ГРОМАДСЬКА ОРГАНІЗАЦІЯ “ВСЕУКРАЇНСЬКЕ ОБ’ЄДНАННЯ
«УКРАЇНСЬКЕ ТОВАРИСТВО ОЦІНЮВАЧІВ»

ВІСНИК ОЦІНКИ

НАУКОВО-ПРАКТИЧНИЙ ЖУРНАЛ

Заснований у квітні 1996 року

№ 3 (56) липень-вересень 2019

КИЇВ

Редакційна рада

Головний редактор	Драпіковський О.І.
Відповідальний секретар	Крижановська Т.В.
Члени редакційної ради	Воронін В.О., доктор технічних наук, професор Галасюк В.В., кандидат економічних наук Заяць В.М., доктор економічних наук Кірічек Ю.О., доктор технічних наук, професор Коваль О.В., кандидат економічних наук Маркус Я.І., кандидат технічних наук Огаджанян А.Б. Розенфельд О.І., доктор економічних наук, професор Сімонова Л.М., кандидат технічних наук Шалаєв В.М. Якубовський В.В., доктор технічних наук, професор

Адреса	01133, Київ, вул. Генерала Алмазова, 18/7, офіс 209 e-mail: assetuto@i.kiev.ua
Сайт видання	http: //www.uto.com.ua
Свідоцтво про Державну реєстрацію	друкованого засобу масової інформації – серія КВ №1937 – видане міністерством України у справах преси та інформації 24 квітня 1996 року.
Заснований	квітень 1996 року
Засновник та видавець	Всеукраїнська громадська організація «Українське товариство оцінювачів» Виходить 4 рази на рік
Мова видання	українська та російська

Редакція може не поділяти думку авторів

© **ВІСНИК ОЦІНКИ**

ЗМІСТ

ТЕОРІЯ ТА МЕТОДОЛОГІЯ ОЦІНКИ БІЗНЕСУ

Чиркин А. Н.
ОЦЕНКА БИЗНЕСА: ПОЛЕ ДЛЯ ПОСТОЯННОГО ДВИЖЕНИЯ 4

Огаджанян А. Б.
ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ОЦІНКИ БІЗНЕСУ 10

Амфитеатров А. Д.
ПЛЮСЫ И МИНУСЫ ПРОЦЕДУРЫ СКВИЗ-АУТ В УКРАИНЕ. ОПЫТ ДРУГИХ СТРАН 15

Маркус Я. И.
ДОСТОВЕРНОСТЬ РЕЗУЛЬТАТА ОЦЕНКИ ИМУЩЕСТВА (НА ПРИМЕРЕ ОЦЕНКИ ПАКЕТА АКЦИЙ) 26

Доценко І. В.
ПИТАННЯ РЕПРЕЗЕНТАТИВНОСТІ ІНФОРМАЦІЇ ЩОДО ЦІН ПРОДАЖУ (ПРОПОНУВАННЯ) АКЦІЙ З МЕТОЮ ВИЗНАЧЕННЯ ЇЇ АДЕКВАТНОСТІ 32

Герасименко О., Назирова В. П.
ДЕЯКІ ПРОБЛЕМНІ ПИТАННЯ З ПРАКТИКИ ОЦІНКИ 42

Саяпина Л. Г., Корсунский Д. И.
ОСОБЕННОСТИ РЕГУЛИРОВАНИЯ НЕЗАВИСИМОЙ ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЙ (БИЗНЕСА) В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ 47

Жулдыбин А. В.
ОЦЕНКА ПРЕДПРИЯТИЙ (БИЗНЕСА) В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ 51

МЕТОДИ ТА ПРАКТИКА ОЦІНЮВАННЯ

Петенко С. О.
ОСОБЛИВОСТІ РОЗРАХУНКУ СТАВКИ ДИСКОНТУВАННЯ В ДОХІДНОМУ ПІДХОДІ ПРИ ОЦІНЦІ БІЗНЕСУ 58

Стадник В. С.
ОЦЕНКА БИЗНЕСА: ОСОБЕННОСТИ МОДЕЛИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ 64

Воронин В. А., Лянце Э. В.
ПРОБЛЕМЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ДОХОДНОГО ПОДХОДА В ОЦЕНКЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ В НЕДВИЖИМОСТЬ С КОММЕРЧЕСКИМ ПОТЕНЦИАЛОМ 68

Трифонов Н. Ю.
О МЕТОДЕ ПРИВЕДЕННОГО ПОТОКА ПЛАТЕЖЕЙ: МЕТОДИЧЕСКАЯ ЗАМЕТКА 76

ОЦЕНКА БИЗНЕСА: ПОЛЕ ДЛЯ ПОСТОЯННОГО ДВИЖЕНИЯ

Андрей Чиркин,
ООО «УВЕКОН-ХАРЬКОВ»

Мы живем в беспокойное время. Люди стали много кушать и мало читать.

Г. Горин

Я уверен: книгу ничто не заменит в будущем, так же как ничто не могло заменить её в прошлом.

А. Азимов

Просто читай, и пусть слова ласкают твой слух, словно музыка.

Р. Даль

Постановка проблемы. По наблюдениям автора, последних годы украинские оценщики, в том числе практикующие оценку бизнеса (предприятий, ЦИК), значительно бóльшую часть времени, отводимого для своей профессиональной деятельности, посвящают именно деятельности практической, не уделяя зачастую необходимого внимания методологическому развитию и теоретической подготовке. Можно достаточно долго обсуждать объективные и субъективные причины такого положения дел, однако ясно, что это явление не способствует как повышению уровня самих оценщиков, так и развитию профессии в целом.

Не зря такие международные оценочные сообщества, как RICS и TEGoVA, пусть даже в определенной степени формально, но поощряют в своих участниках постоянное периодическое участие в конференциях, семинарах, научно-исследовательской деятельности и т.д.

Анализ публикаций. На сегодняшний день в Украине доступно достаточно большое количество литературы по всем направлениям оценочной деятельности – на языках, понятных представителям оценочного сообщества. И это количество неуклонно увеличивается, при этом интересно, что более «старые» источники в целом не теряют своей актуальности.

С другой стороны, трудно бы было ожидать, что после 50 – 60 лет развития, в частности, оценки бизнеса, каждая из таких публикаций будет содержать нечто принципиально новое, тем более, для оценщиков, практикующих уже 10 – 15 лет. Однако каждый автор, как правило, пишет о том, что ему ближе, о наработанных и выверенных технических приемах или теоретической подоплеке практических аспектов оценки. Поэтому подобные источники ценны как раз нюансами, которые не всегда воспринимаются при поверхностном просмотре соответствующих публикаций и требуют вдумчивого изучения.

Цель исследований. Данная короткая публикация посвящена ряду как раз таких методологических и практических аспектов оценки бизнеса, которые отмечены в, хочется подчеркнуть, не самой последней книге Шеннона Пратта «Стоимость капитала. Расчет и применение» [1]. Эти аспекты разноплановы, не формируют какой-то общей картины оценки и не относятся к одному узкому направлению в рамках оценки бизнеса. Однако в последние годы на практике неоднократно приходилось сталкиваться с большинством из этих аспектов, при том, что «традиционно известные» в Украине пособия по оценке зачастую не дают их описания либо однозначной трактовки. Поэтому тем более важным представляется продемонстрировать и обсудить взгляд на них Пратта, считающегося «классиком» оценки бизнеса в США.

Постановка задачи и результаты исследований

1. Глава 3 [1]

1.1. Часто в литературе упоминается, что чистые денежные потоки (далее – ЧДП), используемые в методе DCF, должны быть представлены именно наиболее ожидаемыми значениями, взвешенными на показатели вероятности получения этих потоков. Однако на практике в подавляющем большинстве ситуаций аналитики (оценщики) не имеют такого распределения вероятностей и их количественной оценки. Соответственно, такое распределение ожидаемых ЧДП является скорее теоретической концепцией, о существовании которой, тем не менее, оценщики должны знать.

1.2. Существуют две причины того, что ЧДП является на практике предпочтительной оценкой экономического дохода:

- концептуальная причина: это реально оценка того дохода, который инвесторы фактически ожидают получить;
- эмпирическая причина: это мера экономического дохода, по которой имеются наиболее достоверные исторические данные для расчета ставки дисконтирования.

Таким образом, важно понимать, что развитая на сегодня техника определения ставок дисконтирования очень тесно связана с ЧДП и его структурой.

2. Глава 4 [1]

2.1. Применение широко известного метода Гордона предполагает, что используемое значение ЧДП ($ЧДП_0$) представляет собой нормализованное значение денежного потока, а не фактическое значение ЧДП за период 0. Иначе экономический смысл модели может быть потерян. Наиболее распространенный вариант нормализации – это внесение соответствующих нормализующих поправок, элиминирующих влияние неповторяющихся факторов. Если же аналитик все-таки использует в качестве модельного $ЧДП_0$ фактические результаты конкретного года, в Отчете необходимо обосновать предположения о том, что данный год может рассматриваться в качестве наиболее реалистичной базой для ожидаемого модельного роста.

Данные размышления также очень актуальны применительно к использованию в условиях Украины модели дисконтирования дивидендов (в основе которой также лежит метод Гордона) – для адекватности использования модели нужны как минимум:

- базовый (экономически обоснованный) уровень дивидендных выплат,
- уверенность в том, что дивидендные выплаты будут осуществляться ежегодно,
- обоснованно ожидаемые темпы изменения дивидендных выплат в будущем.

2.2. У Пратта [1] однозначно указано, что при использовании «Правила середины года» (дисконтирования на середину периода) терминальная стоимость (стоимость реверсии), определяемая с использованием метода Гордона, также должна дисконтироваться с показателем степени n–0,5. На первый взгляд, это может вызывать существенные сомнения, ведь на середину года дисконтируются ЧДП за каждый из n лет, которые составляют прогнозный период [2], именно для того, чтобы отразить факт получения ЧДП не дискретно в конце каждого года, а более-менее равномерно в течение этого года; терминальная же стоимость, как оценочная процедура, моделирует получение дохода от единоразовой, дискретной, перепродажи объекта инвестиций в конце года n.

Тем не менее, если вспомнить, что базовая формула метода прямой капитализации, используемая чаще всего при определении терминальной стоимости *TV*:

$$PV = TV = \frac{CF_1}{R}$$

предполагает поступление периодического дохода дискретно в конце выбранного периода времени[1], то возникает некое противоречие между, с одной стороны, дисконтированием ЧДП за каждый из n периодов времени в течение прогнозного периода – на середину периода, и с другой стороны – определением терминальной стоимости (стоимости реверсии) *TV* на базе неявного предположения о том, что после факта гипотетической перепродажи объекта инвестиций периодические ЧДП, связанные с ним, будут поступать к новому собственнику дискретно и в конце каждого года.

Для снятия такого противоречия с точки зрения математики в предыдущей формуле имеет смысл «сдвинуть» при дисконтировании момент получения дохода, как и в ЧДП в течение прогнозного периода, на полгода «назад», ближе к дате оценки, т.е. значение терминальной стоимости, адекватно отражающие поступление будущих ЧДП (которые и определяют, в конечном итоге, ее размер) в середине года, будет иметь вид:

$$TV_{medium} = \frac{CF_1 \times (1+Y)^{0,5}}{R} = TV \times (1+Y)^{0,5}$$

Тогда при расчете текущей стоимости реверсии как последнего слагаемого стандартной базовой формулы метода DCF как раз неизбежно и появляется показатель степени n – 0,5 для дисконтирования классически рассчитываемого значения TV:

$$PV\ of\ TV = \frac{TV_{medium}}{(1+Y)^n} = \frac{TV \times (1+Y)^{0,5}}{(1+Y)^n} = \frac{TV}{(1+Y)^{n-0,5}}$$

Необходимо подчеркнуть, что такой показатель степени n – 0,5 при дисконтировании является верным только в случае, когда терминальная стоимость определяется с использованием метода Гордона, по сути, на основании анализа ЧДП, ожидаемых в постпрогнозный период. В тех экзотических случаях, когда терминальная стоимость определяется по методологии сравнительного или имущественного подходов, показатель степени в знаменателе должен составлять n.

3. Глава 6 [1]

В подавляющем большинстве источников, руководств и пособий по оценке бизнеса в структуру капитала компании в качестве заемного капитала включаются только долгосрочные обязательства. Однако часто, в том числе и в условиях Украины, небольшие закрытые компании используют краткосрочный процентный долг на постоянной основе, как если бы он был долгосрочным.

В этом случае «переклассификация» такого краткосрочного долга и включение его в структуру инвестированного капитала в качестве заемного зависит от позиции аналитика. В такой ситуации важно не допускать «двойного счета» и не учитывать краткосрочный долг при определении рабочего капитала компании.

Характерно, что и авторы [3] указывают на то, что в составе балансовой стоимости долга некоторые источники рекомендуют учитывать только долгосрочный долг, другие же – весь долг, отягощенный выплатой процентов.

4. Глава 7 [1]

4.1. Ставку дисконтирования для инвестированного капитала WACC обычно используют при оценке всего инвестированного капитала компании. Однако иногда и стоимость собственного (акционерного) капитала имеет смысл определять как стоимость инвестированного капитала минус рыночная стоимость долга: в частности, такой технический прием используется в случаях со значительным внешним финансированием оцениваемых компаний.

[1] Что однозначно подтверждается «предельным переходом» базовой формулы метода DCF к методу прямой капитализации.

