книга сочетает реальные кейсы, стратегии взыскания, переговоров и построения рынка долгов как полноценного финансового инструмента.

Содержание

ОБ АВТОРЕ	7
ВВЕДЕНИЕ	9
Глава 1. Долг как инвестиционный актив	15
§1. Краткий исторический экскурс: о роли долга в общественно-экономическом развитии	15
Роль долгов в экономике	18
§2. Рынок долгов	22
Долг как экономическая категория	23
Рынок долгов в широком и узком смысле	26
Организованный рынок долгов и его признаки	28
Объем и динамика рынка долгов	32
Ключевые драйверы развития рынка долгов	34
Структура рынка долгов	37
§3. Долг как инвестиционный актив	40
Почему долг — это не обычный актив	41
Виртуальная природа долга: слабость или преимущество?	42
Дефолтная природа долга: почему проблемность — это норма?	44
Долг как актив со сроком годности	46
Один и тот же долг — разная ценность для разных игроков	48

Инвестиционные стратегии в долговые активы	50
Формы инвестирования в долги	53
Парадокс инвестора: дефолт как точка входа	61
Глава 2. Аналитика и верификация долга	64
§1. Аналитика как обязательный этап работы с возникшим долгом	64
Большой портфель ≠ прибыльный бизнес	65
Долг на бумаге — еще не актив	67
Реальная статистика взыскания ломает иллюзии	69
Почему я не делал аналитику, и почему это не оправдание	71
Взыскание как инвестиционный проект, а не как процесс	72
Ответственность кредитора — тема, о которой не любят говорить	75
§2. Верификация долга: юридическая и экономическая	76
Рынок долгов замусорен: более 95% — это не активы	77
Верификация — это санитарная функция рынка	80
Стандарт верификации долгов как ответ на проблему самоочищения рынка	81
Просуженный и непросуженный долг: разные подходы к верификации	84

Верификация просуженного долга	86
Верификация непросуженного долга	88
§3. Углубленная долговая аналитика: где деньги, и как их достать	93
Много шума, мало денег: почему напор не равен результату	94
Источники погашения долга	96
Конец ознакомительного фрагмента.	107

**Золотая дебиторка
Как профессиональные
кредиторы превращают
ДОЛГ В АКТИВ**

Иван Рыков

© Иван Рыков, 2026

ISBN 978-5-0070-2087-9

Создано в интеллектуальной издательской системе Ridero

ОБ АВТОРЕ

Иван Рыков — профессиональный кредитор, предприниматель и эксперт по работе с проблемными активами.

Более 20 лет занимается взысканием, реструктуризацией и управлением задолженностью. В практике: судебное взыскание, банкротство, субсидиарная ответственность, переговорные кейсы и сделки с долговыми активами. Сформировал системный подход к долгу как к управляемому активу, а не юридической проблеме.

Руководитель образовательной программы НИУ ВШЭ «Организация работы по проблемным активам и взысканию задолженности», направленной на подготовку специалистов и управленцев в сфере долгового рынка.

Директор Ассоциации специалистов по работе с проблемными активами — профессионального объединения участников рынка, включающего кредиторов, инвесторов и экспертов в сфере взыскания и реструктуризации задолженности.

Основатель и идеолог проекта Долг.рф — маркетплейса долгов, развивающего инфраструктуру организованного рынка и формирующего практику купли-продажи долговых активов.

Автор книг «Бизнес на рынке долгов», «Субсидиарная ответственность в Российской Федерации», а также ряда дру-

гих материалов, посвященных работе с задолженностью и развитию долгового рынка.

Основное направление деятельности — построение системной работы с долгами и развитие рынка, на котором задолженность становится ликвидным финансовым инструментом и источником дохода.

ВВЕДЕНИЕ

Долг — это не проблема.

Проблема возникает, если вы не знаете, что с ним делать.

Для кредитора долг — это почти всегда раздражение. Это «зависшие» деньги, которые не работают, кассовые разрывы, сорванные планы, испорченные отношения. Это необходимость тратить время, нервы и ресурсы на взыскание с неопределенным результатом. И в какой-то момент кредитор начинает воспринимать его не как актив, а как бремя, от которого хочется просто избавиться.

Но в этот же самый момент для другого участника рынка этот же долг может быть возможностью. Для инвестора долг — это не убыток, а потенциальная доходность. Не проблема, а возможность. Особенно если долг куплен с дисконтом.

Там, где кредитор видит тупик, инвестор видит точку входа. И именно в этом месте долг превращается из проблемы в актив.

Все началось не с бизнеса.

Все началось с ошибки.

Я дал деньги. Не как профессионал — как человек. Пове-рил, договорился, пожал руку.

И, как вы уже догадались, деньги не вернули.

В тот момент я был типичным неопытным кредитором. Тем самым, который думает, что «со мной так не поступят»,

ровно до тех пор, пока не поступают.

Сначала — обещания.

Потом — переносы сроков.

И наконец — тишина.

В какой-то момент приходит простое и неприятное понимание: денег нет и, скорее всего, не будет.

Но самое интересное я понял чуть позже. Должник не был мошенником. Он тоже «попал» — ему не оплатил услуги заказчик. А вместе с ним «попал» и я.

Конечно, можно было занять жесткую позицию: «Это твои проблемы. Надо было правильно оформлять документы. Иди в суд и взыскивай со своего должника».

Этот первый кейс был для меня болезненным. Но именно он стал точкой входа в профессию. Потому что вместо того, чтобы просто сделать вывод «больше никому не верю», я начал разбираться: кому давать в долг, а также на каких условиях, чтобы потом была возможность заставить вернуть деньги?

С этого момента я перестал быть просто кредитором. Я начал путь профессионального кредитора. И это ключевой момент.

Профессиональный кредитор понимает: он отвечает не только за взыскание, но и за сам факт появления долга. За то, кому он дает деньги, на каких условиях, под какие риски, и какие у него есть сценарии выхода.

Если ты даешь деньги «на доверии», то ты должен осозна-

вать цену этого доверия.

Сегодня я смотрю на долг иначе. Не как на проблему, которая «случилась», а как на актив, который можно правильно структурировать, оценить и монетизировать.

Мы живем в экономике долгов. Почти каждая сделка — это долг: поставка товара — это отсрочка, кредит — тоже долг.

Долг — это базовая конструкция экономики. И в этом смысле проблемная задолженность — это не сбой системы, а ее естественное состояние.

Но есть одна ключевая проблема: экономика долгов есть, а вот рынка долгов, по сути, нет.

Сегодня долг для большинства — это «проблема, которую нужно решать через суд». И почти никто не воспринимает долг как актив, которым можно управлять.

Хотя логика восприятия должна быть совершенно другой.

ДОЛГ → АНАЛИТИКА → СТРАТЕГИЯ → ИНСТРУМЕНТ → СДЕЛКА → ДЕНЬГИ

Долг сам по себе не превращается в деньги. Деньгами он становится только тогда, когда по нему принято правильное управленческое решение.

И здесь возникает главный парадокс: для кредитора долг — это проблема, а для инвестора — это возможность. Один хочет избавиться от него как можно быстрее, а другой готов

его купить.

Продажа долга — это не поражение, а инструмент. Иногда — самый оптимальный.

Но чтобы это работало, нужен рынок. Не стихийный, не «по знакомству», не через случайные сделки. А организованный, понятный и ликвидный.

И именно ради его появления я и пишу эту книгу.

Можно годами «взыскивать» и не получить ничего. А можно за короткий срок превратить долг в деньги. Все зависит от подхода.

Именно поэтому несколько лет назад мы запустили проект Долг.рф — маркетплейс долгов. Его миссия сформулирована очень просто: **«Превращать долги в возможности»**

За этой фразой стоит гораздо более глубокая идея. Долги станут возможностями только тогда, когда появится прозрачность, понятные правила, единый язык оценки и достаточное количество участников. Другими словами, когда появится ликвидный рынок.

Потому что ликвидность — это ключ. Если долг можно быстро продать по понятной цене, то он перестает быть «токсичным» и становится активом.

Сегодня рынок долгов в значительной степени фрагментирован. Сделки происходят точечно, информация разрознена, стандарты отсутствуют. Но ситуация меняется: растет объем проблемной задолженности, появляются инвесторы,

развиваются цифровые платформы, формируется профессиональное сообщество.

И мы находимся в точке, когда рынок начинает «собираться».

Я убежден, что в ближайшие годы произойдет качественный переход:

- от взыскания — к управлению долгами,
- от проблем — к активам,
- от хаоса — к системе.

И именно этот переход я хочу показать в книге.

Я пишу ее для кредиторов, которые хотят вернуть деньги, инвесторов, которые ищут новые возможности, профессионалов, которые хотят зарабатывать на рынке.

Если вы кредитор: с книгой вы научитесь управлять дебиторской задолженностью как активом. Сможете принимать решения не «по ситуации», а системно, и понимать, когда взыскивать, когда продавать, а когда заходить в переговоры. В итоге вы сможете возвращать деньги быстрее и с меньшими затратами ресурсов.

Если вы работаете в корпоративной среде: вы увидите, как выстроить систему управления дебиторской задолженностью от мониторинга и сегментации до выбора стратегии по каждому должнику. Это позволит превратить «мертвую дебиторку» в управляемый финансовый инструмент.

Если вы инвестор или профессиональный участник рынка: книга даст вам основу для развития бизнеса. С ней вы

узнаете, как формируется ликвидность, и почему именно сейчас рынок долгов дает возможности, которых раньше не было.

Рынок долгов только формируется. И именно сейчас у вас есть возможность занять на нем свою позицию не случайного участника, а профессионального кредитора, который понимает правила игры.

Глава 1. Долг как инвестиционный актив

§1. Краткий исторический экскурс: о роли долга в общественно- экономическом развитии

Что появилось раньше: деньги или долги?

Этот вопрос кажется абстрактным, почти философским. Но на самом деле от ответа напрямую зависит то, как мы сегодня смотрим на долг: как на проблему, на сбой системы или как на нормальный и экономически полезный процесс.

История долга: переворот логики

✗ Бартер → Деньги → Кредит

Классическая теория



✓ Долг → Деньги → Кредит

Реальная история (Дэвид Грэбер)

Деньги упростили фиксацию долга, но суть осталась прежней:
долг — это отношение между людьми, а не просто цифра в учете.

В классической экономической логике все выглядит просто: сначала был бартер, затем появились деньги — удобный эквивалент обмена, и уже после — кредит и долг как вторичные инструменты.