4.2. При последовательном определении значения ставки дисконтирования WACC через ставку дисконтирования для собственного капитала CAPM может возникнуть вопрос о том, какую структуру капитала использовать. В этом случае рекомендуются следующие решения:

- если объект оценки – миноритарный интерес (а стоимость собственного капитала определяется через стоимость инвестированного, как указано выше), собственник которого не может поменять структуру капитала компании – логично использовать фактическую структуру капитала;
- если объект оценки – контрольный интерес, более разумным ориентиром представляется среднеотраслевая структура капитала. При этом рекомендуется помнить, что, если объектом оценки является закрытая или небольшая компания, то по объективным и субъективным причинам соответствующая среднеотраслевая структура капитала для них недостижима (в случае, если информация о такой структуре формируется по статистике открытых компаний);
- если объект оценки – контрольный интерес, но определяется не рыночная, а инвестиционная стоимость, то может быть использована фактическая (продавца) или желаемая (покупателя) целевая структура капитала.

5. Глава 8 [1]

Достаточно широко распространено мнение о том, что премия к ставке дисконтирования за размер компании уже отражает некоторые факторы, которые часто относят к факторам специфического риска. Поэтому аналитик должен стараться в премии за специфические риски учитывать только уникальные для компании факторы.

«К сожалению, несмотря на широкое использование аналитиками… премии за специфический риск компании в кумулятивной модели (равно как и в CAPM), мне не известно о существовании каких-либо научных исследований этого вопроса, и решение здесь остается пока во власти субъективного, по существу, суждения аналитика» [1].

6. Глава 10 [1]

Значения β одних и тех же акций (компаний), публикуемые различными финансовыми организациями и используемых в методе CAPM, могут в общем случае несколько отличаться. Это происходит из-за возможных отличий 4 переменных, используемых в расчетах:

- продолжительность общего срока, в течение которого измеряется доход на акцию;
- частота измерений внутри этого срока (периода времени);
- выбор индекса, который характеризует состояние рынка и с которым происходит сопоставление доходности компаний – S&P, NYSE, etc.;
- безрисковая ставка, относительно которой измеряется «избыточная» доходность компании. Так, в частности, Ibbotson считает лучшим вариантом для сравнительного анализа доходность 20-летних казначейских облигаций, эмитируемых с 1926 года.

Основные выводы для украинской оценочной практики:

- если аналитик при оценке бизнеса использует CAPM, то он, в частности, должен последовательно выбирать безрисковую ставку и значения β, которые с этой ставкой коррелируют;
- вообще вся схема построения CAPM должна быть по возможности максимально согласована в части данных, используемых на всех этапах.

7. Глава 13 [1]

При оценке с использованием доходного подхода считается общепринятым вносить поправки на контрольные или миноритарные интересы в прогнозируемые денежные потоки, или в стоимость компании, а не в ставку дисконтирования.

В идеале ставка дисконтирования отражает базовый уровень риска конкретной отрасли. Действительно, во многих случаях контрольный (мажоритарный) акционер может увеличить уровень денежного потока компании, но в общем случае ниоткуда не следует, что это обязательно повлияет на общий уровень риска получения компанией денежных потоков.

8. Глава 15 [1]

Следующие комментарии интересны в первую очередь для аналитиков, работающих в условиях украинского фондового рынка, в части репрезентативности исходных данных о стоимости компаний-аналогов (сопоставимых ЦИК) и осторожности их трактовки для целей оценки (не говоря уже о данных о сделках за пределами фондового рынка, которые на практике также могут быть доступны, но «рыночность» которых крайне часто остается под большим вопросом):

«По-моему, следует подчеркнуть, что когда цена акции публичной компании сильно отклоняется от своей внутренней стоимости (для финансового покупателя и даже, возможно, для нормального стратегического покупателя), то, вероятно, публичная рыночная стоимость не имеет смысла, и ею следует полностью пренебречь»[2] [1].

И А. Дамодаран, вслед за Праттом отмечает: «Какие ошибки… совершают рынки при относительной оценке? Вы фактически предполагаете, что рынки правы в среднем, но ошибаются в частных случаях отдельных компаний» [5].

«Когда я размышляю об инвестициях на основе мультипликаторов, я ищу несоответствия; я ищу компании, которые не соответствуют стандарту. Что я имею в виду? Большинство компаний, торгуемых по низкому отношению цены к прибыли, заслуживают этого. Они показывают высокий риск или низкий рост и ужасную доходность капитала. В идеальной компании я хотел бы видеть следующее: я бы хотел, чтобы отношение цены к прибыли было низким (мне хочется покупать дешевле); я бы хотел высоких темпов роста (потому что низкие темпы роста объясняют низкое отношение цены к прибыли); я бы хотел увидеть низкий риск, потому что, опять же, высокий риск мог бы объяснить низкое P/E. И я хотел бы получить высокую доходность капитала… Вы спросите: каковы же шансы найти что-то подобное? Может, и невелики, но поискать – можно» [6].

9. Глава 18 [1]

Наши Национальные стандарты [2] предусматривают возможность как номинальных, так и реальных ЧДП и ставок дисконтирования. С точки зрения Пратта [1], в странах со «зрелой» экономикой доходный подход традиционно реализуется с использованием номинальных денежных потоков и номинальной ставки дисконтирования. В странах с гиперинфляцией принято выражать потоки и ставку дисконтирования в реальных величинах. В связи с этим необходимо упомянуть и аналогичные, но более развернутые рекомендации Т. Коупленда и соавторов [7]: при оценке на развивающихся рынках действительно осуществляется построение денежных потоков в реальном выражении, однако оно требует также и дополнительных корректировок ряда составляющих ЧДП на

[2] Хочется еще раз напомнить, что помимо Пратта и некоторых других, А. Дамодаран также связывает понятие «внутренней стоимости», косвенно характеризуя ее как «более объективную», с доходным подходом: «Что такое внутренняя стоимость? Внутренняя стоимость – оценка внутренней ценности бизнеса, функционирования предполагаемых денежных потоков, роста и рисков. Это основной образ мыслей касательно оценки, и он лежит в основе практически всего, что мы делаем в ней» [4].

влияние инфляционных процессов: как минимум «налоговой защиты» (амортизация, обслуживание долга) и потребности в рабочем капитале[3].

Выводы.

Как уже упоминалось в самом начале, обсуждаемые выше и подобные им вопросы встают перед аналитиком, оценщиком-практиком, достаточно часто. А от корректности их решения может зависеть как выбранная техника выполнения необходимых оценочных процедур, так и адекватность полученного значения стоимости.

В таких случаях представляется очень полезным изучать доступный опыт и рассуждения коллег, а не основываться исключительно на своих привычках, традициях и опыте, который у одного отдельного индивидуума объективно будет достаточно ограниченным.

Порой даже у серьезных и авторитетных авторов мнения по одному и тому же вопросу могут не полностью совпадать – тем интереснее и полезнее узнать их обоснование и то, насколько оно соответствует экономической, рыночной и человеческой логике. А в спорах, в сопоставлении различных точек зрения скорее родится если и не абсолютная, то хотя бы относительная истина.

Тем более, что оценка сложных по своей природе объектов, в том числе и оценка бизнеса – это вид деятельности, который невозможно полностью формализовать и алгоритмизировать до мельчайших технических приемов как раз из-за их сложной природы и динамичности среды, в которой они функционируют, продаются и оцениваются. Что в очередной раз может быть подтверждено относящейся как раз к подобной ситуации цитатой из классического труда общеизвестных авторов в области финансовых консультаций, аналитики и оценки:

«На практике редко бывает так уж легко выбрать ставку дисконтирования. (В конце концов, не можете же вы надеяться, что вам будут платить хорошую зарплату просто за подстановку цифр в формулу)» [8].

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Шеннон П. Пратт. Стоимость капитала. Расчет и применение / Пер. с англ. Бюро переводов Ройд. 2-е изд. – ИД «Квинто-Консалтинг», 2006. – 455 с.
2. Національний стандарт 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів», затверджений Постановою КМ України № 1655 від 29.11.2006 р.
3. Г. Б. Смирницкий, А. Н. Чиркин. Оценка бизнеса: основы, инструментарий, практика. – К.: Издательство «Арт Экономи», 2013. – 312 с.
4. А. Дамодаран. Оценка. Лекция 2. Внутренняя стоимость: основы. Русский перевод: Альт-Инвест. Ссылка в интернете: https://www.youtube.com/watch?v=-LCaTMWbG8Y.
5. А. Дамодаран. Оценка. Лекция 1. Введение. Русский перевод: Альт-Инвест. Ссылка в интернете: https://www.youtube.com/watch?v=P3wsyjuFDvc.
6. А. Дамодаран. Оценка. Лекция 15. Мультипликатор P/E. Русский перевод: Альт-Инвест. Ссылка в интернете: https://www.youtube.com/watch?v=a9m723VBV-c.
7. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компании: оценка и управление. – 3-е изд., перераб. и доп. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.
8. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2008. – 1008 с.

[3] Данный вопрос уже обсуждался на предыдущих конференциях и в материалах «Вестника оценки».

ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ОЦІНКИ БІЗНЕСУ

Артур Огаджанян,
партнер ТОВ «Делойт і Туш»

1. Бізнес як об'єкт оцінки

Рівні вартості бізнесу відповідно до МСО 2017:

- вартість підприємства;
- загальна вартість інвестованого капіталу;
- операційна вартість;
- вартість власного капіталу.

Вартість підприємства: Загальна вартість акціонерного капіталу бізнесу плюс вартість боргу або зобов'язань, що прирівнюються до боргу, за вирахуванням грошових коштів або їх еквівалентів, доступних для виконання цих зобов'язань.

Загальна вартість інвестованого капіталу: Загальна сума коштів, інвестованих у бізнес, незалежно від їх джерела (часто відображає вартість сукупних активів) за вирахуванням поточних зобов'язань і грошових коштів.

Операційна вартість: Загальна вартість операційної діяльності бізнесу за винятком вартості будь-яких неопераційних активів і зобов'язань.

Вартість власного капіталу: Вартість бізнесу для всіх його акціонерів (учасників).

Рис. 1 Що являє собою бізнес – взаємозв'язки

2. Вільні грошові потоки на інвестований капітал та на власний капітал

Вільний грошовий потік на інвестований капітал (опція 1):

Операційний прибуток (EBIT) – Податки на EBIT = NOPLAT (чистий операційний прибуток за вирахуванням відкоригованих податків) + Амортизація ОЗ та НМА +/– Зміна робочого капіталу – Капітальні витрати

Вільний грошовий потік на інвестований капітал (опція 2):

Чистий прибуток + Амортизація ОЗ та НМА + Витрати на обслуговування боргу зменшені на податок на прибуток[4] +/– Зміна робочого капіталу – Капітальні витрати

[4] Входять до складу операційних витрат, але мають бути додані до грошових потоків, що розраховані без урахування боргу

Вільний грошовий потік на власний капітал:

Чистий прибуток + Амортизація ОЗ та НМА +/– Зміна робочого капіталу – Капітальні витрати +/– Зміна довгострокового боргу

3. Підходи до оцінки та техніка оцінки залежно від мети та об'єкта оцінки

Огляд прикладів з практики

- Продаж акцій або 100% акціонерного капіталу
- Розгляд вартості інвестованого капіталу з метою укладання угоди
- Вартість майнового комплексу як об'єкта застави
- Оцінка економічного знецінення
- Оцінка готельного бізнесу
- Продаж мережі АЗС
- Оцінка гірничорудних та нафтогазовидобувних компаній
- Оцінка бізнесу природньої монополії
- Бізнес-комбінації (розподіл ціни придбання відповідно до МСФЗ)

4. Припущення та спеціальні припущення

Припущення – це твердження, що вочевидь є достатнім для того, щоб прийняти його як факт у контексті завдання на проведення оцінки без спеціального дослідження або перевірки.

Спеціальне припущення – це припущення, яке або припускає факти, що відрізняються від існуючих на дату оцінки, або яке б не розглядалось типовим учасником ринку у транзакції на дату оцінки.

Застосування припущень в оцінці бізнесу вимагає аналізу та врахування факторів, що роблять застосування таких припущень обґрунтованими або, навпаки, неприйнятними.

5. Оцінка акціонерного капіталу/акцій

Дві можливі опції для оцінки акціонерного капіталу:

1. Використанням вільного грошового потоку на власний капітал
   - оцінка банківського бізнесу;
   - у деяких випадках – оцінка компанії з надання професійних послуг.

2. Використання вільного грошового потоку на інвестований капітал

   - прогнозування вільних грошових потоків до власного капіталу вимагає прогнозування точних сум отриманих довгострокових боргів, їх погашення та витрат на обслуговування. Зазвичай це стає складним завданням;
   - аналіз боргу: рекласифікація та нормалізація іноді є важливими, особливо коли оцінка необхідна для цілей угоди.

6. Оцінка вартості підприємства (інвестованого капіталу)

Результатом оцінки є загальна вартість власного капіталу та запозиченого капталу (борг, обтяжений відсотками).

Така оцінка часто вимагається у випадках:

- для цілей укладання угод;
- тестування на знецінення у відповідності до МСФЗ;
- оцінка економічного знецінення;
- оцінка комплексу основних засобів.

Оцінка підприємства для цілей укладання угоди виконується часто, коли…

- покупець має відношення до боргу підприємства, що розглядається для придбання

або

- борг може бути реструктурований, а його точна сума є також предмет домовленості між сторонами можливої угоди.

7. Комплекс основних засобів як об'єкт застави

Оцінюючи об'єкт застави, важливо виходити з припущення, що об'єкт оцінки має бути проданий. Аналіз ліквідності комплексу має завжди передувати оцінці.

Три етапи оцінки комплексу основних засобів:

- оцінка вартості підприємства;
- виведення вартості необоротних активів у цілому від вартості підприємства;
- оцінка активів, крім тих, що утворюють комплекс основних фондів, та їх вирахування із вартості основних засобів.

8. Припущення та спеціальні припущення при оцінці комплексу основних засобів як об'єкта застави

Практична ситуація:

Компанія виробляє продукцію, що користується певним попитом, але за технологією, що витісняється з ринку. Зміна технології означає повну реконструкцію і переоснащення підприємства, пов'язана із суттєвими капітальними вкладеннями.

Застосування припущень:

- підприємство діє протягом певного, обмеженого періоду часу;
- протягом зазначеного часу виробництво поступово виводиться з експлуатації – впорядкована ліквідація;
- термінальна вартість розраховується як вартість ліквідації залишкових активів.

За умов коректності таких припущень, вони є звичайними, а не спеціальними. Окрім того, прогнозуючи варіант масштабної реконструкції, оцінювач відхилився би від мети оцінки.

Застосування спеціальних припущень:

- прогнозується поступова масштабна реконструкція протягом певного періоду з впровадженням нової технології;
- термінальна вартість розраховується на базі припущення про повне оновлення бізнесу.

З огляду на те, що йдеться про повне оновлення активів, технології, кадрів, якості продукції, таке припущення швидше за все має бути визнане спеціальним і має бути спеціально обумовлене обсягом робіт.

Застосування таких припущень за умов оцінки міноритарного пакету акцій є сумнівним, тому що рішення щодо масштабної реконструкції вимагає певного рівня контролю.

9. Розрахунок економічного знецінення

Оцінка економічного знецінення зазвичай необхідна для визначення справедливої вартості спеціалізованих активів з метою фінансової звітності.

Основна ідея – це порівняння…

ринкової вартості необоротних активів в цілому (подібно до концепції «одиниці, що генерує грошові потоки»)

та

суми індивідуально оцінених позицій, що складають такий комплекс необоротних активів.

Рис. 2 Розрахунок економічного знецінення

Коли сума індивідуально оцінених активів перевищує вартість одиниці, що генерує грошові потоки, це є свідченням економічного знецінення тих активів, які є спеціалізованими та оцінюються за допомогою витратного підходу.

10. Приклади оцінки бізнесу

10.1 Оцінка мережі АЗС

Ключові висновки з практики оцінки для продажу

Припущення, що використовуються при оцінці бізнесу, відрізняються від припущень, зазвичай необхідних для оцінки активів мережі (або окремих АЗС):

- торгові марки не повинні включатися до оцінки, якщо предметом оцінки є майно (основні засоби) – слід використовувати середню ринкову націнку, а спеціальні програми лояльності / вигоди повинні бути виключені з прогнозів;
- націнка може бути додатково зменшена шляхом вирахування з неї середньої оптової націнки – виходимо з припущення, що паливо купується у зовнішніх оптових торговців;
- економіка операцій мережі може суттєво відрізнятися від економіки окремих АЗС (або групи АЗС), які аналізуються як не пов’язані з мережею – слід аналізувати операційні витрати.

10.2 Оцінка гірничорудних та нафтогазовидобувних компаній

Для оцінок бізнесу гірничодобувних та нафтогазовидобувних компаній дуже важливим є:

- наявність результатів оцінки резервів та ресурсів – слід віддавати перевагу останнім оцінкам родовищ, які проводили авторитетні міжнародні компанії;
- наявність плану видобутку та відповідної інвестиційної програми.
- Майже завжди плани видобутку повинні переглядатися та оновлюватися оцінювачем щодо правильності витрат, цін, індексів, ставок знижок тощо.
- період прогнозу не може бути необґрунтовано обмежений моделлю Гордона, яка використовується для розрахунку термінальної вартості.

10.3 Оцінка готельного бізнесу

Складові грошових потоків	Мета
Робочий капітал станом на дату оцінки вираховується від вартості бізнесу (інвестованого капіталу)	Отримання вартості необоротного капіталу
Платежі роялті за використання бренду мережі включаються до складу операційних витрат	З вартості необоротного капіталу виключається вартість бренду
Грошові потоки включають капітальні та/або операційні витрати, пов’язані з обов’язковим виконанням вимог мережі	Обов’язкова умова для прогнозування грошових потоків, що генеруються готелем, якій функціонує під брендом певної мережі
До складу операційних витрат можуть бути включені суми винагороди, що сплачуються керуючій компанії	З вартості необоротного капіталу виключається вартість підготовленого менеджменту як нематеріального активу
Окремо оцінюється рухоме майно, вартість якого вираховується з вартості необоротних активів	З вартості необоротного капіталу виключається вартість рухомого майна
За умов вирахування з вартості необоротних активів вартості нематеріальних активів та рухомого майна, результатом є вартість нерухомості	

10.4. Оцінка бізнесу природньої монополії.

Ключові висновки з практики оцінки

1. На відміну від оцінок немонопольних видів бізнесу такі оцінки потребують глибокого знання певного законодавчого та регулятивного режиму:

- чинний регуляторний режим повинен бути ретельно вивчений і зрозумілий;
- слід враховувати, що очікувані зміни в законодавстві, що впливають на бізнес, є проблемою в таких оцінках.

2. Оцінка бізнесу може проводитись разом із оцінкою її активів.

3. Розрахунок ставки дисконтування:

- бета-коефіцієнт та премія за специфічний ризик компанії можуть залежати від порівнянності регулювання в різних юрисдикціях;
- слід зазначити, що зазвичай природні монополії мають гарантований попит на свої послуги.

ПЛЮСЫ И МИНУСЫ ПРОЦЕДУРЫ СКВИЗ-АУТ В УКРАИНЕ. ОПЫТ ДРУГИХ СТРАН

Алексей Амфитеатров,
КК «ОСТРОВ»

В 2017 году вступили в силу изменения в Закон Украины «Об акционерных обществах», направленные на повышение уровня корпоративного управления в акционерных обществах. В частности, они ввели процедуру «сквиз-аут» (squeeze-out) – специальные правила выкупа акций миноритарных акционера мажоритарным акционером или несколькими, которые совокупно владеют более 95% акций компании за надлежащую компенсацию.

Подобная практика в мире существует уже не один десяток лет. Появление таких процедур в Украине – это выполнение требования по имплементации Директивы ЕС в части реформы фондового рынка.

Давайте разберемся:

- Все ли сделали правильно наши законодатели и регулятор рынка ценных бумаг – Национальная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку, с точки зрения контроля процедуры сквиз-аут и возможности ее приостановления для защиты прав акционеров?
- Как защищены миноритарные акционеры, акции которых выкупаются в принудительном порядке?
- Какую роль играет независимый оценщик в процедуре «сквиз-аут» в Украине?
- Какие угрозы несет некачественная оценка корпоративных прав, проводимая оценщиками рынку ценных бумаг и инвестиционному климату в Украине?
- Какая практика в других странах именно в оценке акций, а также гарантиям определения справедливой оценки, предусмотренных иностранным законодательством?

Прежде, чем перейти к изложению основного материала статьи, хочу поблагодарить партнера юридической фирмы «Василь Кисиль и Партнеры», Владимира Игонина и отметить, что данная статья подготовлена с его разрешения и с использованием части материалов статьи «Сквиз-аут, который выстоял в судах». Часть вторая: оценка акций».

Так как оценщиков и регуляторов оценки и рынка ценных бумаг, волнует в большей степени именно справедливая оценка, то мы будем говорить о практике иностранных судов именно в оценке акций, а также гарантиям определения справедливой оценки, предусмотренных иностранным законодательством. Как в Украине, так и за рубежом, речь идет о защите прав миноритарных акционеров в нескольких ситуациях выкупа акций, поэтому мы рассмотрим процедуру оценки акций не только для «сквиз-аута», но и в других случаях передачи акций, предусматривающих их оценку, если соответствующие подходы к оценке акций релевантные для «сквиз-аута».

Начнем со ссылки на общеевропейский документ по осуществлению процедуры сквиз-аута, а так как Украина движется в сторону имплементации своего законодательства с законодательством ЕС, то кратко изложим его основополагающие моменты.

Гарантии справедливой оценки акций в странах ЕС

Члены Европейского Союза определяют порядок осуществления процедуры сквиз-аута, руководствуясь *Директивой о предложениях поглощения*. Директива в ч. 5 ст. 15 требует, чтобы государства-члены обеспечили определения справедливой цены выкупа акций.

Подходы отдельных государств-членов ЕС могут отличаться, поскольку каждое государство определяет свой подход на свое усмотрение, но с соблюдением предусмотренных Директивой целей.

Вышеупомянутая Директива о предложениях поглощения устанавливает правила определения цены поглощения, ниже которой не может быть цена сквиз-аута (ч. 4, 5 ст. 5, ч. 5 ст. 15).

В соответствии с Директивой, государства-члены ЕС могут предоставить регуляторам право корректировать цену, определенную на основе цены поглощения. Для этого соответствующие органы могут определить случаи и критерии такой корректировки.

Директива содержит исчерпывающий перечень критериев и позволяет применять любые объективные критерии оценки, которые обычно используют в финансовом анализе. Среди возможных случаев (предпосылок для) корректировка цены Директива определяет манипулирования ценами на фондовом рынке.

Украина

Насколько совершенная процедура «сквиз-аут» в Украине?

В Украине процедуры «сквиз-аут» и «сейл-аут» регламентированы ст. 65 *Закона Украины «Об акционерных обществах»*. Как мы говорили, в данной статье, большее внимание уделим процедуре «сквиз-аут» и приведем несколько выжимок из ст. 65^2 Закона Украины «Об акционерных обществах», которая описывает обязательную продажу простых акций акционерами (миноритариями) по требованию лица (группы лиц, которые действуют совместно), которое является собственником доминирующего контрольного пакета акций (95% и выше).

Согласно абз. 1 ст. 65^2 Закона Украины «Об акционерных обществах»:

«Лицо (группа лиц, которые действуют совместно), которое в следствии приобретения акций общества с учетом количества акций, принадлежащих ему и его аффилированным лицам, стала (прямо или косвенно) владельцем доминирующего контрольного пакета акций, в течение следующего рабочего дня со дня вступления в права собственности на такой пакет акций обязана подать в Национальной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку и к обществу сообщение о приобретении права собственности на доминирующий контрольный пакет акций (далее – уведомление).»

Уведомление должно содержать:

1) количество акций общества, принадлежащих лицу и его аффилированным лицам до вступления доминирующего контрольного пакета акций общества;

2) структуру собственности лица и его аффилированных лиц (если на дату сообщения аффилированным лицам принадлежали акции общества);

3) цену, предусмотренную пунктами 1 и 2 части пятой настоящей статьи;

4) дату вступления доминирующего контрольного пакета акций общества;

5) информацию, предусмотренную пунктом 6 части восьмой настоящей статьи.

Согласно абз. 3 ст. 65^2 Закона Украины «Об акционерных обществах»:

«Общество не позднее следующего рабочего дня с даты получения уведомления обязан разместить его на веб-сайте общества и в общедоступной информационной базе данных Национальной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку о рынке ценных бумаг или через лицо, осуществляющее деятельность по публикации регулируемой информации от имени участников фондового рынка.

Общество не позднее чем за 25 рабочих дней со дня получения уведомления должно утвердить рыночную стоимость акций общества, определенную субъектом оценочной

деятельности в соответствии со статьей 8 настоящего Закона, и сообщить ее лицу, указанному в части первой настоящей статьи.»

Если кратко описать цепочку действий, то выглядит это следующим образом:

1. Мажоритарный акционер доминирующего контрольного пакета акций (95% и выше) самостоятельно, без проведения конкурса нанимает оценщика, который определяет рыночную стоимость акций.
2. Заказчик платит деньги и «заказанная музыка», то есть ее качество, которую играет оценщик, зависит только от профессионализма оценщика, соблюдения им стандартов оценки и этических норм.
3. Стоимость акций утверждается Обществом. Согласно ст. 8 Закона Украины «Об акционерных обществах», стоимость акций утверждает Наблюдательный Совет Общества. Как мы понимаем, в состав Наблюдательного Совета могут входить любые акционеры, в том числе и миноритарии, однако голосование акционерами проводится и принимаются решения путем голосования исходя из количества акций, которыми владеют акционеры. То есть, опять же, решение принимается в пользу акционера доминирующего контрольного пакета акций.
4. Деньги за акции переводятся на эскроу-счета миноритариев. Счета открываются мажоритарным акционером. После этого миноритарный акционер уже не считается акционером и не имеет ни каких прав по получению информации от акционерного общества, кроме общегражданских.

А далее, начинается самое интересное! Если начальный механизм для мажоритарного акционера прописанный понятно, то механизма защиты интересов миноритарного акционера в Законе нет!

В Украине процедура «сквиз-аут» подвергается критике преимущественно в связи с оценкой стоимости акций и несправедливой, по мнению миноритариев, ценой, которую им выплачивает за акции мажоритарий.

15 июля 2019 года 47 народных депутатов Украины обратились с конституционным представлением в Конституционный Суд Украины с просьбой проверить на соответствие Конституции Украины и признать неконституционными положения Закона Украины «Об акционерных обществах», Закона № 1983-VIII и Закона № 2210, регулирующих процедуру «squeeze-out» и «sell-out».

Я хотел бы дать небольшое пояснение по позиции регулятора рынка ценных бумаг в Украине – Национальной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку, – когда готовились и принимались изменения в Закон Украины «Об акционерных обществах»:

«Украинский фондовый рынок прошел этап массовой приватизации государственных предприятий в начале 90-х годов. Тогда миллионы сотрудников крупных промышленных предприятий получили в собственность акции компаний, и таким образом стали их миноритарными акционерами.