Однако исследования антропологов и историков — и в первую очередь работа Дэвида Грэбера «Долг: первые 5000 лет истории» — показывают, что эта логика перевернута «с ног на голову». В реальной истории человечества долг появился раньше денег, а деньги изначально возникли не как средство обмена, а как единица учета долговых обязательств.

И это важный сдвиг в мышлении. Потому что если долг

первичен, то он не является отклонением от нормы. Он и есть норма.

В ранних обществах обмен практически никогда не был мгновенным и эквивалентным. Люди жили в общинах, племенах, семьях. Основой их взаимодействия был кредит доверия. Кто-то помогал сегодня, кто-то — завтра. Кто-то брал больше, кто-то — меньше. Баланс существовал, но не в виде точных цифр, а в виде социального ощущения справедливости.

Когда же появились деньги, они не вытеснили долг. Они лишь упростили его фиксацию. Деньги стали удобным языком для описания обязательств. Но суть осталась прежней: долг — это отношения между людьми, а не просто цифра в учете.

Это можно заметить и в более поздних периодах истории. Средние века, которые часто представляют как эпоху натурального хозяйства, на самом деле были очень даже кредитной экономикой. Большинство сделок — от покупки еды до оплаты труда — совершались в долг. В лавках, трактирах, ремесленных мастерских вели записи: кто, кому и сколько должен. Наличных денег хронически не хватало, но это не мешало экономике функционировать. Потому что именно долг ее скреплял!

Роль долгов в экономике

Долг всегда был двойственным явлением. С одной стороны, он связывал людей: помогал развиваться, переживать неурожаи, кризисы, войны. С другой же — при неправильном обращении — он превращался в инструмент давления и подчинения. История знает множество примеров того, как долговые обязательства вели к утрате свободы, имущества, статуса.

И именно поэтому практически во всех древних государствах существовал важнейший институт — прощение или «обнуление» долгов. Государственная власть периодически вмешивалась и «стирала» долговые записи. Не из гуманизма и не из слабости, а потому что без этого общество просто взрывалось в самом прямом смысле слова.

Институт прощения долгов



Во всех древних государствах власть периодически стирала долговые записи.

Не из гуманизма, а из холодного расчета —
без этого общество взрывалось.

История показывает: без механизмов списания и реструктуризации долгов общества не выживают. Массовые восстания, как правило, начинались не с захвата дворцов, а с уничтожения долговых табличек, книг учета, реестров обязательств. Потому что долг, доведенный до крайности, разрушает социум.

Этот вывод крайне важен и для современности. Мы живем в мире, где долг является фундаментом экономики. Современная финансовая система — это не система накопленных денег, а система обязательств. В этом смысле нынешняя экономика не является чем-то принципиально новым. Она лишь вернулась к своей исторической основе, но на ином

технологическом и институциональном уровне.

Отсюда следует важный управленческий вывод: долг сам по себе не является злом. Он не плох и не хорош. Это инструмент. Проблемой становится не наличие долга, а отсутствие системы работы с ним. Исторически выигрывали не те, кто фанатично взыскивал долги любой ценой, а люди, умеющие переупаковывать долговые обязательства: менять их форму, сроки, условия. Фактически, научившиеся управлять долгом как активом.

Современные рынки долгов — это не изобретение последних десятилетий. Это логичное продолжение тысячелетней эволюции. Меняются инструменты, меняется правовая среда, но суть остается прежней: долг может быть проблемой для одного и активом для другого. Продажа долга в этом контексте — это не поражение, а нормальный управленческий инструмент.

Именно поэтому я сознательно опираюсь в этом вопросе на работу Дэвида Грэбера. Я не являюсь историком или антропологом долгов, но его подход мне близок. Он позволяет смотреть на долг шире бухгалтерского баланса, видеть в нем не только цифру, но и экономический, социальный и управленческий процесс.

Понимание природы долга — это фундамент для профессиональной работы с проблемными активами сегодня. С этим пониманием долг становится тем, чем он и был на протяжении тысячелетий, — ресурсом, которым можно и нуж-

но управлять.

§2. Рынок долгов

Прежде чем говорить о рынке долгов, нужно честно ответить на простой вопрос: что такое долг как экономическая категория? Потому что пока мы не договоримся об этом, все разговоры о рынке, инвестициях и инструментах будут «висеть в воздухе» из-за отсутствия четкой опоры.

Долг как экономическая категория

С экономической точки зрения долг — это обязательство, отложенное во времени, при котором один участник оборота уже передал стоимость, а второй обязался вернуть эквивалент позднее.

Долг как экономическая категория



Именно разрыв во времени между передачей стоимости и ее возвратом формирует долговые отношения.

Важно понимать: долг — это не просто «кому-то должны деньги». Это экономический механизм, выполняющий сразу

несколько ключевых функций.

Первая функция — перераспределение ресурсов

Долг перераспределяет капитал между участниками экономики. Тот, у кого ресурсы есть сейчас, передает их тому, у кого есть потенциал создать стоимость в будущем. Без этой функции невозможны ни рост бизнеса, ни инвестиции.

Две ключевые функции долга



Перераспределение ресурсов

От тех у кого есть — к тем кто создаст стоимость в будущем



Ускорение оборота капитала

Позволяет экономике двигаться быстрее денежного потока

Экономика без долгов = замедленный оборот

Вторая функция — ускорение оборота капитала

Долг позволяет экономике двигаться быстрее, чем это позволял бы текущий денежный поток. Отсрочки платежа, коммерческий кредит, банковское финансирование — все это ускоряет оборот капитала, снижает фрикцию в расчетах

и позволяет бизнесу масштабироваться. Экономика без долгов — это экономика с замедленным оборотом и низкой эффективностью.

Именно здесь мы подходим к ключевой мысли: долг становится активом только тогда, когда существует механизм его обращения и управления.

Рынок долгов в широком и узком смысле

В **широком смысле** рынок долгов — это вся совокупность экономических, правовых и финансовых отношений, связанных с возникновением, обслуживанием, реструктуризацией и прекращением обязательств. Это кредиты, коммерческие расчеты, налоги, банкротства, субсидиарная ответственность, внесудебные договоренности. Фактически, это «кровеносная система» экономики. Пока долги возникают, обслуживаются и разрешаются, экономика функционирует.

В **узком смысле** рынок долгов — это рынок оборота прав требования, то есть пространство, где долги продаются, покупаются, оцениваются, взыскиваются и превращаются в деньги.

Есть еще одна принципиально важная особенность, без понимания которой невозможно говорить ни об инвестициях в долги, ни об организованном рынке: рынок долгов — это рынок асимметричной информации.

Рынок долгов — это рынок асимметричной информации



● Кредитор знает больше

● Покупатель видит лишь внешнюю оболочку

● Покупатель закладывает повышенный дисконт

Это означает, что стороны сделки изначально обладают разным объемом и качеством информации о долге. Кредитор почти всегда знает больше. Покупатель долга, напротив, видит лишь внешнюю оболочку — сумму, формальное основание, судебный акт или исполнительный лист. Именно поэтому рынок долгов так долго оставался стихийным. В условиях асимметрии информации покупатель всегда закладывает повышенный дисконт, а продавец часто искренне не понимает, почему нормальный долг оценивается так дешево.

В России рынок долгов, как таковой, долгое время практически отсутствовал. Долги были, денег в них было много, но рынка не было.

Организованный рынок долгов и его признаки

Организованный рынок — это не просто наличие сделок. Это система, в которой долг может быть превращен в экономический актив по понятным правилам. У организованного рынка долгов есть четкие признаки.

Первый признак: наличие инфраструктуры

Это электронные площадки, цифровые сервисы, процессуальные механизмы, через которые долг может быть продан, куплен или передан. Без инфраструктуры рынок остается набором случайных сделок.

Второй признак: сервисы верификации и аналитики

Не каждый долг является активом. Организованный рынок умеет отделять перспективные долги от «мертвых». Верификация долга, то есть проверка правового статуса долга и финансового состояния должника — обязательный элемент зрелого рынка.

Третий признак: стандарты рынка и правила игры

Стандарты раскрытия информации, подходы к оценке долга, типовые модели сделок, понятная терминология. Без

стандартов рынок превращается в «вавилонскую башню», где каждый говорит на своем языке.

Четвертый признак: профессиональные участники

Долговые аналитики, брокеры, инвесторы, специализированные юридические и финансовые команды. Появление профессионалов — главный маркер зрелости рынка. Именно они превращают хаос в систему.

Организованный рынок долгов — это не просто идея, а полезный общественный институт. Для кредитора это альтернатива бесконечному взысканию. Возможность принять управленческое решение: взыскивать, реструктурировать или продать долг и вернуть деньги в оборот. Для должника это шанс договориться, реструктурировать обязательства, сохранить бизнес и репутацию.

Для инвестора организованный рынок долгов — это новый класс активов с высокой доходностью, требующий аналитики и профессионального подхода. А для государства — инструмент экономической стабильности.

Есть аспект, о котором редко говорят напрямую: влияние неурегулированных долговых споров на ВВП (валовый внутренний продукт).

Зависший долг = замороженный ВВП



Каждый «зависший» долг — это:

- деньги, не работающие в экономике;
- инвестиции, которые не состоялись;
- зарплаты, которые не выплачены;
- налоги, которые не поступили в бюджет.

Фактически, это замороженный ВВП. Организованный рынок долгов позволяет быстрее возвращать деньги в оборот, очищать балансы компаний и снижать системные риски. С точки зрения государства организованный рынок долгов — это не угроза, а инструмент. Он снижает нагрузку на суды, уменьшает количество банкротств, повышает собираемость налогов и делает экономику более устойчивой.

Поэтому государственная поддержка рынка долгов — это инвестиция в экономическую эффективность, а не «поддержка коллекторов».

Объем и динамика рынка долгов

Если говорить языком цифр, масштаб рынка долгов очевиден. Совокупный объем долгов юридических лиц, включая банковские кредиты¹, в 2024 году составил порядка 7,8 трлн рублей. Это гигантская сумма, сопоставимая с объемами ключевых секторов экономики².