Несмотря на то, что прошло более 25 лет и участия в жизни компании они не берут, предприятия должны соблюдать ряд обременительных процедур – приглашать на собрания, рассылать сообщения и тому подобное. В некоторых компаниях количество миноритарных акционеров достигает десятков тысяч, хотя суммарно они обладают лишь несколько процентами акций. При этом такое предприятие не является по своей сути публичным обществом. В результате такое предприятие несет большие административные и финансовые расходы, хотя экономический эффект от них нулевой.

«Проблема «мертвых душ» существенно усложняет деятельность акционерного общества, и достаточно часто приводит даже к остановке его деятельности. Акции как объекты гражданских прав входят в состав наследства и переходят к наследникам.

Однако часто наследники не осуществляют переоформления прав на наследство, и акции остаются фактически без владельца».

Оппоненты же, считают, что процедура «сквиз-аут» направлена исключительно на удовлетворение имущественных интересов владельцев мажоритарного пакета акций АО и на принудительное лишение миноритарных акционеров права собственности на соответствующие акции.

Вместе с тем депутаты пренебрегают тем фактом, что Закон гарантирует предварительную и полную оплату акций, ведь права на акции переходят только после зачисления всей суммы компенсации на эскроу-счет в интересах миноритарных акционеров.

Удивительно, но часть народных депутатов, которые подписали представление, сами голосовали за закон, конституционность которого сейчас оспаривают.

Предлагаю рассмотреть, как происходят процедуры выкупа акций при процедуре «сквиз-аута» и в других случаях передачи акций, предусматривающих их оценку, если соответствующие подходы к оценке акций релевантные для «сквиз-аута» у миноритарных акционеров за рубежом, а потом подвести итоги по Украине.

Грузия: работа над ошибками

Важность гарантий справедливой оценки хорошо иллюстрирует пример Грузии. В 2007 году, через два года после внедрения, Конституционный Суд Грузии признал сквиз-аут неконституционным. Ключевое значение для такого решения имел именно порядок определения цены акций.

На момент рассмотрения дела Закон Грузии «О предпринимателях» предусматривал два способа определения цены принудительного выкупа акций:

1) определение справедливой цены независимым экспертом или брокерской компанией и

2) определение справедливой цены в соответствии с уставом акционерного общества.

В первом способе Суд не увидел значительных рисков, поскольку оценщик обязан документально подтвердить результаты оценки, указав метод, **и возместить акционерам убытки в случае ненадлежащей оценки.**

Кроме этого, миноритарии имели прямые механизмы защиты своих прав путем обращения в суд с требованием об определении другой цены, чем определенная оценщиком. Что касается конкретных методов определения справедливой стоимости акций Суд указал, что их целесообразность должен определять оценщик или суд общей юрисдикции в каждом конкретном случае, но Конституционный Суд.

Второй способ определения цены акций, по мнению Суда, создавал дисбаланс интересов сторон не в пользу миноритарных акционеров. На дисбаланс указывало также и то, что при применении второго подхода миноритарий не смог защитить свои права в суде - закон предоставлял ему такое право, только если цену определил оценщик (Первым способом).

После признания сквиз-аута неконституционными законодатель принял новые нормы о сквиз-аут с учетом замечаний Суда и привлек к процессу выкупа акций нового субъекта. Им стал суд, который по заявлению мажоритарного акционера назначает независимого эксперта или брокерскую компанию для оценки акций (ст.309-12 Гражданского процессуального кодекса Грузии), а также фиксирует в своем решении цену акций и дату их принудительного выкупа (ст. 53-4 Закона Грузии о предпринимателях).

Такие законодательные изменения, очевидно, лучше защищают интересы миноритарных акционеров. Вместе с тем, эмитент, акции которой оценивает эксперт, часто

отождествляется с мажоритарием. Он может влиять на процесс оценки акций даже при условии назначения оценщика независимым третьим лицом (судом). В любом случае оценка акций требует специальных знаний, поэтому сам суд ее не может делать. Предоставление суду полномочий назначать оценщика может быть компромиссом в попытках обеспечить независимость оценки, поскольку это сужает, хотя и не исключает, пространство для влияния мажоритарного акционера на определение цены. Альтернативой может быть предоставление таких полномочий регулятору, о чем идет речь ниже.

Континентальная Европа:

Чехия

В 2008 году Конституционный Суд Чехии в своем решении указал, что сам по себе факт обеспечения оценки акций мажоритарным акционером не свидетельствует о необъективности такой оценки. По мнению Суда, также под сомнение можно поставить и проведение оценки за счет миноритарных акционеров.

Кроме этого, ненадлежащее осуществление оценки в отдельных случаях (на которые ссылался заявитель по делу) не может свидетельствовать о предвзятости всех без исключения экспертов. То есть, **сама возможность применения норм о сквиз-аут в неконституционный способ не означает не конституционность самой процедуры.**

Что касается гарантий защиты интересов миноритарных акционеров, чешское законодательство предусматривает обязательный пересмотр цены Национальным банком. Банк должен определить достаточность компенсации с учетом того, что миноритарии лишены возможности решить, когда передавать свои акции и передавать их вообще.

Примечательно, что Суд признал, что само по себе участие Национального банка не обеспечивает достаточную защиту интересов миноритариев, а потому дополнительно миноритарии имеют право на обращение в суд (п. 66, 71). При этом, обжаловать стоимость акций может только миноритарий.

То есть, мажоритарий в любом случае не может заплатить менее есть, чем определил оценщик. По мнению Суда, закон не может устанавливать четкие критерии справедливой стоимости акций, поскольку оценка зависит прежде всего от применения экспертом утвержденных на государственном уровне финансовых и экономических методов. Но стоимость акций, которые торгуются на бирже, не может быть меньше их биржевую стоимости (п. 68).

Германия

Критерии достаточности цены выкупа акций рассматривал Федеральный Конституционный Суд Германии по делу о компании DAT AG (1999), которая касалась выкупа акций миноритариев при заключении между компаниями соглашения о контроле. Суд пришел к выводу, что достаточная компенсация за акции должна отражать истинную стоимость участия в компании, а миноритарий должен получить ту сумму, которую он получил бы при условии продажи акций по собственной воле, но в любом случае не меньше, чем рыночная стоимость акций (абз. 54, 57).

Суд также указал, что немецкий Основной Закон не предусматривает четкого метода оценки, но на практике применяется доходный подход. Такой подход соответствует Основному Закону, если не игнорируется рыночная стоимость акций (абз. 62, 63).

В этом деле суды не учитывали рыночную стоимость акций как самую низкую границу, поэтому их решение не соответствовали Основному Закону (абз. 73). Несмотря на это, саму процедуру выкупа акций Суд неконституционной не признал. Такой вывод по своему содержанию есть аналогичным заключению Конституционного Суда Чехии - применения норм неконституционным способом не означает не конституционности таких норм в целом.

Законодательство Германии предусматривает участие суда в процессе выкупа акций как дополнительную гарантию.

По ст. 327b, 327c немецкого Закона об акционерных обществах акции оценивают в следующем порядке:

1) мажоритарный акционер определяет цену выкупа акций;

2) суд по заявлению мажоритария назначает одного или несколько экспертов, которые оценивают достаточность определенной мажоритарием цены.

Примечательно, что эту процедуру упомянул в своем решении Конституционный Суд Чехии, указав, что немецкие суды считали ее приемлемой, несмотря на их частые обжалования. Кроме этого, ст. 327f выше указанного Закона предоставляет суду право определить справедливую компенсацию в случае обжалования решения о применении процедуры сквиз-аута.

Литва

Зато в Литве применяется подобный к чешскому подход - участие регулятора. В частности, в соответствии ч. 4, 5 ст. 37 литовского Закона «О ценных бумагах», цена принудительного выкупа акций устанавливается на уровне цены приобретения доминирующего пакета акций, или способ оценки определяет мажоритарий, при условии обеспечения справедливости такой цены.

Дополнительной гарантией в Литве является законодательное требование о предварительном утверждении цены выкупа Центральным банком.

Кроме этого, акционеры могут просить суд определить справедливую цену, а суд, в свою очередь, имеет право остановить процедуру сквиз-аута до окончательного определения справедливой цены акций (Ч. 13 ст. 37 Закона о ценных бумагах).

Польша

С другой стороны, в Польше не является обязательным участие в процедуре сквиз-аут, суда или иного государственного органа.

Согласно ч. 1 ст. 417 Кодекса коммерческих компаний Польши, стоимость акций определяется на основании среднего курса акций (если они торгуются на рынке) или на основании оценки эксперта, которого назначают на общем собрании акционеров.

Если общим собранием не назначили эксперта, его по заявлению исполнительного органа компании назначает суд.

Также Кодекс прямо предусматривает право миноритариев, не согласных с определенной экспертом ценой, обратиться в суд, который может назначить нового оценщика. Принятое судом решение не может быть обжаловано (ч. 8 ст. 312).

Процедура сквиз-аут	Украина	Грузия	Германия	Чехия	Литва	Польша
Чем законодательно регулируется процедура сквиз-аут	Закон Об акционерных обществах	Закон «О предприни-мателях»	Закон Об акционерных обществах	Закон о ценных бумагах	Закон о ценных бумагах	Закон о ценных бумагах
Кто регулирует процедуру сквиз-аут	Регулятор рынка ценных бумаг и фондового рынка (НКЦБФР)			Регулятор рынка ценных бумаг	Регулятор рынка ценных бумаг	Регулятор рынка ценных бумаг
Вид стоимости	рыночная	рыночная	рыночная	рыночная	рыночная	рыночная

Процедура сквиз-аут	Украина	Грузия	Германия	Чехия	Литва	Польша
Кто заказывает оценку или назначает оценщика	Мажори-тарный акционер	Суд назначает независимого эксперта. Заказывает оценку мажоритарный акционер	Мажори-тарный акционер	Мажори-тарный акционер	Мажори-тарный акционер	Общее собрание/ Суд
Кто рассматривает и утверждает стоимость акций	Наблюдатель-ный совет АО	Суд фиксирует в своем решении цену акций и дату их принудительного выкупа	Эксперт назначен-ный судом	Националь-ный банк Чехии	Предварительное утверждение цены выкупа Центральным банком	Общее собрание/ Суд
Гарантия защиты миноритарного акционера	нет		есть	есть	есть	есть
Приостановление процедуры	нет	Суд	Суд	Национальный банк Чехии	Суд	Суд
Право доступа к документам АО миноритарный акционером	нет	н/д	есть	есть	есть	
Право обжалования стоимости	есть, через суд			Только минори-тарный акционер		

Страны системы общего права:

Великобритания

В Великобритании после получения миноритарным акционером сообщения о выкупе акций, суд может по заявлению миноритария обязать мажоритария приобрести акции на определенных судом условиях.

Это предполагает ст. 986 Закона о компаниях. Если суд установит несправедливость указанной в требовании о приобретении акций цены, он может определить более высокую цену.

Хотя мажоритарий не обязан утверждать в суде или ином органе кандидатуру оценщика или цену выкупа, право суда определить надлежащие условия выкупа акций стимулирует мажоритария справедливо оценивать акции для сквиз-аута.

Австралия

В Австралии цену выкупа акций определяет мажоритарный акционер и указывает ее в сообщении о выкупе.

Справедливость такой цены подтверждает эксперт, назначенный Комиссией по ценным бумагам и инвестициям по заявлению мажоритария.

Копия заключения эксперта предоставляется миноритариям, после чего они могут прислать мажоритарию возражения против выкупа акций.

Если возражения направил акционер (или группа), которая обладает более 10% от количества акций, которые выкупаются, мажоритарий обязан остановить процедуру выкупа и обратиться в суд. Тогда суд решает вопрос об утверждении процедуры выкупа, при условии доведения справедливости цены. Процедура определена в гл. 6А кн. 3 австралийского Закона «О корпорациях».

Кроме описанных гарантий защиты интересов миноритариев, австралийский Закон «О корпорации» предусматривает гарантии независимости эксперта и регламентирует процесс оценки акций.

Эксперт должен:

1) не быть связанным с мажоритарием или эмитентом;

2) раскрыть все отношения с мажоритарием и эмитентом, финансовую или иную заинтересованность, которая может повлиять на беспристрастность;

3) раскрыть информацию о любом вознаграждении за осуществление оценки (ст. 667 B).

В процессе оценки эксперт должен соблюдать следующий порядок:

1) оценить стоимость всей компании;

2) определить стоимость каждого класса акций с учетом финансового риска и прав по соответствующим акциям;

3) определить стоимость акций, которые выкупаются пропорционально к общему количеству акций определенного класса (ст. 667 C).

В любом случае должна учитываться цена, которая с платилась за акции в течение последних шести месяцев, если такие сделки проводились.

Соединенные Штаты Америки

И наконец, очень интересный блок материала. Как известно, в США сформировалась развитая судебная практика рассмотрения споров о цене акций.

Пример первый:

В частности, известным является решение Верховного Суда штата Делавэр по делу Weinberger v UOP, Inc. (1983).

В этом деле Суд выделил два элемента справедливого выкупа акций: справедливая процедура *(fair dealing)* и справедливая цена *(fair price)*.

Первый элемент предполагает получение необходимых согласований, раскрытия информации и тому подобное.

Второй элемент имеет экономическую природу и касается порядка определения компенсации с учетом всех существенных факторов, которые могут влиять на настоящую цену акций компании.