¹ Электронный источник, сайт Банка России. Статистика/ Банковский сектор. Сведения о размещенных и привлеченных средствах. — https://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/sors/

² Электронный источник, сайт Федеральной службы государственной статистики. Официальная статистика/ Финансы. — <https://rosstat.gov.ru/statistics/finance>

Динамика: ускоренный рост просрочки



Долги накапливаются быстрее,
чем экономика учится управлять ими

При этом объем просроченной задолженности растет ускоренными темпами. В кризисные годы прирост просрочки измеряется десятками процентов в год. Подобной динамики экономика не видела со времен конца 1990-х годов. Например, по данным Росстата³, только лишь за 2022—2024 годы объем долгов в экономике вырос в 2 раза.

Это значит, что долги накапливаются быстрее, чем экономика учится ими управлять.

³ Электронный источник, сайт Федеральной службы государственной статистики. Официальная статистика/ Финансы. — <https://rosstat.gov.ru/statistics/finance>.

Ключевые драйверы развития рынка долгов

Рынок долгов не развивается сам по себе. Его рост — это всегда реакция экономики на внешние и внутренние вызовы. И важно понимать: речь идет не только о количественном росте (увеличении объема задолженности), но и о качественных изменениях в том, как общество, бизнес и государство начинают с долгом работать.

Экономическая нестабильность и кризисы традиционно выступают первым и самым мощным драйвером. Любой кризис обнажает кассовые разрывы, ломает привычные платежные цепочки и заставляет бизнес иначе смотреть на дебиторскую задолженность. В спокойные периоды долг можно «терпеть» на балансе годами. В условиях нестабильности это становится роскошью. Именно в кризисы долг перестает быть бухгалтерской строкой и превращается в управленческую проблему, требующую решения: взыскания, реструктуризации или продажи. Каждый кризис ускоряет этот переход и делает рынок долгов более востребованным.

Развитие субсидиарной ответственности стало вторым важнейшим фактором, радикально изменившим логику работы с долгами. Банкротство перестало быть универсальным способом «закрыть вопрос». Для контролирующих лиц долг стал персональным риском, который невозможно про-

сто списать. Это изменило поведение всех сторон: кредиторы получили более сильную переговорную позицию, должники — стимул договариваться, а рынок — спрос на инструменты внебанкротного урегулирования.

Цифровизация процессов дала рынку долгов инфраструктурный толчок. Если раньше продажа долга была ручной, закрытой и доступной узкому кругу участников, то сегодня появляются цифровые площадки, сервисы аналитики, автоматизированные инструменты поиска, оценки и сопровождения сделок. Цифровизация снижает транзакционные издержки, ускоряет принятие решений и делает рынок доступным для новых игроков. При этом важно подчеркнуть: технологии сами по себе не создают рынок, но без них организованный рынок долгов невозможен.

Рост профессиональной экспертизы — менее заметный, но не менее важный драйвер. Вокруг рынка долгов постепенно формируется профессиональное сообщество: аналитики, брокеры, инвесторы, юристы, специалисты по верификации. Люди начинают говорить на одном языке, появляются общие подходы, критерии оценки, типовые модели сделок. Именно экспертиза превращает хаотичный оборот долгов в систему. Без нее рынок остается полем случайных успехов и разочарований.

Наконец, **изменение отношения к долгу как к активу**. Это самый глубокий и долгосрочный драйвер: сдвиг не в технологиях и не в праве, а в мышлении. Все больше креди-

торов понимают, что долг — это не поражение и не ошибка, а актив, с которым можно и нужно работать. Его можно оценивать, продавать, реструктурировать, использовать как источник ликвидности. Пока этот сдвиг не произойдет в головах, рынок будет оставаться фрагментарным. Но именно он определяет будущее развития рынка долгов как полноценного сегмента экономики.

Так мы постепенно переходим от хаотичного взыскания к управлению долговыми активами.

Структура рынка долгов

Для того чтобы понимать логику рынка долгов, важно рассматривать его не как единое целое, а как совокупность сегментов. Эти сегменты отличаются по экономике, рискам, участникам и инструментам работы.

1. Первичный и вторичный рынки долгов

Первичный рынок долгов: рынок возникновения обязательств.

Здесь долг создается впервые в результате банковского кредита, коммерческой отсрочки, займов между компаниями или налоговых обязательств.

Вторичный рынок долгов: рынок оборота уже возникших прав требования.

Здесь долги продаются (уступаются) и становятся объектом инвестиционного анализа. Именно вторичный рынок превращает долг в актив.

2. Банкротный и внебанкротный рынки

Банкротный рынок долгов — это сегмент рынка долгов, в котором долги продаются и обращаются в рамках процедуры банкротства. Он наиболее формализован, но по сути это рынок вынужденной продажи. Долги здесь часто реализуются по ликвидационной стоимости, а не по экономическому потенциалу.

Внебанкротный рынок долгов — это рынок, который

только формируется. Здесь нет принуждения к продаже, нет жестких сроков, и, следовательно, есть возможность договариваться, структурировать сделки, искать стратегического покупателя.

С точки зрения экономики именно внебанкротный рынок обладает наибольшим потенциалом роста. Он позволяет продавать долг не в состоянии «пожара», а как полноценный актив.

3. Корпоративный и розничный рынки

Корпоративный рынок долгов — это долги между юридическими лицами. Как правило, это крупные суммы, сложная структура, связь с активами и бизнесом должника. Этот сегмент интересен инвесторам, но требует профессионального подхода.

Розничный рынок долгов — это долги физических лиц. Он более массовый, стандартизированный, но при этом сильнее регулируется и чаще ориентирован на потоковую модель.

Эти сегменты живут по разным законам. Попытка применять розничные подходы к корпоративным долгам или наоборот — фатальная ошибка.

В конечном итоге рынок долгов — это не просто совокупность проблемных обязательств и не реакция на кризисы, а пространство управленческого выбора. Понимание структуры рынка: первый шаг к управлению. Пока долг воспринимается как неудача, с ним борются. Когда он начинает рассмат-

риваться как экономическая категория со своими функциями, временем, ценой и риском — им начинают управлять.

Организованный рынок долгов снижает неопределенность, делает будущее измеримым, а ожидание — конкретным. Когда конфликт превращается в расчет, возникает следующий шаг — взгляд на долг не как на бремя или юридический спор, а как на инвестиционный актив, который можно анализировать, оценивать и использовать для создания стоимости.

§3. Долг как инвестиционный актив

Почему долг — это не обычный актив

В инвестиционной логике принято оперировать классическими активами: недвижимостью, оборудованием, ценными бумагами, долями в бизнесе. Все они обладают общим признаком: вещественной или формально закрепленной формой. Их можно увидеть, потрогать, описать в кадастре или депозитарии, поставить на баланс, застраховать, передать на хранение.

Долг устроен иначе. Он не имеет физической формы. Это право требования, обязательство, запись, ожидание, зафиксированное в документах, а иногда и вовсе не зафиксированное нигде, кроме памяти сторон. Именно поэтому долг можно назвать виртуальным инвестиционным активом.

Эта виртуальность долгое время мешала воспринимать долг как актив. Для бухгалтера это строка в балансе. Для юриста — спор. Для собственника — проблема. Но для инвестора долг — это право на будущий денежный поток, и в этом смысле он ничем не отличается от других инвестиционных инструментов. Отличается лишь механизм реализации.

Виртуальная природа долга: слабость или преимущество?

Отсутствие вещественной формы часто воспринимается как недостаток. Однако именно здесь скрыто ключевое преимущество долговых активов.

Во-первых, долг не требует хранения. Для него не нужны склады, логистика, охрана, страховка, обслуживание. Его невозможно украсть физически, испортить, потерять при переезде. Все издержки, характерные для материальных активов, здесь отсутствуют.

Во-вторых, долг легко масштабируется. Затраты на взыскание долга в 1 млн рублей и в 100 млн рублей часто не имеют принципиальных отличий. Процедуры те же: анализ, стратегия, суд, переговоры, исполнительное производство, банкротство. А вот финансовый результат может отличаться в десятки раз. Именно это делает долговые активы особенно привлекательными для инвесторов, мыслящих эффективностью бизнес-модели.

В-третьих, виртуальность долга позволяет быстро наращивать портфели. Инвестор не ограничен территорией, физическим доступом или инфраструктурой. Долги можно покупать, объединять, структурировать, дробить, передавать, секьюритизировать. И все это без перемещения реальных объектов.

Наконец, некоторые долги действительно существуют только в голове. Это обязательства без документов: «устные договоренности», «потом рассчитаемся», «я помню, что должен». Такие долги часто не доходят ни до суда, ни до рынка, но они оказывают реальное влияние на поведение людей и бизнес-решения. И пока кредитор не осознал долг как актив, он так и остается психологическим грузом, а не экономическим ресурсом.

Дефолтная природа долга: почему проблемность — это норма?

Принципиальное отличие долга от большинства активов заключается в его дефолтной природе.

Долг интересен инвестору именно тогда, когда он не исполняется добровольно. Если обязательство погашено в срок, инвестиционного потенциала в нем уже нет: доходность реализовал первоначальный кредитор. Для рынка долгов дефолт — это не исключение, а отправная точка.

Можно сказать, что долг «рождается» как инвестиционный актив именно в момент нарушения обязательства. Просрочка запускает цепочку событий: неопределенность, дисконт, перераспределение прав требования, поиск более сильного собственника долга. Так формируется вторичный рынок.

Важно понимать, что проблемность долга не уничтожает его ценность, а создает. Чем выше уровень неопределенности, тем выше потенциальная доходность. Именно поэтому глубокий дефолт часто интереснее для профессионального инвестора, чем «почти живой» долг с минимальной просрочкой.

При этом дефолт — это не бинарное состояние (платит / не платит), а процесс. Он развивается во времени, проходя стадии: досудебную, судебную, исполнительную, банкрот-

ную. На каждой стадии меняется цена долга, набор инструментов и круг потенциальных покупателей.

Долг как актив со сроком годности

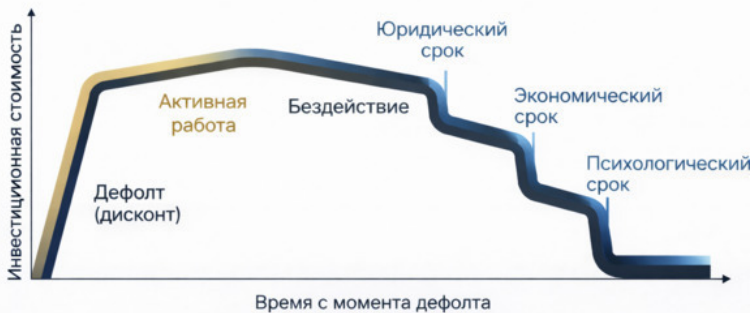
В отличие от недвижимости или золота, долг не вечен. У него есть сроки годности: юридический, экономический и психологический.