Такими факторами могут быть стоимость активов, рыночная цена акций, прогнозы по прибыли, размер дивидендов, особенности компании, а также любые другие обстоятельства, которые "проливают свет на будущие перспективы компании".

Кроме этого, должны также учитываться убытки, причиненные миноритариям в связи с выкупом их акций.

Если при оценке не учитывается каждый фактор влияния на цену, это нарушает предусмотренную законом требование оценки всех существенных факторов.

Суд пришел к выводу, что нельзя определить единый метод оценки стоимости акций - допустимы любые методы оценки, которые обычно используют в финансовом секторе (абз. 98 решения).

Пример второй:

В другом деле тот же Верховный Суд штата Делавэр рассматривал вопрос оценки акций при сквиз-ауте в компании Shell Oil.

Суд определил, что компанию нужно оценивать в целом как субъекта (as an entity), а не только исходя из совокупной стоимости ее активов или акций. Компания должна оцениваться как непрерывно действующее предприятие (as an on-going enterprise), которое имеет определенные позиции на рынке и перспективы своего развития.

В отдельных делах американские суды рассматривали возможность дисконтировать (уменьшить) цену акций миноритариев в связи с определенными факторами, в частности отсутствием влияния миноритариев на деятельность компании.

Пример третий:

В деле Perlman v Permonite Manufacturing Co. (1983) акционеры, владевшие 33% акций, не соглашались со слиянием с другой компанией и обратились в суд для определения справедливой цены выкупа их акций.

Суд указал, что стоимость акций не может определяться исходя только из размера доли в стоимости активов компании. Информация о стоимости активов является важной, однако ее анализ является лишь первым этапом определения цены. Нужно учитывать и другие существенные факторы, в частности (в этом деле) миноритарный статус акционеров, недостаточную рыночную привлекательность их акций, отсутствие диверсификации деятельности компании.

С учетом этих факторов суд применил общий дисконт в размере 35% к рыночной стоимости, где 15% за размер доли и 15% за непривлекательность акций на рынке, а также 5% за недиверсифицированный характер деятельности компании, которая заключалась лишь в обладании активами.

Пример четвертый:

В другом деле, Stanton v Republic Bank of South Chicago (1991), миноритарные акционеры (4,32% акций) голосовали против реорганизации банка и конвертации его акций в акции холдинга, после чего воспользовались правом требовать выкупа акций по справедливой цене.

Рассматривая дело, Верховный Суд штата Иллинойс так же применил к определенной оценщиками стоимости скидку, которая состояла из двух частей: 5% за незначительный размер доли и 5% за их недостаточную привлекательность на рынке.

Но есть и противоположная позиция.

Верховный Суд штата Делавэр по делу Cavalier Oil Corporation v Harnett (1989) не принял довод о том, что при продаже пакета акций размером 1,5% нужно учитывать отношение рынка к такому незначительному пакету акций.

Как указал Суд, оценка акций не является оценкой возможной продажи акций в рыночных условиях. Нужно предполагать, что акционер намерен сохранять свой статус, хотя и несущественный. *Суд отметил, что скидка дает возможность манипулировать факторами, которые могут влиять на рыночную привлекательность акций и увеличивать процент дисконтирования.*

Также Суд указал, что не предоставление миноритарию компенсации пропорционально его доле есть по сути штрафом за то, что он не имел достаточный объем контроля, и незаслуженным выгодой мажоритарного акционера.

Исходя из позиций американских судов, применения к цене акций миноритариев скидки является неоднозначным.

С одной стороны, дисконт может помочь определить настоящую стоимость акций с учетом всех существенных факторов, в частности фактора отсутствия контроля.

С другой стороны, скидка может быть несправедливой учитывая принудительный характер выкупа акций, то есть невозможность миноритария отказаться от продажи акций по дисконтированной цене.

Процедура сквиз-аут	Англия	США	Австралия
Чем законодательно регулируется процедура сквиз-аут	Закон о компаниях	Закон о ценных бумагах	Закон о корпорациях
Кто регулирует процедуру сквиз-аут		Комиссия по ценным бумагам	Комиссия по ценным бумагам
Вид стоимости	рыночная	рыночная	рыночная

Процедура сквиз-аут	Англия	США	Австралия
Кто заказывает оценку или назначает оценщика	мажоритарный акционер	мажоритарный акционер	Комиссия по ценным бумагам по заявлению мажоритарного акционера
Кто рассматривает и утверждает стоимость акций	Суд по заявлению миноритарного акционера	Суд по заявлению миноритарного акционера	Суд решает вопрос об утверждении процедуры выкупа
Гарантия защиты миноритарного акционера	есть	есть	есть
Приостановление процедуры	Суд	Суд	Суд по заявлению миноритарного акционера
Право доступа к документам АО миноритарный акционером	есть	есть	есть
Право обжалования стоимости	есть	есть	есть
Ответственность оценщика	есть	есть	есть

Таким образом, за рубежом для предотвращения манипуляциям с ценой акций в законах устанавливают дополнительные гарантии защиты интересов миноритарных акционеров.

Вместе с тем, практика стран, где сквиз-аут применяется уже давно, не предлагает универсального решения. Каждая страна сама определяет объем законодательных гарантий определения справедливой цены акций.

Такими гарантиями могут быть требование об утверждении цены выкупа в государственном органе (Чехия, Литва), остановка процедуры по требованию миноритария (Австралия), право суда определить условия выкупа (Великобритания) и другие предохранители против злоупотреблений с оценкой акций.

Такие механизмы часто предусматривают участие третьих лиц в процедуре сквиз-аута – то суд, то регулятора. Участие таких официальных заинтересованных субъектов может содействовать защите от злоупотреблений, однако в целом этот вариант вряд ли можно беспрепятственно и эффективно внедрить в Украине.

Прежде всего, такое участие требует достаточной профессиональной экспертизы, а также способности и готовности принимать решения о конкретной цене акций. Иначе каким образом регулятор или суд (не в рамках юридического спора) определит справедливость условий выкупа акций?

Кроме того, такие дополнительные полномочия должны быть прямо регламентированы в законах.

Другим способом обеспечить справедливую оценку могут быть финансовые санкции за злоупотребление при определении цены акций. Сама угроза применения таких санкций может удержать заинтересованных лиц (прежде всего, мажоритария) от заведомо заниженной оценки акций миноритариев.

Важно, что подход «скупой платит дважды» уже предусмотрен в Законе «Об акционерных обществах», но для другого этапа выкупа акций. Он применяется тогда, когда мажоритарий реализует сквиз-аут в результате поглощения без предварительного направления публичной оферты. Вместе с тем, финансовые санкции не должны делать сквиз-аут неоправданно рискованным для добросовестного мажоритария и переводить на него ответственность за ошибки оценщика.

Давайте вернемся к началу статьи и постараемся ответить на вопросы, которые поставили.

1. Все ли сделали правильно наши законодатели и регулятор рынка ценных бумаг - Национальная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку, с точки зрения контроля процедуры сквиз-аут и возможности ее приостановления для защиты прав акционеров?

Ответ: Не все. В Законе Украины «Об акционерных обществах» не предусмотрен механизм приостановления процедуры сквиз-аут регулятором, судом или иным другим органом.

2. Как защищены миноритарные акционеры, акции которых выкупаются в принудительном порядке?

Ответ: Фактически ни как. Процедуру приостановить невозможно. Возможно оспорить в суде нарушение своих прав. Однако, для оспаривания в суде, миноритарный акционер должен пройти длинный и дорогой путь: 1) добиться возможности по истребованию отчета об оценке пакета акций через Комиссию по ценным бумагам для его рецензирования через Фонд государственного имущества или саморегулирующие организации; 2) если отчет по оценке пакета акций, которую заказывал мажоритарный акционер, получил отрицательную рецензию, то для подачи в суд миноритарий должен провести за свой счет новую оценку на туже дату и предоставить в суд новый отчет об оценке, положительную рецензию на этот отчет, а также рассчитать упущенную выгоду, как разницу между полученными деньгами на скроу-счет и корректно определенной новой стоимостью акций; 3) при этом, юридически уже не являясь акционером, миноритарий не имеет доступа к финансовой, правовой, бухгалтерской и технической информации. Это в свою очередь, делает фактически невозможным новому оценщику корректно определить стоимость пакета акций, который принадлежит миноритарию, что может поставить под сомнение результат работы оценщика

3. Какую роль играет независимый оценщик в процедуре «сквиз-аут» в Украине?

Ответ: Самую значительную. В независимости от возможного давления лиц, которые контролируют 95% и выше уставного капитала Общества, от размера предприятия и размера пакета акций, которыми владеют миноритарные акционеры, оценщик не должен нарушать стандарты оценки и этические нормы. Тем более, в случае обязательного, фактически принудительного выкупа акций.

4. Какие угрозы несет некачественная оценка корпоративных прав, проводимая оценщиками рынку ценных бумаг и инвестиционному климату в Украине?

Ответ: Угрозы огромные. Рынок ценных бумаг не будет иметь развития в Украине, если будут нарушаться права акционеров.

Сейчас Национальная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку, совместно с Фондом государственного имущества и рядом саморегулирующих организаций, пытается улучшить практику оценки акций.

С этой целью Комиссия разработала проект положения о реестре оценщиков, которые могут проводить независимую оценку в случаях, установленных законодательством о ценных бумагах и акционерных обществах.

Документ прошел уже несколько итераций и устанавливает требования к таким оценщикам. Фонд государственного имущества и профессиональные объединения высказали свои замечания к концепции и содержанию проекта, часть из которых Комиссия учла при дальнейшей работе над ним. Так, звучали предостережения, что дополнительные требования могут сузить круг оценщиков и увеличить стоимость их услуг. Это уже сфера ответственности Антимонопольного комитета, который в конце января 2019 отказался согласовывать вышеупомянутый проект решения из-за рисков для конкуренции.

Сейчас рассматривается еще одна редакция, которая, надеюсь будет принята и мы получим еще один механизм улучшения и контроля качества работы оценщиков.

Однако, самым основным моментом остается изменение на законодательном уровне процедуры защиты миноритарных акционеров, через внесение изменений в Закон Украины «Об акционерных обществах», которые должны предусмотреть механизм приостановления процедуры сквиз-аут регулятором, судом или иным другим органом.

ДОСТОВЕРНОСТЬ РЕЗУЛЬТАТА ОЦЕНКИ ИМУЩЕСТВА (на примере оценки пакета акций)

Яков Маркус,
председатель Экспертного совета Украинскогообщества оценщиков

Терминология

Понятие «достоверность» не имеет единого определения, более того оно имеет различные значения. В нашем понимании достоверность результата – это доказательность, обоснованность. При этом исключим такие значения как истинность, бесспорность. Понятию достоверный в английском языке соответствуют – *reliable, credible, trustworthy* (прочный, надежный, заслуживающий доверия).

Очевидно, стоит остановиться на последнем из приведенных значений – заслуживающий доверия. В оценке, где имеются определенные правила и принципы, роль профессионального субъективизма достаточно высока, что исключает использование понятия – истинность.

Критерии качества

Представляется, что доверия заслуживает отчет, составляющие которого соответствуют определенным критериям качества. Этим критериям должны соответствовать разделы, методы, процедуры, формирующие отчет. В частности:

1. Корректная постановка задачи. Характеристика объекта оценки.
2. Входная информация, предоставляемая заказчиком (проверка достоверности и соответствия).
3. Собираемая информация (данные о продажах акций, аналитический обзор рынка, аналоги предложений должны соответствовать рыночным условиям, ориентированным на объект оценки).
4. Идентификация имущества и имущественных прав (пакет прав).
5. Реализация принципов оценки, в частности:
   - полезность;
   - прогнозирование;
   - наиболее эффективное использование.
6. Аргументированное обоснование подходов и методов (обоснование не должно носить формальный характер, а должно определяться особенностями объекта)
7. Допущения и ограничения, которые должны определять условие и цель использования отчета; обосновывать наличие неопределенности, если таковая имеется.
8. Расчет, который должен подчиняться логике, обязательно иметь алгоритм оценки, особенно при оценке сложных, многоплановых объектов.
9. Процедуры оценки, связанные с введением коэффициентов, поправок, мультипликаторов, индексаций (они должны иметь объяснение – качественное или количественное).
10. Результаты оценки, которые должны иметь интерпретацию, объясняющую все выполненные этапы от постановки задачи, идентификации объекта оценки до вывода. Желательна проверка результата на «здравый смысл», т.е. соображения и комментарии, позволяющие отнести результат к категории «заслуживающий доверия», доказательный, обоснованный.

Число 10 чисто символично совпало с числом заповедей. Правда, с некоторыми из них можно провести аналогию.

Не сотвори себе кумира… в виде Стандартов, методик, уважаемых авторов.
Не убий… здравый смысл.

Не укради… методологию из чужого либо своего предыдущего отчета, которые не являются подобными создаваемому труду.
Не прелюбодействуй… не пиши «глубокомысленную чушь», выдавая её за отчет, соответствующий Стандартам.
Не произноси ложного свидетельства… имеется в виду заявление оценщика, что он действовал беспристрастно, соблюдая все законодательные и этические нормы.

Можно сказанному в прозе придать и поэтическую форму.

Не сотвори себе кумира,
Бесспорных нет авторитетов в мире.
Не убивай ты смысл здравый,
Поближе подбирайся к правде.
Не укради – чего не надо красть,
Пусть эта обойдет тебя напасть.
Не создавай бессмысленную чушь,
Не порождай у рецензента грусть,
Свой под сомнение **не ставь сертификат**,
Ведь ты эксперт, а не пират.

Попробуем на примере оценки имущественных прав рассмотреть реализацию критериев качества, формирующих достоверность результата.

Оценка одной простой именной акции в 100% пакете акций ПАО «АРС»

1. Корректная постановка задачи. Характеристика объекта оценки

Объектом оценки является пакет акций ПАО «Арс» (код ЕГРПОУ: 05456779) в размере 1000 штук, что составляет 100% уставного капитала общества.

Уставный фонд ПАО «Арс» составляет 91 000 гривен и разделен на 1 000 простых именных акций, номинальной стоимостью 91,00 гривен каждая (международный идентификационный номер ценной бумаги (ISIN): UA4000086755).

Основным видом деятельности ПАО «Арс» по КВЭД 18.11 является печатание газет и другие виды издательской деятельности. Код КВЭД 68.20 – Предоставление в аренду и эксплуатацию собственного недвижимого имущества. Отметим, что 80% доходов в 2018 году Общество получило за счет предоставления недвижимого имущества в долгосрочную аренду. Общество предоставляет в аренду 1 600 кв. м. офисной и производственно-складской недвижимости 20 арендаторам.

Общая площадь зданий, принадлежащих на правах собственности ПАО «Арс», составляет 3 700 кв. м. Доля недвижимого имущества в балансовой стоимости основных средств на дату оценки составляла 98%.

Все основные средства ПАО «Арс» находятся на арендованном земельном участке по адресу: Шевченковский район города Киева, (кадастровый номер: 8000000000:91:122:0075). Площадь земельного участка составляет 1,0 га.

Как видим, основной доход предприятию приносит не основная деятельность, а сдача в аренду помещений здания, которое принадлежит предприятию. В экономических реалиях Украины такая ситуация является весьма типичной для многих научных центров, проектно-исследовательских институтов, созданных в «социалистическом» прошлом.

Отчет имеет две составляющих:

1) оценка 100% акций предприятия (объект оценки);
2) оценка здания, формирующего стоимость объекта оценки.

В таких случаях оценщики часто «грешат» тем, что объектом оценки называют то акцию, то объект недвижимости. В дальнейшем постараемся уделить внимание вопросам качества оценки:

1) акций;
2) объекта недвижимости.

2. Входная информация

Идентификация объекта оценки проведена с применением следующих структурированных входных документов:

2.1. Юридическая информация

2.1.1. Устав ЗАО «Арс»

2.1.2. Годовая информация эмитента ценных бумаг ЗАО «Арс»

2.1.3. Копия выписки из реестра прав на недвижимое имущество – здания

2.1.4. Информационная справка из Государственного реестра прав на недвижимое имущество – арендованный земельный участок (кадастровый номер: 8000000000:91:122: 0075);

2.2. Финансово-экономическая информация

2.2.1. Информация о продаже акций ЗАО «Арс» вне фондовой биржей, которая была осуществлена 10.08.2018 г.

2.2.2. Налоговая декларация по плате за землю (земельный налог и / или арендная плата за земельные участки) с 2018

2.2.3. Копии Договора аренды земельного участка общей площадью 1,0492 га (кадастровый номер: 8000000000:91:122:0075);

2.3. Техническая информация

2.3.1. Схема расположения недвижимого имущества

2.3.2. Информационная справка ЗАО «Арс» относительно общей площади зданий

2.3.3. Информационная справка ЗАО «Арс» относительно стоимости текущего ремонта недвижимого имущества в 2016-2018 годах;

2.4. Бухгалтерская информация

2.4.1. Ведомость основных средств ЗАО «Арс»

2.4.2. Акт на списание основных средств

2.4.3. Балансы и финансовая отчетность за 2017-2018 года;

2.5. Финансовая отчетность ЗАО «Арс»

2.5.1. Движения по счету 151 за 01.01.2017 – 26.12.2018 «Капитальные инвестиции»

2.5.2. Движения по счету 50 за 01.01.2018 – 26.12.2018 «Долгосрочные займы»

2.5.3. Информационная справка ЗАО «Арс» по арендаторам недвижимого имущества и стоимости аренды по состоянию на 26.12.2018 года.

Как видно уже на начальной стадии структурирование входной информации позволяет обеспечить качественную идентификацию объекта оценки.

3. Собираемая информация:

- данные о продаже акций (биржевом, внебиржевом).
- сегментированный обзор рынка складских помещений
- отбор зданий – аналогов, подобных по:
  - расположению;
  - пакету прав;
  - площади;
  - техническому состоянию.

- Отбор предложений по аренде

Проведенный качественный анализ позволил ответить на вопросы:

- Являются ли данные о продажах репрезентативными?
- Соответствуют ли арендные ставки, принимаемые в расчет, рыночным условием?
- Существуют ли на рынке недвижимости подобные здания?

4. Идентификация имущества – акций и объекта недвижимости

Тщательное структурирование исходных данных категориям позволило идентифицировать *объект оценки* и *имущество, формирующее денежные потоки вследствие деятельности предприятия*

5. Реализация принципов оценки

Полезность акций определяется целью оценки. Оценке подлежит одна простая именная акция «АРС» в 100% пакете акций общества. В то же время, согласно процедуре «Squeeze-out» оцениваются сугубо миноритарные интересы в бизнесе. Согласно Закону Украины «Об акционерных обществах», каждая простая акция дает акционеру права на:

- участие в управлении;
- получение дивидендов,
- получение в случае ликвидации общества части его имущества как стоимости,
- получение информации о хозяйственной деятельности.

У миноритарного акционера существуют два варианта – получение дивидендов или продажа акций по наиболее привлекательной цене.

Как правило, и в данном случае дело обстоит именно так, дивиденды не выплачиваются. Поэтому продажа акций, по цене которая будет определена, соответствует принципу наиболее эффективного использования.

Полезность здания определяется возможностью получения дохода.

Прогнозирование определяет требуются ли капитальные вложения, рассматривается ли изменение арендной платы. Наиболее эффективное использование применительно к зданию – целесообразность использования в текущем состоянии.

6. Обоснование подходов и методов

6.1. Обоснование базы оценки

Принятая база оценки (рыночная стоимость) для определенной цели оценки – приобретение акций владельцами доминирующего пакета акций ЗАО «Арс» в соответствии с требованиями пункта 3 статьи 65 Закона Украины «Об акционерных обществах» соответствует требованиям отечественных стандартов оценки и действующим нормативным актам по оценке имущества.

6.2. Использованные методические подходы, методы

Оценка пакета акций ПАО «Арс» в размере 1000 штук, что составляет 100% уставного капитала общества, может осуществляться с использованием сравнительного и имущественного подходов.

Доходный подход не мог быть использован в связи с убыточной финансовой деятельностью предприятия в течение последних пяти лет. Обычно, прогнозирование денежных потоков осуществляется на основании ретроспективных показателей деятельности предприятия. Но в данном случае прогнозирование положительных чистых денежных потоков с точки зрения собственного (акционерного) или всего инвестированного капитала могло бы привести к искажению полученного результата. В

этой ситуации, с использованием доходного подхода (метода дисконтирования денежных потоков) можно получить любой, далекий от действительности результат стоимости, так как в данном подходе возможно использование достаточно неоднозначных предположений, которые фактически невозможно обосновать.

Сравнительный подход. В рамках сравнительного подхода мог быть применен метод рынка капиталов. Последняя перед датой оценки сделка по продаже 8 акций ПАО «Арс», которая была осуществлена вне фондовой биржи 10.08.2018 года. Согласно этому соглашению цена акции составляла 2600 гривен за акцию. В то же время, 22 января 2019 продажа акций ПАО «Арс» вне фондовой биржи, общим количеством в 10 штук, была осуществлена по цене в 91,00 гривны за акцию.

Стоимость акции ПАО «Арс» полученная на основании сделки по продаже 8-10 акций общества, не может рассматриваться как репрезентативная, тем более когда стоимость продажи отличается в 30 раз.

Следовательно, сравнительный подход не мог быть использован.

Имущественный подход. В рамках имущественного подхода были переоценены основные средства общества и его незавершенные капитальные инвестиции. Имущественный подход, основанный на справедливой стоимости активов предприятия за исключением его обязательств на соответствующую дату оценки, дал возможность получить достоверную рыночную стоимость всего 100% пакета акций общества.

Расчет стоимости здания осуществлялся с применением метода прямой капитализации дохода. Обоснование использованной в расчетах арендной платы за подобные производственно-складские и офисные помещения представлено в разделе «Анализ рынка складской недвижимости в Киеве». Принятый в расчетах коэффициент капитализации был определен методом кумулятивного построения.

Расчет стоимости сооружений и передаточных устройств, которые учтены в рамках доходного подхода, осуществлялся с помощью затратного подхода, с применением метода «стоимости единичного показателя строительного аналога» и с использованием метода «индексации первоначальной стоимости». Индексация осуществлялась с применением индексов, которые были представлены в Постановлении Государственного комитета по делам строительства № 94 от 11.05.1983 г., а также в приложении к письму Министерства регионального строительства Украины.

Оценка машин, оборудования и другого движимого имущества, осуществлялась с использованием сравнительного и затратного подходов. Все движимое имущество, которое было возможно идентифицировать и имело предложения о продаже в источниках массовой информации, было переоценено с применением сравнительного подхода. Движимое имущество с ограниченным рынком было переоценено с применением затратного подхода.

7. Допущения и ограничения

При оценке отсутствовали какие-либо специальные допущения и ограничения.

8. Расчет. Алгоритма оценки.

Имущественный подход включал:

a) Оценку стоимости здания;

- Определение полезной площади, сдаваемой в аренду;
- Анализ рынка (сегмент складской недвижимости класса «С»);
- Выбор арендной ставки;
- Определение ставки капитализации;
- Оценку стоимости (прямая капитализация).

b) Определение стоимости движимого имущества

- Затратный с индексацией,
- Сравнительный (по рыночным данным).

c) Определение стоимости оборотных средств

d) Определение стоимости обязательств;

e) Определение суммарной стоимости чистых активов;

f) Определение суммарной стоимости одной акции;

g) Определение стоимости миноритарного пакета (3%)

9. Процедуры оценки.

Поправки, использованные в рамках имущественного подхода, имели соответствующее пояснение.

10. Интерпретация результата

Интерпретация имела следующие пояснения:

а) Оценивается одна акция в 100% пакете акций. Проверена и обоснована достоверность входной и собранной документации.

в) обосновано использование имущественного подхода, обоснован отказ от сравнительного и доходного подходов;

c) В рамках имущественного подхода определена стоимость основных средств. Стоимость оборотных средств принята по балансовой стоимости.

d) Стоимость одной акции составила 3 000 грн;

e) Стоимость миноритарного пакета в 100% пакета акций – 90 тыс. грн.

f) Достоверность полученного значения подтверждена проверкой качества составляющих процедуры оценки.

Общие выводы

1. Понятие достоверности оценки следует понимать как доказательность, обоснованность результата оценки.

2. При определении достоверности предмета рассмотрения являются:

- Внешняя оболочка – база оценки, подходы, методы;
- Внутренняя структура – процедуры, обоснованность поправок, следование алгоритму оценки, логике.

3. Подтверждением достоверности могут служить соответствие критериям качества всех этапов (составляющих) оценки – от постановки задачи до интерпретации результатов.

4. Рассмотрены 9 аспектов, формирующих отчет. Соответствие каждого из них требованиям качества формирует представление о достоверности результата оценки.

5. При наличии нескольких оценок вывод о достоверности должен базироваться на соответствии критериям качества составляющих рассматриваемых отчетов.

ПИТАННЯ РЕПРЕЗЕНТАТИВНОСТІ ДАНИХ ПРО РИНКОВІ УГОДИ ПРИ ЗАСТОСУВАННІ ПОРІВНЯЛЬНОГО ПІДХОДУ ДЛЯ ОЦІНКИ АКЦІЙ

Ігор Доценко,
КФ ТОВ «Експерт-Аналітик»

Усі імена вигадані, всі збіги випадкові.

Постановка проблеми

В умовах внесення в корпоративне законодавство України положень щодо примусового викупу акцій у міноритарних акціонерів нагальним стає питання застосування методу ринкових угод в частині репрезентативності та відповідного використання на даних про операції з власними акціями (частками) оцінюваної компанії. Протягом останніх років проблема репрезентативності ринкової (біржової) інформації в Україні стає все більш нагальною – по-перше, у зв'язку із впливом подій в Криму та на Донбасі на економічні реалії країни, по-друге, все більшим поширенням спроб маніпулювання курсом цінних паперів для досягнення неринкових результатів.

Аналіз публікацій

Залежно від цілей, об'єкту і конкретних умов оцінки порівняльний підхід передбачає використання трьох основних методів, перші два з яких передбачені НС №3:

– методу компанії-аналога (метод ринку капіталу);
– методу ринкових угод;
– методу галузевих коефіцієнтів.

НС №3, п. 28: … З метою визначення ринкового курсу однієї акції використовується лише інформація про ціну продажу останньої угоди (угод) або ціни пропонування, *які є репрезентативними*. *Обґрунтування відхилення даних* про ціну продажу або ціни пропонування *повинно міститися у звіті* про оцінку цілісних майнових комплексів.

Метод ринку капіталу – один із способів визначення ринкової вартості бізнесу в рамках порівняльного підходу. Він дозволяє оцінити компанію, ґрунтуючись лише на даних про операції з її власними акціями (частками).

Мета дослідження

Ґрунтуючись на нижче наведеному реальному прикладі застосування методу ринкових угод в частині використаних даних щодо динаміки біржових курсів, проаналізувати можливості перевірки репрезентативності цін продажу оцінюваних акцій та обґрунтування періоду за який можливо підтвердити репрезентативність та у зв'язку з тим, що він найбільш точно відповідає меті оцінки, а також в зв'язку з тим, що для застосування цього підходу є вся необхідна інформація.