Юридический срок определяется сроками исковой давности, возможностью восстановления документов, процессуальными ограничениями. Экономический — наличием активов у должника, его платежеспособностью, интересом к продолжению бизнеса. Психологический — готовностью кредитора заниматься долгом и доводить его до результата.

Большинство долгов «умирают» не в суде и не в банкротстве, а в бездействии. Кредитор откладывает решение, надеется, устает, переключается на текущие задачи. В этот момент актив постепенно теряет ликвидность и инвестиционную привлекательность.

Кривая показывает:

Долг как актив со сроком годности



Без управления долг деградирует

- резкий рост потенциальной доходности в момент дефолта (за счет дисконта);
- стадия «плато» в период активной работы с долгом;
- постепенное снижение ценности при бездействии кредитора;
- резкое падение при утрате юридических и фактических возможностей взыскания.

Этот график демонстрирует тезис: долг требует управления во времени. Без управленческого решения он деградирует.

Один и тот же долг — разная ценность для разных игроков

Ключевой парадокс рынка долгов заключается в том, что один и тот же долг может стоить ноль рублей для одного участника и миллионы для другого. Причина этого не в самом долге, а в способности превращать его в деньги.

Эта способность складывается из трех ключевых факторов.

1. Аналитические возможности

Важную роль играет качество аналитики. Умение оценить вероятность взыскания, увидеть активы, понять структуру бизнеса должника, его мотивацию, риски банкротства, поведение контролирующих лиц. Без аналитики долг остается «черным ящиком», а инвестиции превращаются в лотерею.

Именно поэтому на рынке долгов так важны верификация, скоринг, рейтинги, стандарты оценки. Они позволяют превратить хаос информации в управляемую модель.

2. Компетенции и инструменты взыскания

Второй фактор — это набор компетенций и инструментов. Практические инструменты, которыми нужно уметь пользоваться: судебное взыскание, банкротство, субсидиарная ответственность, оспаривание сделок, переговоры, реструктуризация.

Для одного игрока долг безнадежен, потому что он видит

единственный путь. Для другого — это сложный, но решаемый кейс с высокой доходностью. Все зависит от уровня и опыта специалиста.

3. Модели взаимодействия с должником

Третий (часто недооцененный) фактор — способность выстраивать правильные модели взаимоотношений с должником. Взыскание — это не только давление и суды. Это еще и переговоры, реструктуризация, поиск взаимовыгодных решений.

Парадоксально, но именно профессиональная жесткость часто создает пространство для договоренностей. Долг становится инструментом влияния, а не только принуждения.

Инвестиционные стратегии в долговые активы

Инвестиции в долговые активы нельзя свести к универсальной формуле. В отличие от классических рынков, где стратегия часто определяется горизонтом и допустимым риском, на рынке долгов ключевую роль играет характер дефолта и способ работы с проблемой. По сути, инвестор выбирает не актив, а модель поведения по отношению к нему.

Первая и наиболее понятная стратегия — **консервативная**. Она ориентирована на долги относительно устойчивых компаний, которые не исполняют обязательства по причине временных кассовых разрывов, управленческих ошибок или приоритизации других платежей. В таких кейсах дефолт носит технический характер, а вероятность полного невозврата минимальна. Доходность здесь ограничена, но риски контролируемы, а основным инструментом становится судебное взыскание и переговоры. Для инвестора это способ «войти в рынок», сохранив капитал и получив предсказуемый результат.

Вторая стратегия — **арбитражная**. Она строится на покупке долга с дисконтом и его последующей продаже после улучшения позиции: получения судебного акта, включения в реестр требований кредиторов, выявления активов должника или контролирующих лиц. Здесь инвестор зарабатывает

ет не столько на конечном взыскании, сколько на росте ликвидности долга. Эта стратегия требует хорошей аналитики и понимания того, как меняется цена долга в зависимости от стадии и качества информации.

Третья стратегия — **глубокое взыскание**. Она ориентирована на сложные, проблемные кейсы, где прямое взыскание с должника маловероятно или невозможно. В фокусе оказываются инструменты банкротства, оспаривание сделок, привлечение к субсидиарной ответственности, работа с контролирующими лицами. Именно здесь дефолт раскрывается как инвестиционная возможность в полной мере: риск высок, сроки длинные, но потенциальная доходность может кратно превышать вложения. Это стратегия для профессионалов, способных управлять юридической и процессуальной сложностью.

Отдельного внимания заслуживает четвертая стратегия — **реструктуризация**. В ее основе лежит идея не «сломать» должника, а превратить его в источник возврата. Инвестор использует долг как инструмент переговоров, влияния и изменения модели поведения должника.

Реструктуризация позволяет сохранить бизнес, восстановить платежеспособность и получить возврат там, где формальное взыскание дало бы нулевой результат. Эта стратегия требует не только юридических, но и управленческих компетенций.

Широко применяется и **портфельный подход**, при ко-

тором инвестор покупает не один долг, а набор разнородных активов. Диверсификация снижает риск потери капитала за счет того, что убытки по одним долгам компенсируются доходностью по другим. Такой подход особенно эффективен на рынке, где значительная часть активов изначально дефолтна, и статистика играет решающую роль.

Наконец, существует пятая стратегия — **«вход через долг»**. Право требования используется как инструмент контроля или доступа к активам должника. В этом случае долг — средство, а не цель. Инвестор рассматривает его как ключ к бизнесу, имуществу или управленческому влиянию. Это одна из самых сложных, но и самых мощных стратегий на рынке долгов.

Ни одна из этих стратегий не является универсально лучшей. Эффективность зависит от качества аналитики, набора инструментов и способности инвестора управлять дефолтом как процессом. Именно стратегия, а не номинал долга, определяет инвестиционный результат.

Формы инвестирования в долги

Форма инвестирования в долговые активы — это не просто юридическая оболочка сделки, а ключевой элемент инвестиционной модели. От нее зависит распределение рисков, уровень контроля, масштабируемость, налоговые последствия и даже сама возможность реализации выбранной стратегии. На практике рынок долгов выработал несколько устойчивых форм инвестирования, каждая из которых отвечает разным задачам и уровням профессионализма инвесторов.

Прямая покупка права требования

Базовой формой инвестирования в долги является прямая покупка права требования. В этом случае инвестор приобретает долг у первоначального кредитора и становится новым носителем права требования со всеми вытекающими правами и рисками.

Формально именно инвестор становится стороной обязательства и отвечает за выбор стратегии дальнейших действий. Однако, наиболее успешные проекты возникают там, где инвестор работает в паре с профессиональным взыскателем. Это одно из самых устойчивых и эффективных сочетаний на рынке долговых активов.

Инвестор и взыскатель в такой модели выполняют прин-

ципиально разные функции. Инвестор предоставляет финансовый ресурс, принимая на себя инвестиционный риск и обеспечивая проекту необходимую ликвидность. Профессиональный взыскатель вносит экспертизу, инструменты и управленческие решения, без которых долг так и останется виртуальным правом требования, то есть не превратится в деньги.

Мне известны десятки удачных союзов инвесторов и профессиональных взыскателей, выстроенных именно по этой логике. В таких проектах инвестор получает доступ к сложным и высокодоходным кейсам, которые были бы для него недоступны без профильной команды, а взыскатель — возможность масштабировать свою деятельность, не упираясь в ограничения собственного капитала.

Агентская модель и инкассо-цессия

Одной из наиболее устойчивых и востребованных форм инвестирования в долговые активы является агентская модель. Она стала естественным ответом рынка на дефолтную природу долгов и высокую сложность их профессиональной реализации.

Суть агентской модели заключается в том, что инвестор предоставляет финансовый ресурс, а профессиональный взыскатель осуществляет весь комплекс действий по работе с долгом в интересах инвестора. Юридически такая конструкция, как правило, оформляется агентским догово-

ром, в рамках которого агент действует от своего имени, но за счет принципала.

Механика агентской модели выглядит следующим образом. Инвестор финансирует проект: предоставляет средства для выкупа права требования, оплаты судебных расходов, госпошлин и иных издержек, связанных с реализацией долга. Эти средства рассматриваются как инвестиции с высоким риском и потенциально высокой доходностью.

Профессиональный взыскатель в роли агента осуществляет:

- поиск и отбор долговых активов (долговой скаутинг);
- первичную и углубленную верификацию долга;
- переговоры с первоначальным кредитором;
- оформление уступки права требования;
- разработку и реализацию стратегии взыскания (судебной, банкротной, реструктуризационной или смешанной);
- контроль сроков, рисков и процессуальных действий.

По итогам проекта взысканные денежные средства распределяются между сторонами в соответствии с условиями агентского договора: инвестор получает возврат инвестированного капитала и оговоренную долю прибыли, агент — свое вознаграждение.

Важным преимуществом является масштабируемость. Агентская модель позволяет работать одновременно с несколькими проектами, не привязывая инвестиции к одному долгу или одному инвестору.

Еще одно преимущество — управление рисками. Профессиональный взыскатель заинтересован в реалистичной оценке долга, поскольку его вознаграждение напрямую зависит от результата. Это снижает вероятность заведомо убыточных решений и защищает инвестора от иллюзий и завышенных ожиданий.

Наконец, агентская модель позволяет инвестору получить доступ к сложным кейсам, которые без профессиональной команды были бы недоступны. Речь идет о банкротстве, субсидиарной ответственности, оспаривании сделок, переговорах с контролирующими лицами — всех тех инструментах, с помощью которых формируется основная добавленная стоимость долгового бизнеса.

SPV и проектные компании

Для крупных сделок, портфелей долгов или сложных кейсов часто используется создание специального проектного юридического лица (SPV — special purpose vehicle — компания специального назначения, или «проектная компания»). На такую компанию аккумулируются инвестиции, и на нее же оформляются права требования. SPV позволяет изолировать риски, распределять доли инвесторов и управлять долговым проектом как самостоятельным активом. Недостатком этой формы является относительная негибкость и чувствительность к изменению состава инвесторов.

Коинвестирование и инвестиционные синдикаты

Одной из самых интересных и результативных форм инвестирования является коинвестирование, при котором в один долговой проект заходят сразу несколько инвесторов. На практике такие синдикаты почти всегда формируются из профессиональных участников рынка: юридических венчуров, взыскателей, аналитиков, инвесторов с опытом работы с дефолтными активами. По своей сути это аналоги квалифицированных инвесторов, которые осознанно принимают высокий риск и понимают природу доходности.

Ключевое преимущество коинвестирования заключается в том, что объединяется не только капитал, но и экспертиза. В синдикате сходятся аналитические возможности, процессуальные инструменты, опыт переговоров, банкротные компетенции и управленческие ресурсы. Это дает проекту существенную фору по сравнению с одиночным инвестором.

Именно в таких юридических венчурах возможна запредельная по классическим меркам доходность. В сложных долговых кейсах при глубоком дефолте, оспаривании сделок, субсидиарной ответственности, потенциальная доходность может достигать 10—20 «иксов» и более. При этом риски также высоки, но они осознанно принимаются участниками синдиката.

В моей практике были реализованы коинвестиционные сделки с участием трех и даже шести инвесторов, собранные на агентской схеме инвестирования. В одном из таких про-

ектов инвесторы получили десятикратную прибыль при относительно минимальном вовлечении. Этот результат стал возможен именно благодаря синергии капитала, экспертизы и правильно выбранной стратегии взыскания.

Коллективные инвестиции

Отдельную нишу на рынке долговых активов занимают коллективные инвестиции, ориентированные на широкий круг инвесторов, в том числе неквалифицированных.

В отличие от коинвестирования профессионалов, такие модели изначально строятся на консервативной стратегии, ограниченном риске и относительно небольшом среднем чеке.

Ключевая особенность коллективных инвестиций заключается в том, что инвестор не участвует в управлении кейсом. Его роль сводится к предоставлению капитала, а вся работа по отбору, верификации, структурированию и взысканию долгов осуществляется профессиональным управляющим.

В итоге для частного инвестора долг превращается в понятный инвестиционный продукт, а не в индивидуальный юридический проект. Основной акцент делается не на «иксах», а на стабильности и воспроизводимости результата.

Как правило, в таких моделях используются:

— **портфельный подход**, при котором средства распределяются между несколькими долговыми активами;

- **ограничение рисков** за счет отбора долгов с более высоким качеством и прогнозируемостью;
- **длинный инвестиционный горизонт**, соответствующий срокам взыскания;
- **жесткая дисциплина управления**, исключающая высокорисковые и спекулятивные кейсы.

Важно подчеркнуть наличие принципиального различия между коллективными инвестициями и профессиональными синдикатами. Если в коинвестировании инвестор осознанно принимает запредельный риск ради высокой потенциальной доходности, то в коллективных форматах приоритетом является сохранность капитала и управляемость процесса. Это разные продукты для разных категорий инвесторов, и смешивать их — одна из типичных ошибок рынка.

Коллективные формы инвестирования играют важную роль в развитии рынка долгов в целом. Они расширяют круг участников, повышают ликвидность и создают спрос на стандарты верификации и аналитики. Именно поэтому по мере взросления рынка такие модели будут получать все большее распространение, особенно в сочетании с цифровыми финансовыми активами и платформенными решениями.

Цифровые финансовые активы (ЦФА) и токенизация долгов

Отдельной формой структурирования инвестиций в долговые активы является выпуск цифровых финансовых активи-

вов (ЦФА), обеспеченных проблемными долгами. По своей сути токенизация долга и есть выпуск ЦФА: право требования или денежный поток по нему фиксируется в виде цифрового актива в информационной системе.

Такая модель позволяет стандартизировать долговые проекты, упростить учет прав инвесторов и повысить прозрачность. Примером является опыт компании «Кономика», реализовавшей выпуск ЦФА, обеспеченных портфелем проблемных долгов⁴. В рамках таких выпусков долговые активы проходят предварительную оценку и структурирование, а инвесторы получают цифровые права, привязанные к экономическому результату проекта.

ЦФА открывают путь к более системной и масштабируемой работе с долговыми активами, особенно в сочетании с аналитикой и верификацией.

⁴ Электронный источник. Сайт компании Кономика. Раздел Новости. — <https://conomica.ru/news/e4lobr77i1-reshenie-o-vipuske-tsifrovih-finansovih> 05.03.2025.

Парадокс инвестора: дефолт как точка входа

На рынке долгов дефолт является не аномалией, а ключевым моментом формирования инвестиционной возможности. Именно в дефолте возникает разрыв между номинальной стоимостью обязательства и его рыночной ценой. Этот разрыв и есть источник инвестиционной доходности.

Пока обязательство исполняется добровольно, цена долга близка к номиналу. Кредитор получает деньги в соответствии с договором, а рынок не закладывает в актив дополнительную премию за риск. Инвестиционная логика здесь отсутствует.

Ситуация принципиально меняется в момент нарушения обязательства. Просрочка создает неопределенность: когда, в каком объеме, и будет ли вообще возвращен долг? Именно эта неопределенность трансформируется в дисконт.

Простейший пример. Долг номиналом 10 млн рублей при добровольном исполнении стоит те же 10 млн. После 90 дней просрочки (даже при наличии договора и первичных документов) его рыночная цена может снизиться до 6—7 млн рублей. Если долг не погашается год, и кредитор вынужден обращаться в суд, цена часто падает до 3—5 млн рублей. На стадии исполнительного производства или при признаках банкротства должника долг может продаваться за 10—30%

от номинала, а иногда и дешевле.

Именно **дефолт создает дисконт**, а дисконт формирует потенциальную доходность. Если инвестор приобретает долг за 2 млн рублей и в результате взыскания получает 6 млн, его доходность составляет 200% без учета времени. Для классических рынков такие показатели недостижимы без экстремального риска.

Парадоксально, но чем глубже дефолт, тем чаще долг становится интересен именно инвестору, а не кредитору. Кредитор мыслит логикой «вернут или не вернут», инвестор ищет «какими инструментами можно извлечь стоимость». Поэтому долги, которые кредитор считает безнадежными, для профессионального инвестора нередко оказываются наиболее доходными.

В инвестиционном смысле дефолт — это момент, когда актив становится неликвидным для одного участника рынка и одновременно переходит в фазу максимальной инвестиционной привлекательности для другого. Поэтому для инвестора дефолт — это не сигнал опасности, а точка входа, с которой начинается работа по превращению обязательства в деньги.

Таким образом, виртуальная и дефолтная природа делает потенциальную доходность высокой, но одновременно превращает рынок долгов в пространство асимметричной информации. В результате выигрывает не тот, у кого больше капитала, а тот, кто лучше понимает, с чем именно он имеет

дело. В условиях, когда один и тот же долг для разных участников может стоить ноль или миллионы, ключевым становится вопрос не «есть ли у долга номинал?», а «насколько он реален, проверен и управляем?» Именно поэтому следующий шаг в работе с долговыми активами — переход от интуиции и опыта к системной верификации и аналитике долгов, без которых инвестиции в этот рынок неизбежно превращаются в игру вслепую.

Глава 2. Аналитика и верификация долга

§1. Аналитика как обязательный этап работы с возникшим долгом

Большой портфель ≠ прибыльный бизнес

Лет пять-семь назад я заключил договор на взыскание с крупной компанией. Это был большой контракт: более сотни долгов, общая сумма — несколько сотен миллионов рублей.

Я радовался такому объему. Тогда это казалось логичным: масштаб, поток, понятная бизнес-модель. Казалось, что здесь главное — взять объем, а дальше «бери и взыскивай».

Глубокой аналитики я не делал. На тот момент она казалась избыточной.

Долги уже возникли, просрочка была очевидна, документы в целом присутствовали. Мы с командой сразу приступили к взысканию: суды, исполнительные производства, банкротства, переговоры. Работали много и добросовестно. Активность была высокой, процессы шли.

Через некоторое время я решил подбить финансовый результат по этому портфелю. Результат оказался отрезвляющим: я ушел в минус — потеря более 5 млн рублей.

Экономический эффект для клиента был. Работа велась. Но затраты: команда, юристы, госпошлины, эксперты, время — я нес каждый день. Как по тем проектам, где было успешное взыскание, так и по тем, где результата не было.

Подход «бери больше, неси дальше» не сработал.

Когда я разобрал этот портфель уже постфактум, картина стала очевидной: экономически рабочими были около 20% долгов. Оставшиеся 80% нужно было сразу признавать безнадежными и списывать, а не тащить через судебные и банкротные процедуры.

Именно тогда я окончательно понял: работа с долгами без аналитики — это гарантированный путь к отрицательному финансовому результату, даже при большом объеме. Более того, большой объем лишь масштабирует убытки.

По данным аудитов дебиторской задолженности компаний, с долгами которых мне приходилось иметь дело на практике, до 79% случаев являются безнадежными. Это означает, что по ним взыскание как инвестиционный проект заведомо убыточно.

Долг на бумаге — еще не актив

Автоматическая реакция кредитора на возникший долг звучит просто: «Надо взыскивать».

В целом это правильно. Вопрос не в самом намерении взыскивать, а в сроках и приоритетах.

Долг — это еще не деньги. Долг — это право требования с неопределенным исходом. Можно сказать, что в момент возникновения долг — это лишь юридически оформленная неопределенность.

Долг — это не деньги



До аналитики у долга нет цены.

Есть **только номинал.**

Между фактом долга и деньгами лежит целый набор переменных:

- есть ли источники погашения;
- можно ли до них добраться юридически;
- насколько долгим по времени будет этот процесс;
- в какую сумму все это обойдется;
- какое количество кредиторов претендует на те же активы.

Пока эти параметры не проанализированы, долг нельзя считать активом. Он остается проблемой, надеждой или иллюзией, но не управляемым объектом.

Да и сам долг становится активом только после аналитики. До этого момента у долга нет цены. Есть только номинал — цифра на бумаге, которая не имеет отношения к реальной стоимости.

Именно после аналитики у долга появляется диапазон стоимости, инвестиционное ожидание, понятный сценарий работы, управленческое решение: работать, продавать или списывать.

Реальная статистика взыскания ломает иллюзии

Если отойти от частных кейсов и посмотреть на общую картину, иллюзии рассеиваются еще быстрее. По совокупным оценкам и отчетности ФССП, реальное взыскание денежных средств по исполнительным производствам имущественного характера физлиц составляет 10—15% от общей суммы, подлежащей взысканию. Для юридических лиц этот показатель, как правило, еще ниже, поскольку значительная часть задолженности приходится на «брошенные» компании и предприятия без активов.