Переваги і недоліки метода ринку капіталу

Методика проста в використанні, обсяг вихідних даних для неї мінімальний, вона при-придатна для визначення вартості як власної компанії, так і потенційного об'єкта для поглинання. Єдиний мінус методики – обмеженість її застосування. З її допомогою можна оцінювати тільки ті компанії, щодо яких є інформація про купівлю-продаж акцій або часток, або така ж інформація є щодо подібних ЦМК (дуже близьких за суттєвими характеристиками підприємств-аналогів). Найбільш актуальний та прийнятний даний метод для оцінки міноритарних пакетів акцій.

Дані про угоди з акціями оцінюваної компанії

Оцінка вартості бізнесу за методом ретроспективних угод починається зі збору даних про продаж пакетів акцій об'єкта оцінки. Ці дані отримані з офіційних сайтів фондових бірж України на яких котируються акції оцінюваної компанії, а саме:

- Українська біржа (http://www.ux.ua/). В результаті було встановлено, що з початку 2017 року було укладено 765 угод з акціями емітента (Тикер УБ: GEN).

- ПФТС (http://www.pfts.ua/). Були проаналізовані дані торгів акціями ПАТ «ГАММАЕНЕРГО» (Тикер ПФТС: GEN) з 2016 року, в результаті цього аналізу було встановлено, що останні торги з акціями емітенту відбулися 28.04.2017 (остання ціна закриття 342,58 грн за акцію, об'єм торгів склав 5 640,53 грн.), попередні до цього торги відбулися 22.09.2016 (об'єм торгів склав 8 966,50 грн., остання ціна закриття склала 235,75 грн за акцію).

Таким чином, вибіркові періодичні дані щодо угод з акціями ПАТ «ГАММАЕНЕРГО» (Тикер УБ: GEN), що характеризують динаміку змін протягом цього періоду, зведені в єдину таблицю 1: вартість, кількість проданих (придбаних) акцій та частка у статутному капіталі. Узагальнена картина представлена також на діаграмі 1.

Таблиця 1

Вибіркові дані щодо угод з акціями ПАТ «ГАММАЕНЕРГО»
(Тикер УБ: GEN) за період 07.09.2016 – 07.09.2017

Дата	Ціна, грн/акція	Об'єм угоди, од.	Тип угоди	Частка у власному капіталі, %
07.09.2016 16:37	235,00	1	A	0,00002%
14.09.2016 14:59	265,00	1	A	0,00002%
30.09.2016 13:49	207,73	349	R	0,00585%
13.10.2016 14:38	219,40	1	A	0,00002%
31.10.2016 15:08	215,40	1	A	0,00002%
14.11.2016 10:51	180,00	5	A	0,00008%
30.11.2016 14:54	199,30	1	A	0,00002%
15.12.2016 14:46	190,00	2	A	0,00003%
28.12.2016 15:57	199,90	1	A	0,00002%
13.01.2017 15:39	200,00	1	A	0,00002%
24.01.2017 12:26	200,00	4	A	0,00007%
27.02.2017 12:21	208,00	2	A	0,00003%
29.03.2017 16:58	220,00	5	A	0,00008%
28.04.2017 10:53	250,00	15	A	0,00025%
28.04.2017 14:13	357,00	1	A	0,00002%
15.05.2017 16:30	530,00	1	A	0,00002%
31.05.2017 16:47	722,00	9	A	0,00015%
15.06.2017 16:53	800,00	2	A	0,00003%
27.06.2017 15:07	700,00	10	A	0,00017%
14.07.2017 17:05	711,40	15	R	0,00025%
31.07.2017 16:59	627,00	1	A	0,00002%
14.08.2017 16:59	776,90	1	A	0,00002%
31.08.2017 15:39	788,00	1	A	0,00002%

Джерело інформації: Українська біржа http://www.ux.ua/

Діаграма 1

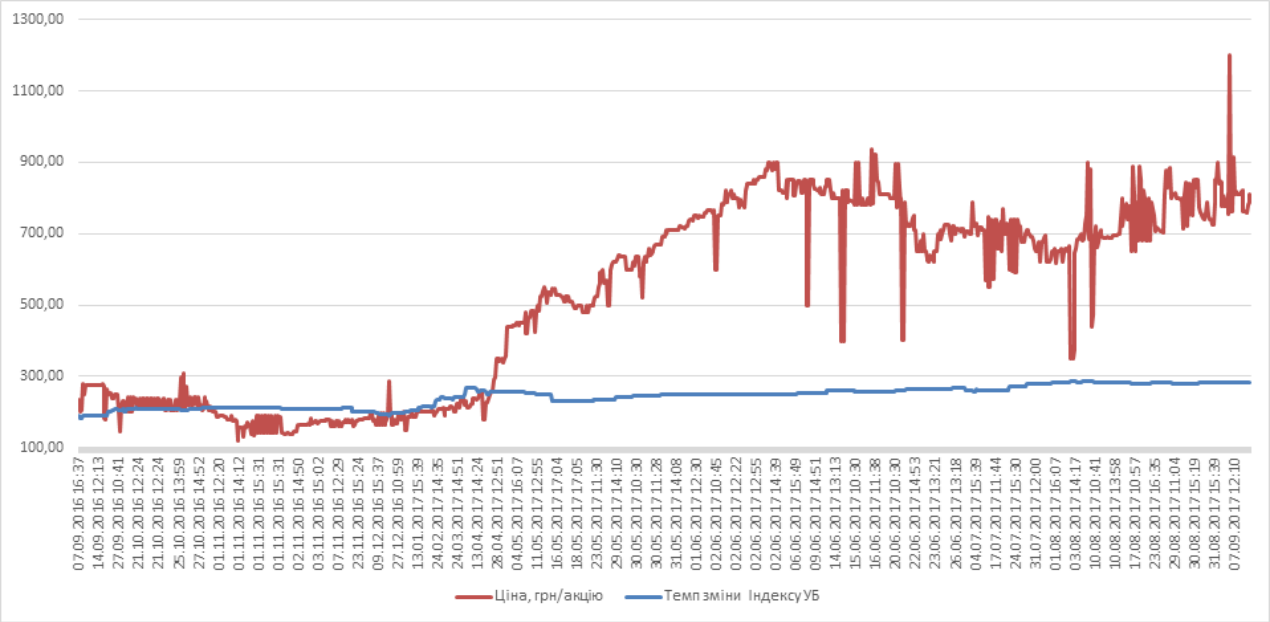
Динаміка цін угод з акціями ПАТ «ГАММАЕНЕРГО»
(Тикер УБ: GEN) за період 07.09.2016 – 07.09.2017

Як видно з даних діаграми 1, на протязі 2016 – 2017 спостерігаються суттєві коливання цін акцій емітента (від 120,10 грн. за одну акцію до 1 199,80 грн. за одну акцію).

Для визначення репрезентативних даних, які можливо використати для розрахунку вартості об'єкту оцінки, було проведено порівняння динаміки ціни акцій, що входять в об'єкт оцінки, та індексу Української Біржі (діаграма 2).

Діаграма 2

Динаміка цін угод з акціями ПАТ «ГАММАЕНЕРГО»
(Тикер УБ: GEN) та темпу зміни індексу Української біржі*
за період 07.09.2016 – 07.09.2017



Примітка: */ темп зміни індексу Української біржі, був розрахований шляхом ділення індексу Української біржі на певну дату на коефіцієнт 4. Застосовується для порівняння динаміки ціни угод з акціями та індексу Української біржі

За результатами аналізу було встановлено, що з 03.05.2017 по 07.09.2017 спостерігається різке зростання ціни акцій ПАТ «ГАММАЕНЕРГО», при цьому характерно та привертає увагу те, що динаміка індексу Української Біржі має досить сталий характер в даний період.

Натомість спостерігався явний збіг різких коливань курсу із значними подіями, які так чи по іншому впливали на господарську діяльність та корпоративне управління емітента, акції якого є об'єктом оцінки (табл. 2).

Таблиця 2

Хронологія значних та екстраординарних подій, що впливали на ринкові угоди с акціями ПАТ «ГАММАЕНЕРГО»

Дата	Биржовий курс, грн./акція	Обсяг угоди	Значна подія
02.02.2017	205	7	Початок торгівельної блокади ОРДЛО. Наслідки: втрата власних джерел постачання вугілля антрацитової групи, перехід на імпортне вугілля, незаплановані зупинки ТЕС та витрати на реконструкцію енергоблоків
02.02.2017	205	5	
07.02.2017	190	1	
22.02.2017	197	1	
23.02.2017	200	1	
24.02.2017	207,9	2	
27.02.2017	208	1	
27.02.2017	208	2	
01.03.2017	210	9	23.03.2017. Прийнятий Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах» №1983-VIII (далі – Закон 1983), яким було введено в дію процедури примусового викупу акцій у разі набуття значного контрольного та домінуючого контрольного пакетів акцій.
29.03.2017	220	5	
28.04.2017	250	15	Опубліковані фінансова звітність Товариства за 2016 рік та повідомлення про скликання річних Загальних зборів Товариства з проектами рішень з кожного питання порядку денного, зокрема питань, прийняття рішень за якими, має наслідком примусовий викуп акцій, а також із запропонованим до виплати розміром частини прибутку Товариства (дивідендів) за підсумками роботи Товариства у 2016 році
28.04.2017	357	1	

Дата	Биржовий курс, грн./акція	Обсяг угоди	Значна подія
31.05.2017	710	1	Відбулися річні Загальні збори Товариства, на яких було прийнято рішення про оголошення та сплату дивідендів у розмірі 191,14 грн. на одну акцію
09.06.2017 16:38	834,00	1	Опубліковане повідомлення щодо виплати дивідендів за результатами роботи Товариства у 2016 році згідно з рішенням річних Загальних зборів Товариств
21.06.2017 16:59	790,00	3	Дата формування переліку акціонерів, які мають право на отримання дивідендів
24.07.2017 15:37	739,00	60	Було опубліковане повідомлення Фонду державного майна України щодо продажу належного державі пакету акцій Товариства у розмірі 25% на біржовому аукціоні.
31.08.2017 15:39	788,00	1	Відбувся приватизаційний аукціон з продажу належного державі пакету акцій Товариства

Визначення нижньої межі проміжку часу для визначення вартості об’єкта оцінки

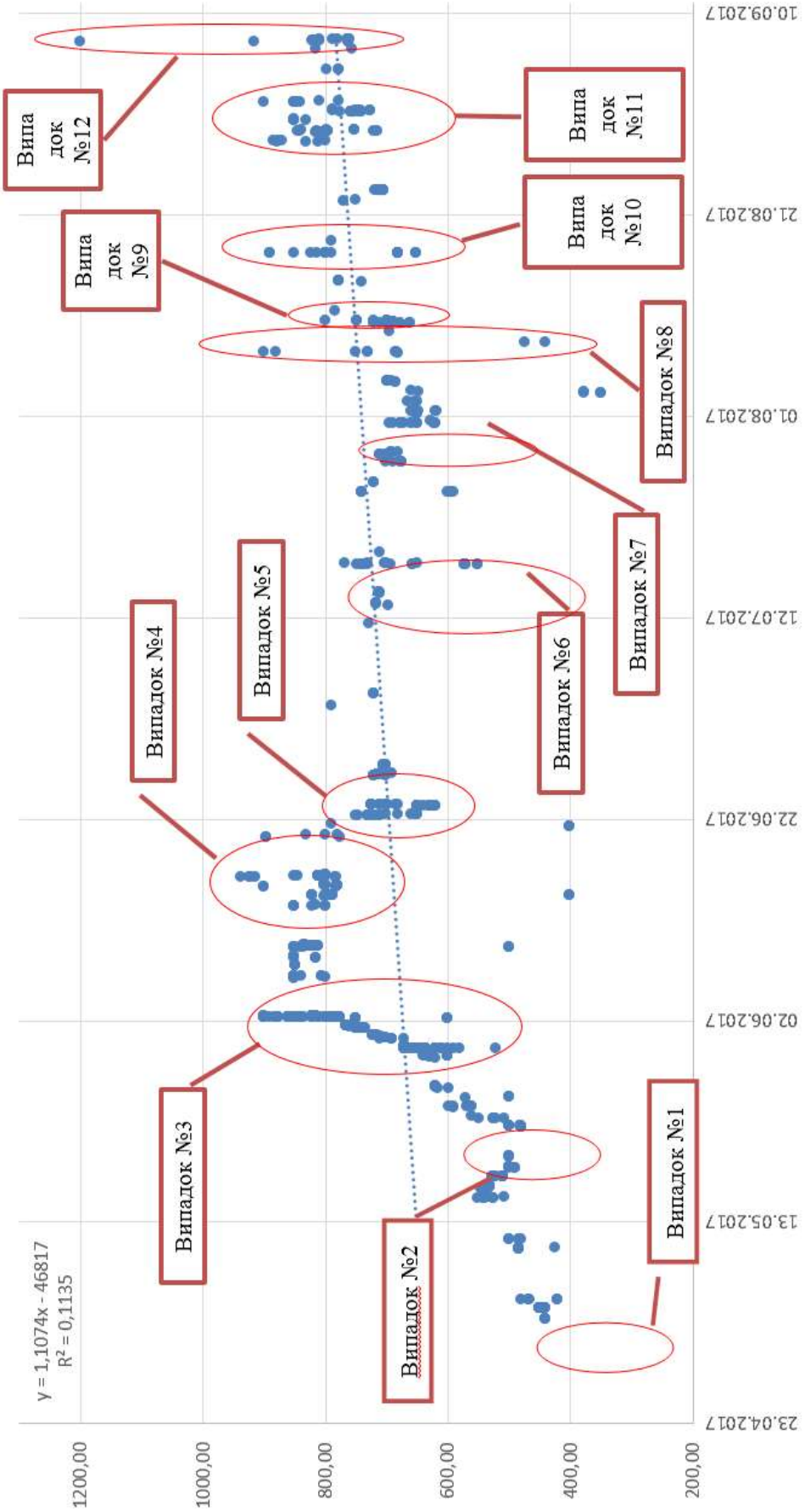
Оцінювачем було проведено аналіз ретроспективних даних за 4 місяці до різкого зростання цін на акції ПАТ «ГАММАЕНЕРГО» (з 10.01.2017 по 28.04.2017) (діаграма 4).