РЕАЛЬНАЯ СТАТИСТИКА ВЗЫСКАНИЯ

10–15%

реальное взыскание
по исполнительным
производствам

5–7%

удовлетворение
требований
кредиторов в
банкротстве

70%

дел о банкротстве —
кредиторы
не получают ничего

Это не аномалия. Это нормальная статистика рынка.

В процедурах банкротства юридических лиц ситуация еще жестче. Процент удовлетворения требований кредиторов в среднем составляет 5—7% от суммы, включенной в реестр. Причем, по 70% компаний кредиторы не получают вообще ничего.

Это не исключение и не аномалия. Это нормальная статистика рынка. Поэтому ориентация на номинальную сумму долга без учета реальной статистики взыскания — системная ошибка кредиторов.

Почему я не делал аналитику, и почему это не оправдание

Возвращаясь к моему опыту и тому большому портфелю, важно сказать честно: я не делал глубокую аналитику не потому, что не хотел, а потому что у меня не было методологии. Я не понимал, что именно смотреть, в какой последовательности, какие параметры критичны, как быстро отделять рабочие долги от мертвых.

Не было быстрого анализа. Не было инвестиционного взгляда на долг. Пара сотрудников-аналитиков в штате эту проблему не решали. Они анализировали долго, каждый по-своему, и их выводы были слишком общими. На основе таких выводов невозможно принимать управленческие решения.

Этот кейс дал мне опыт, без которого, возможно, эта глава книги вообще бы не появилась.

Взыскание как инвестиционный проект, а не как процесс

В какой-то момент я начал смотреть на взыскание как на инвестиционный проект. И это кардинально изменило подход. Инвестор в долговые активы всегда считает:

- источник погашения;
- его денежную оценку;
- вероятность реализации;
- затраты;
- сроки;
- конкуренцию кредиторов.

Ровно такие же расчеты нужно делать и кредитору.

Взыскание как инвестиционный проект



источник
погашения



денежная
оценка



вероятность



затраты



сроки

$50 \text{ млн} \times 40\% \times 50\% = \mathbf{10 \text{ млн}}$ ожидаемый результат

$10 \text{ млн} - 7 \text{ млн}$ затрат = $\mathbf{3 \text{ млн}}$ — реальная цена долга

Цена долга определяется не номиналом,
а математическим ожиданием результата.

Простой пример.

Есть потенциальный источник погашения — актив, связанный с контролирующим должника лицом, стоимостью 50 млн рублей.

Вероятность юридически добраться до него — 40%.

С учетом других кредиторов реальная доля — 50%.

Затраты на стратегию — 7 млн рублей.

Срок — 2 года.

Расчет:

$50 \text{ млн} \times 40\% \times 50\% = 10 \text{ млн}$ ожидаемого результата.

$10 \text{ млн} - 7 \text{ млн} = 3 \text{ млн}$ рублей.

Вот реальная цена этого долга! Не 50 млн. И даже не 10

млн рублей. Именно такие расчеты делают инвесторы в долговые активы. И именно поэтому кредиторы потом удивляются: «Почему мой долг стоит так мало?»

Потому что если считать расходы и вероятности, а не смотреть на номинал, актив стоит совсем других денег. Цена долга определяется не его номиналом, а математическим ожиданием результата.

Ответственность кредитора — тема, о которой не любят говорить

Здесь есть еще один важный момент, который часто игнорируется. непогашенный долг — это не только вина должника. Это **зона ответственности кредитора**.

Ответственность заключается в том, что кредитор доверился контрагенту без обеспечения, не оценил его платежеспособность, не проявил должную осмотрительность. Во многих случаях неплатежеспособность контрагента была видна уже в момент заключения договора. Но на это предпочли закрыть глаза. Именно поэтому долг потом «вдруг» оказывается ничего не стоящим.

Можно сказать, что стоимость долга — это отложенная цена управленческих решений кредитора. Без аналитики все долги равны. С аналитикой становится видно, где деньги, а где нет. Пока аналитика не проведена стратегия выбирается наугад, ресурсы расходуются вслепую, активность подменяет результат. Взыскание без аналитики — это не стратегия, а ставка вслепую. Именно поэтому аналитика должна быть первым этапом работы с возникшим долгом, а не «дополнительной опцией».

§2. Верификация долга: юридическая и экономическая

Рынок долгов замусорен: более 95% — это не активы

Несколько лет назад, когда я впервые всерьез занялся банкротными торгами дебиторской задолженностью, я подошел к задаче максимально рационально. Я поставил аналитикам четкую цель: подбирать долги под выкуп. Логика была простой и, как тогда казалось, правильной. Рынок большой. Лотов много. Суммы внушительные. Если тщательно анализировать, то хорошие долги обязательно найдутся. Аналитики подробно проверяли каждый долг: документы, суды, исполнительные производства, статус должника, признаки деятельности. Все как положено.

Но очень быстро проявилась неприятная реальность: аналитический отдел за неделю мог проанализировать около 20 долгов. Я ожидал, что из них будет хотя бы пять-шесть достойных. Но по факту: в некоторые недели не было ни одного стоящего лота. Выкуп с торгов «не полетел». Не потому что мы плохо покупали, а потому что экономика отбора не сходилась.

С учетом конверсии побед на торгах мы физически не могли обеспечить покупку даже пары хороших долгов в месяц. Мои аналитики тратили огромное количество времени на проработку «пустой руды». У них просто не доходили руки до действительно ценных лотов.

Именно тогда у меня сформировался вопрос, который позже стал системным моментом: как быстро и массово отличать хорошие долги от «мусорных»? Рынок долгов замусорен. По моей практике и по материалам, с которыми я работаю, более 95% предлагаемых долгов не являются экономически рабочими активами. Это не эмоциональная оценка и не «страшилка». Это результат многолетней работы с портфелями, торгами, предложениями на внебанкротном рынке.

Более 95% предлагаемых долгов — не экономически рабочие активы



кредиторы
не списывают
дебиторскую
задолженность



на торги
выставляются
неликвидные долги



иллюзия номинала
и больших
дисконтов



Просуженный долг:

риск утраты
инструментария
исполнения



Непросуженный долг:

риск недоказуемости
права требования

Верификация не говорит о перспективах взыскания. Она показывает "мертвые долги".

Под скам-долгами я понимаю не мошенничество в узком смысле, а более широкое явление — формально существующие обязательства, которые юридически или экономически не могут быть конвертированы в деньги.

Почему так происходит? Причины системные.

Во-первых, кредиторы не хотят признавать убытки и списывать дебиторскую задолженность. Проще держать долг «на всякий случай», чем честно сказать себе, что денег здесь уже не будет.

Во-вторых, банкротные торги по своей природе формальны. На них часто выставляется все подряд: и ценное, и бесполезное. Не потому что кто-то злонамерен, а потому что так устроен процесс.

В-третьих, рынок подхватывает иллюзию номинала. За большими цифрами дисконтов скрываются безнадежные обязательства.

Верификация — это санитарная функция рынка

На этом фоне становится понятно, зачем вообще нужна верификация.

Верификация долга — это не экспертиза и не прогноз. Это санитарная функция, без которой рынок не может нормально существовать.

Задача верификации: не найти «идеальный долг», а быстро и уверенно отсеять то, что точно мертво.

Одна из самых частых иллюзий, с которой я сталкиваюсь на семинарах и в частных обсуждениях, звучит так: «Если долг верифицирован, значит он — хороший».

Нет. Верификация не говорит «деньги будут». Она говорит: «деньги точно НЕ будут вот по этим долгам».

Это принципиально разный подход. Поскольку верификация не является экспертным заключением. Она дает профессиональное суждение с достаточной уверенностью: имеет ли смысл вообще тратить время и ресурсы на этот долг.

Именно такое понимание верификации лежит в основе методологии, которую мы много лет обкатывали в практике, а затем начали формализовывать сначала для себя, потом для коллег, а затем уже и в рамках образовательных программ.

Стандарт верификации долгов как ответ на проблему самоочищения рынка

К моменту, когда после нескольких лет активной работы мы подошли к разработке Стандарта, проблема рынка уже была очевидна всем профессиональным участникам. Рынок был перегружен долгами, которые юридически существовали, выставлялись на торги, но не могли быть конвертированы в деньги.

Более 95% предложений представляли собой либо юридически дефектные, либо экономически бессмысленные обязательства. Это приводило к системным последствиям: инвесторы теряли деньги и доверие к рынку, а профессиональные взыскатели тратили ресурсы на пустую работу.

Фактически рынок нуждался в механизме самоочищения, и Стандарт верификации долгов появился как ответ на эту проблему. Он был разработан Ассоциацией специалистов по работе с проблемными активами как практический инструмент, на который может опираться любой участник рынка.

По своей сути Стандарт стал фиксацией того, что уже давно применялось в практике профессионалов, но существовало в виде разрозненных подходов, либо «экспертной интуиции», которую невозможно масштабировать и передавать.

В декабре 2026 года Стандарт верификации долгов был рекомендован Торгово-промышленной палатой Российской Федерации.

Хотя рекомендация ТПП РФ не делает Стандарт обязательным, однако она фиксирует принципиально важную вещь: профессиональное сообщество и институты развития рынка признали проблему качества долгов и необходимость внедрения единых критериев оценки. Это маркер зрелости рынка.

Стандарт имеет практический, прикладной характер. Его целевая аудитория:

— **кредиторы**, которые хотят принимать экономически обоснованные решения: взыскивать, продавать или списывать;

— **инвесторы в долговые активы**, которым важно понимать, за что они платят;

— **профессиональные взыскатели, брокеры, аналитики**, работающие с отдельными долгами или портфелями;

— **корпоративные юридические и финансовые службы**, отвечающие за управление дебиторской задолженностью.

Стандарт выстроен вокруг простой идеи: верификация — это первичная фильтрация долгов на предмет юридической и экономической реализуемости, а не прогноз взыскания.

Из этого вытекает его структура. Стандарт прямо фиксирует, что верификация:

- не является экспертизой;
- не дает гарантий взыскания;
- не подменяет углубленную аналитику и стратегию.

Это входной контроль качества, цель которого — отсеять заведомо мертвое.

Стандарт принципиально различает просуженные долги и непросуженные долги, подходы к верификации которых различаются.

Просуженный и непросуженный долг: разные подходы к верификации

На практике довольно быстро становится понятно, что верификация просуженного и непросуженного долга различается. Причина в том, что это разные объекты с разной природой риска. Именно этот принцип заложен в Стандарте.

Просуженный и непросуженный долг находятся на разных стадиях жизненного цикла.

— У просуженного долга право требования уже подтверждено судом. Здесь практически отсутствует риск признания долга недоказанным. Зато резко возрастает риск утраты процессуальных и экономических инструментов реализации.

— У непросуженного долга судебного подтверждения нет. Поэтому основной риск сосредоточен не в исполнении, а в возможности вообще доказать право требования и получить судебный акт.

Стандарт исходит из логики, что на разных жизненных стадиях долга имеются свои доминирующие риски, и именно их нужно проверять в первую очередь.

В Стандарте верификация рассматривается не как универсальный чек-лист, а как инструмент выявления доминирующих рисков, которые делают долг безнадежным.

Отсюда и разные фокусы.

— Для просуженного долга: сохранность процессуального

и экономического инструментария.

— Для непросуженного долга: юридическая состоятельность и доказуемость самого требования.

Верификация просуженного долга

В просуженном долге право требования уже установлено судом, и вопрос «должен или не должен» закрыт.

Поэтому предмет верификации здесь решает вопрос: сохранился ли у этого права реальный юридический и экономический инструментарий реализации?

Стандарт выделяет следующие ключевые группы рисков.

1. Процессуальные риски

Это основной «убийца» просуженных долгов.

Критически проверяется:

- вступил ли судебный акт в законную силу;
- не отменен ли он;
- не пересмотрен ли по новым или вновь открывшимся обстоятельствам;
- получен ли исполнительный лист;
- не истек ли срок его предъявления;
- корректно ли рассчитаны перерывы и приостановления

срока.

2. Риски утраты субъекта взыскания

Стандарт отдельно фиксирует проверку статуса должника.

Проверяется:

- существует ли должник как юридическое лицо;
- не ликвидирован ли он, не исключен ли из ЕГРЮЛ;

— сохранены ли сроки и основания для предъявления требований к КДЛ.

3. Экономические риски остаточного характера

Даже если процессуально все в порядке, Стандарт требует оценивать:

- наличие активов у должника;
- признаки прекращения хозяйственной деятельности;
- результаты исполнительных действий;
- прекращение банкротства из-за отсутствия финансирования.

Верификация отвечает на вопрос, остался ли у этого долга хотя бы небольшой шанс к взысканию. Если ответ отрицательный — долг не проходит верификацию.

Классический пример.

Просуженный долг на несколько миллионов рублей. Решение суда есть. Исполнительный лист есть.

Но срок предъявления исполнительного листа пропущен. Сам же должник фактически прекратил деятельность и представляет собой «брошенную» компанию.

Формально долг существует. Юридически реализовать его уже невозможно. Поэтому наличие суда и исполнительного листа не означает, что долг юридически жив и может быть взыскан.

Верификация непросуженного долга

С непросуженными долгами ситуация иная. Здесь нет судебного подтверждения права, и поэтому предмет верификации другой.

Для непросуженного долга верификация отвечает на вопрос: может ли это право требования быть доказано в суде и превращено в судебный акт? Если этот вопрос не решен, то любые разговоры о взыскании, банкротстве или продаже долга лишены смысла.

Доминирующими рисками непросуженного долга являются:

1. Риск отсутствия или дефекта основания долга

Проверяется:

- наличие договора;
- соблюдение формы;
- полномочия подписантов;
- отсутствие запретов на уступку;
- отсутствие условий, исключающих взыскание.

2. Риск недоказанности исполнения

Одна из самых частых проблем непросуженных долгов.

Проверяется:

- наличие актов, накладных, расчетов;
- подтверждение передачи товара, услуг, денежных средств;

— отсутствие критических разрывов в первичных документах;

— согласованность переписки и бухгалтерских данных.

3. Риск неверного расчета суммы

Стандарт требует проверять:

— соответствие суммы условиям договора;

— учет оплат, зачетов, возвратов;

— корректность начисления процентов и неустоек.

4. Риски сроков и законности сделки

Проверяется:

— не истек ли срок исковой давности, есть ли основания для его перерыва;

— нет ли признаков мнимости или притворности сделки.

Ключевой вопрос непросуженного долга звучит так: сможет ли кредитор получить судебный акт, подтверждающий его право? Если ответ сомнительный, то долг не проходит верификацию.

Даже при верификации непросуженного долга экономику игнорировать нельзя. Более того, ее обязательно нужно смотреть на этом этапе, еще до подачи иска. Юридическая верификация отвечает на вопрос «можно ли пойти в суд». Экономическая — на вопрос «зачем туда идти».

С учетом выросших государственных пошлин, стоимости юридических услуг и сроков рассмотрения дел все чаще выясняется, что сам факт подачи иска уже экономически нецелесообразен. Формально право требования есть, до-

казуемость присутствует, но «игра не стоит свеч»: расходы на процесс могут значительно превысить сумму, которая в принципе может быть взыскана. И это не редкость, а новая реальность рынка.

Экономическая верификация непросуженного долга — это не инвестиционный расчет в полном смысле слова, а быстрая проверка на экономическую бессмысленность.

Здесь анализируются признаки, которые в совокупности показывают минимальные шансы на результат: отсутствие активов у должника, отсутствие выручки и хозяйственной деятельности, нулевой или формальный баланс, неуплата налогов, фиктивная численность персонала, недостоверный адрес, акты приставов о невозможности взыскания, прекращение дел о банкротстве из-за отсутствия средств, отсутствие реальных перспектив взыскания с КДЛ.

Если при такой проверке источник погашения долга не просматривается даже теоретически, дальнейшая работа с долгом (суд, переговоры или продажа) теряет экономический смысл. В этом случае правильное управленческое решение — это вовсе не начинать взыскание, а зафиксировать убыток и не усугублять его новыми затратами.

Приведу простой пример, который все чаще встречается на практике и очень быстро отрезвляет кредиторов.

Допустим, у компании есть непросуженный долг 3 млн рублей.

Документы в целом есть, доказуемость выглядит приемле-

мой. Интуитивная реакция стандартная: «надо идти в суд».

Теперь считаем.

Государственная пошлина за подачу иска: **около 90—100 тыс. рублей**.

Юридическое сопровождение первой инстанции: **200—300 тыс. рублей** (и это без апелляций).

Срок рассмотрения дела: **6—9 месяцев**, иногда дольше.

Дальше: исполнительное производство, где по статистике реальное взыскание по юридическим лицам составляет **10—15%** от суммы долга. Если же компания уже является «брошенной», то реальность взыскания ниже 10%.

Экономически правильное решение здесь — вообще не подавать иск, несмотря на то что долг юридически жив и доказуем.

Именно такие расчеты делают инвесторы в долговые активы, и именно поэтому они платят за долги существенно меньше их номинала. А кредиторы потом искренне удивляются: «почему мой долг так дешево оценивают?» А все потому, что если считать не номинал, а экономику, выясняется, что взыскание само по себе может быть убыточным проектом.

После верификации долга по Стандарту картина меняется принципиально. Вместо хаотичного массива требований остается список дел, которые юридически и экономически вообще имеют право на дальнейший анализ. Все остальное отсеивается без сожаления.

Следующий этап отвечает на куда более важный и практический вопрос: где здесь деньги? То есть: у кого они на самом деле, и каким управленческим решением их можно получить. Именно здесь включается углубленная долговая аналитика — работа с активами вне периметра должника, с контролирующими лицами, с конкуренцией кредиторов и с реальной экономикой взыскания.

§3. Углубленная долговая аналитика: где деньги, и как их достать

Много шума, мало денег: почему напор не равен результату

Еще несколько лет назад я искренне верил в простую формулу: **правильный инструмент + напор = деньги**.

Если долг проблемный, значит, надо действовать активно. Направили претензии и подали иск — хорошо. Возбудили исполнительное производство — отлично! Параллельно посмотрели банкротство, на всякий случай подготовили «субсидиарку», провели переговоры. Логика была понятной: чем больше действий, тем выше шанс результата.

На практике все выглядело эффектно: много движений, много писем, много судебных заседаний, много встреч и звонков. И одновременно — рост расходов, и падение экономического эффекта.

Мы работали очень много. Но со временем стало очевидно: более половины этой работы не имеет смысла. Она не приближает к деньгам, а просто создает ощущение бурной деятельности.

Парадокс в том, что юридически мы все делали правильно. Формально — безупречно.

Но если смотреть на взыскание как на бизнес-процесс, картина выглядела иначе: каждое новое «на всякий случай» увеличивало издержки, удлиняло сроки и снижало итоговую доходность долга.

Иногда инструменты мешали друг другу и так «наслаивались», что в какой-то момент мы сами не понимали: каким путем мы хотим достичь результата?

Проблема была не в инструментах, а в недостаточности аналитики. Я действовал от инструмента, а не от источника денег. Сначала выбирал, что делать, и только потом пытался понять — зачем? А надо было наоборот.

Со временем стало понятно, что именно аналитика показывает:

- есть ли у долга источник погашения;
- какой сценарий имеет смысл, а какой — гарантированно убыточен;
- от каких действий нужно отказаться сразу, даже если они выглядят «правильными».

Сегодня я могу уверенно сказать: напор и активность сами по себе лишь ускоряют путь к отрицательному финансовому результату.

По сути, аналитика стала для меня краеугольным камнем бизнеса по взысканию долгов. Точкой, после которой работа перестает быть «бурной» и становится прибыльной. Именно с этого понимания и начинается углубленная долговая аналитика: разговор не о том, как давить, а о том, где деньги, и как их достать с минимальными затратами.

Источники погашения долга

Когда ты перестаешь смотреть на взыскание просто как на набор инструментов, в центре внимания оказываются источники погашения долга. Именно они определяют, будет ли долг превращен в деньги или останется строкой в отчете.

Любой долг существует не сам по себе: он всегда «привязан» к бизнесу должника, к его активам, к людям, которые этим бизнесом управляют. Если эта экономика разрушена, то взыскивать нечего. Если она жива, но деньги уже ушли в другой контур — действовать нужно не так, как подсказывает инерция юридического мышления.

Поэтому главный вопрос аналитики заключается именно в нахождении источника: откуда в принципе могут прийти деньги по этому долгу? Пока этот вопрос не задан, любые действия остаются гаданием. Можно «попасть» в результат, но намного выше шанс промахнуться и заплатить за это собственными ресурсами.

При этом источники погашения не равнозначны. Одни позволяют быстро вернуть деньги, в то время как другие требуют времени, расходов и юридической техники. Понимание этой разницы — ключ к управляемому взысканию.

Именно поэтому углубленная долговая аналитика всегда начинается с последовательного поиска источников погашения: от самых простых и быстрых к самым сложным и дол-

гим. Давайте разберем эту логику подробно.

На практике все источники погашения укладываются в три группы, которые анализируются строго последовательно:

— Выручка и прибыль должника.

— Активы должника (в первую очередь — основные средства).

— Активы вне периметра должника — выведенное имущество и имущество контролирующих лиц.

Анализировать начинаем с первого источника и только при его недостаточности или недоступности последовательно движется дальше.

Источник №1. Выручка и прибыль

Три источника погашения долга — анализируем последовательно



Первый источник: денежный поток от текущей деятельности. Это самый быстрый источник погашения долга.

Частая ошибка кредитора — надеяться и просто ждать, что деньги «в какой-то момент» будут взысканы по исполнительному листу.

Как правило, кредитор продолжает ориентироваться на бухгалтерскую отчетность прошлых лет: на период, в котором у компании все еще было относительно благополучно. Но к моменту возникновения просрочки экономическая реальность часто меняется радикально.

Когда компания входит в режим дефицита ликвидности, она перестает жить по правилам «нормального бизнеса» и

начинает действовать в логике выживания. Оставшиеся денежные потоки направляются на приоритетные платежи, выводятся через аффилированные структуры или «обходят» те счета, на которые уже выставлены исполнительные листы. В результате деньги как бы есть, но на счетах должника, с которых пытается взыскать кредитор, их больше не будет.

Именно поэтому ожидание «автоматического взыскания» без анализа текущей экономики должника чаще всего заканчивается потерей времени и ростом издержек, а не реальным возвратом долга.

Анализируя наличие первого источника, нельзя ограничиваться бухгалтерской отчетностью за прошлый год. Она показывает вчерашнюю картину, а взыскание — это всегда про сегодня и завтра.

Поэтому при анализе долга мы смотрим два блока данных одновременно:

1. Отчетные признаки:

- динамика выручки за 2—3 года;
- прибыльность и рентабельность компании.

Эти данные позволяют понять, является ли бизнес живым.

2. Оперативные признаки (они гораздо важнее):

- приостановления операций по счетам;
- появление новых исполнительных производств;
- появление «зеркальных» компаний;
- возникновение иных признаков фактического прекра-

щения деятельности.

Именно эти маркеры чаще всего показывают, что деньги уже не проходят через контур компании-должника.

Приведу пример компании из сферы оптовых поставок. Долг перед кредитором — 12 млн рублей.

Отчетность за прошлый год:

— выручка — 96 млн рублей;

— чистая прибыль — 2,1 млн рублей.

На первый взгляд бизнес живой, есть поток. Но оперативный анализ показывает:

— основной расчетный счет заблокирован;

— платежи, скорее всего, уходят на счет связанной компании.

Вывод здесь сугубо экономический: ожидание поступлений на счет должника в такой ситуации не имеет смысла. Денежный поток либо уже распределяется по приоритетам выживания, либо выведен в другой контур, недоступный для прямого взыскания.

Это означает, что стратегия, основанная на ожидании и инерции исполнительного производства, заранее обречена на потерю времени. В этот момент аналитика должна фиксировать исчерпание первого источника и переводить фокус на анализ активов должника как следующего потенциально-го источника погашения долга.

Источник №2. Активы должника

Если первый источник недоступен или явно недостаточен,

аналитика переходит ко второму — активам должника.

При переходе к анализу активов важно сразу сделать одну оговорку: бухгалтерская отчетность почти всегда искажает реальную картину. Просто бухгалтерский баланс живет по своим правилам и плохо приспособлен для ответа на вопрос: «Сколько денег можно реально получить?»

На практике значительная часть активов в балансе либо раздута, либо фактически отсутствует. Поэтому в аналитике баланс используется не как источник истины, а как отправная точка для корректировок.

Самая проблемная статья — дебиторская задолженность. В балансе она часто выглядит внушительно, но по факту представляет собой «бумажную» сумму. Старые долги не списываются годами, даже если по ним истекли сроки, а контрагенты уже ликвидированы, или взыскание объективно невозможно. В балансе «дебиторка» есть, экономически ее нет. Именно поэтому при расчетах она рассматривается с максимальным скепсисом.

Основные средства — вторая зона системных иллюзий. Оборудование может числиться по высокой остаточной стоимости, но быть физически изношенным, требовать демонтажа и дорогостоящего вывоза, не иметь рынка перепродажи, находиться в залоге, лизинге или под иными обременениями. В результате продать такие активы быстро и по «балансовой цене» практически невозможно.

Запасы — еще более рискованная категория. В ряде слу-

чаев они существуют только в отчетности: устаревшие материалы, неликвид, списанные, но не отраженные позиции. Даже при их фактическом наличии реализуемость часто близка к нулю.

Именно поэтому в долговой аналитике активы оцениваются исключительно по ликвидационной стоимости. Нас не интересует цена актива на бумаге, основной акцент на том, сколько денег можно получить при его продаже в условиях взыскания.

На практике используются следующие ориентиры дисконтирования:

- основные средства: как правило, 40—60% от балансовой стоимости
- (в зависимости от износа, специфики оборудования и наличия рынка);
- запасы: 10—30%, а в ряде случаев — 0%, если реализуемость сомнительна;
- дебиторская задолженность: 0—20%;
- нематериальные активы: в подавляющем большинстве случаев 0%;
- денежные средства, как самый ликвидный актив, первыми выводятся со счетов, поэтому эту строку баланса смело можно принимать за 0%.

Эти коэффициенты не дают точного ответа, но формируют реалистичную базу для принятия решений. После корректировок становится понятно, есть ли у должника хотя

бы теоретическая ликвидационная масса, от которой можно отталкиваться, или активы существуют только на бумаге. И именно с этой точки начинается следующий шаг аналитики — сопоставление ликвидационной стоимости с общей задолженностью кредиторов и оценка реального потенциала второго источника погашения.

Рассмотрим типичную ситуацию из практики. Компания из производственного сектора.

Размер долга — 30 млн рублей. По бухгалтерскому балансу активы выглядят вполне убедительно.

Баланс (по отчетности):

— Основные средства: 80 млн руб.

— Запасы: 25 млн руб.

— Дебиторская задолженность: 40 млн руб.

— Денежные средства: 5 млн руб.

Итого активов по балансу — 150 млн руб.

На первый взгляд кажется, что проблем нет: активов в пять раз больше долга.

Но дальше включается пересчет в ликвидационную стоимость.

Шаг 1. Основные средства

Учитывая сферу деятельности компании-должника, в составе основных средств, скорее всего, производственное оборудование, складские стеллажи, вспомогательная техника. Вполне можно ожидать, что оборудование частично из-

ношено, демонтаж и вывоз требуют затрат.

Применяем консервативный коэффициент 50%.

$80 \text{ млн} \times 0,5 = 40 \text{ млн}$ рублей ликвидационной стоимости.

Шаг 2. Запасы

В отчетности — сырье и комплектующие. В зависимости от характера деятельности должника, можно ожидать, что часть запасов устарела, и быстрая реализация возможна только с большим дисконтом.

Применяем коэффициент 20%. $25 \text{ млн} \times 0,2 = 5 \text{ млн}$ рублей.

Шаг 3. Дебиторская задолженность

Отдельная проблема при анализе активов — дебиторская задолженность. На этом этапе кредитор не видит реальную структуру дебиторки. Он не знает контрагентов компании, какова давность задолженности, ведут ли дебиторы деятельность.

В распоряжении кредитора, как правило, есть только агрегированная цифра из бухгалтерского баланса. А это высокий уровень неопределенности и риска.

В такой ситуации аналитика исходит не из оптимистичных предположений, а из консервативной логики: неизвестная дебиторская задолженность априори считается низколиквидной. Практика показывает, что значительная часть таких сумм либо безнадежна, либо формально годами про-

должает числиться в балансе.

Именно поэтому при первичном расчете ликвидационной стоимости применяется жесткий дисконт, не как оценка конкретных дебиторов, а как плата за отсутствие информации и высокую вероятность нереализуемости.

В нашем примере используется коэффициент 10%:

$40 \text{ млн} \times 0,1 = 4 \text{ млн}$ рублей ликвидационной стоимости.

Шаг 4. Денежные средства

Отдельно стоит остановиться на денежных средствах. Это самый ликвидный актив, который исчезает при появлении у компании проблем.

Если на дату отчетности на счетах отражены денежные средства, это не означает, что они сохранились до текущего момента и доступны для взыскания.

На практике при возникновении первых признаков дефицита ликвидности остатки на счетах оперативно расходуются, и денежный поток уходит по другим каналам.

Как кредитор, мы не имеем доступа к текущим банковским остаткам и не можем подтвердить наличие этих средств. Следовательно, будет ошибкой рассчитывать на них как на источник погашения. Именно поэтому денежные средства, отраженные в прошлой отчетности, принимаются с коэффициентом 0.

Итоговый расчет ликвидационной стоимости

Сводим показатели с учетом корректировок и реальных допущений аналитики:

— Основные средства — 40 млн руб. ($80 \text{ млн} \times 50\%$)

— Запасы — 5 млн руб. ($25 \text{ млн} \times 20\%$)

— Дебиторская задолженность — 4 млн руб. ($40 \text{ млн} \times 10\%$)

— Денежные средства — 0 руб.

Итого ликвидационная стоимость активов — 49 млн руб.

По бухгалтерскому балансу активы компании составляли **150 млн рублей**.

Фактически, при переходе от отчетности к реальной экономике активы «сжались» более чем в три раза. И это еще без учета других кредиторов, расходов на реализацию и временного фактора.

Этот пример хорошо показывает, зачем в углубленной аналитике нужен пересчет активов в ликвидационную стоимость: не для получения «точной цифры», а для устранения иллюзий и понимания реального масштаба второго источника погашения долга.

Конкуренция кредиторов за активы

После того как активы пересчитаны в ликвидационную стоимость, возникает еще один вопрос, который нельзя игнорировать: в каком порядке кредиторы получают удовлетворение требований. Именно здесь у многих ожидания окончательно расходятся с реальностью.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.