Вибір дати 10.01.2017 в якості нижньої межі обумовлений тим, що з січня 2017 року була розпочата блокада Донбасу та шахти «Молодіжна» – основного постачальника вугілля для потреб генерації електроенергії на потужностях ПАТ «ГАММАЕНЕРГО». Результати аналізу динаміки ціни угод з акціями ПАТ «ГАММАЕНЕРГО» та індексу Української біржі за період 10.01.2017 – 28.04.2017 свідчать про те, що навіть в даний період динаміка ціни угод з акціями ПАТ «ГАММАЕНЕРГО» цілком відповідала динаміці індексу Української біржі. Не було також принципових змін в цінах акцій і після офіційної заяви Керуючої Компанії щодо зупинки своїх шахт на окупованих територіях Донбасу 10.03.2017.

Однак, принаймні, обрання такої нижньої межі проміжку часу для аналізу репрезентативності цін на акції в будь-якому випадку дозволяє врахувати об’єктивну реакцію ринку щодо впливу на ціну акцій, вочевидь, єдиної суттєвої економічної події, що стосується умов та результатів функціонування ПАТ «ГАММАЕНЕРГО» протягом часу до дати оцінки, що аналізується.

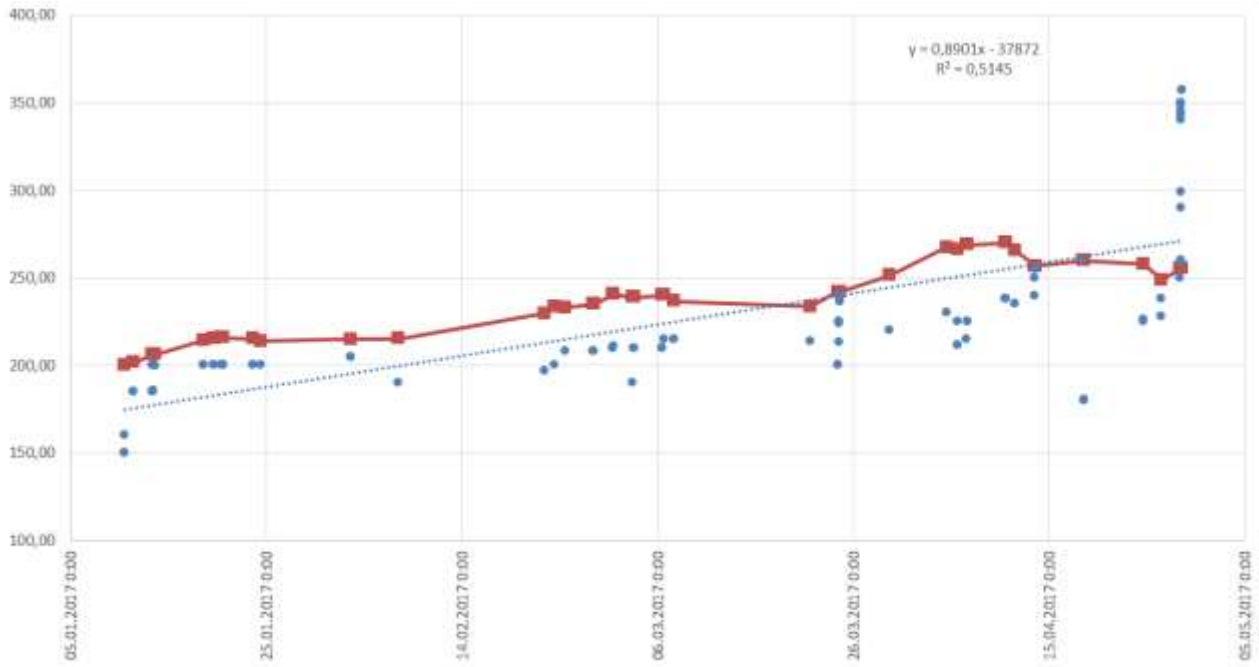
Діаграма 3

Динаміка цін угод з акціями ПАТ «ГАММАЕНЕРГО» (Тикер УБ: GEN) за період 03.05.2017-07.09.2017р.



Діаграма 4

Динаміка цін угод з акціями ПАТ «ГАММАЕНЕРГО»
(Тикер УБ: GEN) та темпу зміни індексу Української біржі
за період 10.01.2017-28.04.2017р.



Примітка: */ темп зміни індексу Української біржі, був розрахований шляхом ділення індексу Української біржі на певну дату на коефіцієнт 4. Застосовується для порівняння динаміки ціни угод з акціями та індексу Української біржі

Визначення верхньої межі проміжку часу для визначення вартості об'єкта оцінки

Також Оцінювачем було проаналізовано та враховано вказівки ст. 10-1 Закону України від 30.10.1996 № 448/96-ВР «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» щодо маніпулювання цінами на фондовому ринку, під поняття якого, зокрема, підпадають «здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів, які надають або можуть надавати уявлення щодо поставки, придбання або ціни фінансового інструменту, що не відповідають дійсності, та вчиняються одноосібно або за попередньою змовою групою осіб і призводять до встановлення інших цін, ніж ті, що існували б за відсутності таких операцій або заявок» та «здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів шляхом вчинення умисних протиправних дій, в тому числі шахрайства чи використання інсайдерської інформації».

З наведених вище даних однозначно видно, що стрімке зростання ціни акцій ПАТ «ГАММАЕНЕРГО» розпочалося наприкінці дня 28.04.2017. При цьому об'єктивного економічного, зовнішнього або технічного підґрунтя для такого зростання не існує, що додатково підтверджується також і динамікою індексу фондового ринку.

Можна, безумовно, зазначити, що в кінці травня підприємству було нав'язане ззовні рішення щодо виплати дивідендів в розмірі 190 гривень на акцію. Але, на думку Оцінювача, якщо ця інформація й вплинула частково на ціну акцій підприємства, то масштаб цього впливу взагалі неможливо зафіксувати на тлі цінових змін, що є вочевидь наслідками маніпулюванням цінами на фондовому ринку. Це підтверджується також тим, що:

- зростання ціни розпочалося наприкінці квітня 2017 року, а рішення про однозначну виплату дивідендів було прийняте тільки наприкінці травня 2017 року;
- за період з кінця квітня до кінця травня, коли було прийняте принципове рішення про виплату дивідендів, індекс УБ знизився приблизно на 9%, а ціна акцій ПАТ «ГАММАЕНЕРГО» зросла на 9%; тобто, відносний ріст ціни акцій за період склав близько 18%. При цьому за період з кінця травня до кінця червня, коли було остаточно ухвалені сам факт та розмір дивідендів, індекс УБ зріс приблизно на 13%, а ціна акцій ПАТ «ГАММАЕНЕРГО» зросла на 47%; тобто, відносний ріст ціни акцій за період склав близько 34%;
- при цьому абсолютне зростання ціни акції склало близько 265 грн. за акцію, що навіть за умови одноразової виплати дивідендів в розмірі 190 грн. на акцію вочевидь не має економічного та логічного підґрунтя;
- протягом проміжку часу, що залишився до дати оцінки, ріст ціни акції не припинився, а склав ще додатково 12% або 83 грн. за акцію.

Враховуючи результати вищенаведеного аналізу, Оцінювач, прийшов до думки, що на протязі 03.05.2017 – 07.09.2017 спостерігалися ознаки маніпулюванням цінами акцій ПАТ «ГАММАЕНЕРГО». Можливі випадки окремих стадій маніпулюванням цінами акцій ПАТ «ГАММАЕНЕРГО» відмічені на діаграмі 3.

До речі, розвиток подій після дати оцінки підтвердив ці припущення (табл. 3).

Таблиця 3.

Вибіркові дані щодо угод з акціями ПАТ «ГАММАЕНЕРГО»
(Тикер УБ: GEN) за період 07.09.2017 – 10.12.2017

Дата	Ціна	Розмір пакету	Вид угоди
29.09.2017 16:24	775	2	A
04.10.2017 14:35	730	38	A
17.10.2017 11:50	561	58	A
31.10.2017 16:14	522	2	A
16.11.2017 16:59	500	20	A
30.11.2017 16:58	500	1	A
07.12.2017 10:55	501	1	A

Джерело інформації: Українська біржа http://www.ux.ua/

Таким чином, з огляду на вищезазначене, Оцінювач, відмовився від використання даних щодо угод з акціями ПАТ «ГАММАЕНЕРГО» за період 03.05.2017 – 07.09.2017 року.

Для розрахунку вартості об’єкту оцінки були застосовані дані за період 10.01.2017-28.04.2017р., які на думку Оцінювача, не мають ознак маніпулювання цінами акцій та є найбільш репрезентативними з точки зору можливості їх використання при оцінці за порівняльним підходом.

Розрахунок поправки на дату здійснення операцій

Щоб звести отриману динаміку ретроспективних цін за акцію до ринкової вартості бізнесу, необхідно визначити поправки на дату здійснення операції.

Поправки до вартості бізнесу на дати здійснення операцій з акціями оцінюваного підприємства можна розрахувати одним з декількох способів:

- через котирування акцій галузевих публічних компаній-аналогів;
- через індекси УБ та ПФТС;
- на підставі зміни фінансових показників оцінюваної компанії.

Розрахунок поправок з урахуванням зміни індексу УБ і ПФТС. Щоб визначити поправку до вартості бізнесу на індекс УБ та ПФТС, необхідно здійснити наступні заходи:

- з'ясувати, значення індексів УБ та ПФТС на кожну з дат, щодо яких є інформація про операції з акціями оцінюваного підприємства, а також на дату оцінки;
- розрахувати для кожної з ретроспективних угод з акціями компаній-аналогів поправку на дату здійснення операції, за наступною формулою:

$$П_{дс} = \Pi_1 / \Pi_2 \qquad (1)$$

де $П_{дс}$ коригуючий коефіцієнт на дату здійснення операції;

$П_1$ ціноутворюючий параметр (індекс УБ або ПФТС) на дату оцінки;

$П_2$ ціноутворюючий параметр (індекс УБ або ПФТС) на дату здійснення операції

Відповідно до методу ретроспективних правочинів ринкова вартість однієї акції на дату оцінки розраховується за формулою:

$$C_{до} = П_{дс} \times П_с \times (1 + П_к) \qquad (2)$$

де $C_{до}$ ринкова вартість однієї акції оцінюваної компанії на дату оцінки;

$П_{дс}$ – ціна однієї акції у пакеті акцій що реалізується на дату операції;

$П_к$ премія за контроль.

Порядок розрахунку:

- виходячи з розміру проданого пакету акцій (частки в статутному капіталі) визначається премія за контроль. Її розмір залежить від того, які додаткові повноваження надає розглянутий пакет. Так, наприклад, права у власника з 51 відсотком акцій набагато вище, ніж у міноритарію. Звідси, якщо всі ретроспективні операції здійснювалися з міноритарними пакетами (до 50% акцій), при цьому, якщо розглядається такий же пакет (не вище 50%), то премія за контроль не розраховується;
- по кожній з дат ретроспективних угод розраховується ринкова вартість однієї акції оцінюваної компанії з урахуванням поправки на зміну індексу УБ. Середня з отриманих значень – ринкова вартість тієї ж акції, але вже на дату оцінки.

Результати розрахунку наведені в таблиці 4.

Таблиця 4

Розрахунок середньої скоригованої на дату оцінки вартості 1 акції емітента

Дата	Ціна, грн/акція	Об'єм угоди, од.	Частка у власному капіталі, %	Індекс УБ	Коригуючий коефіцієнт на дату здійснення операції	Скоригована вартість акції, грн
10.01.2017 12:48	160,00	5	0,00008	801,47	1,4194	227,10
24.01.2017 12:26	200,00	4	0,00007	856,24	1,3286	265,72
27.02.2017 12:21	208,00	2	0,00003	939,97	1,2102	251,72
29.03.2017 16:58	220,00	5	0,00008	1005,68	1,1311	248,84
26.04.2017 13:13	238,00	1	0,00002	995,49	1,1427	271,96
28.04.2017 10:53	250,00	15	0,00025	1021,91	1,1132	278,30
28.04.2017 14:13	357,00	1	0,00002	1021,91	1,1132	397,41
Середня скоригована вартість 1 акції емітенту, грн						**271,54**

Примітка: Вартість 1 акції округлялася до цілої копійки.

Завданням на оцінку є визначення вартості однієї простої акції в міноритарному пакеті акцій (який становить не більше 10% від статутного капіталу ПАТ «ГАММАЕНЕРГО»), тому в своїх розрахунках Оцінювач виходив з припущення, що об’єкт оцінки – одна проста іменна бездокументарна акція ПАТ «ГАММАЕНЕРГО», входить до складу міноритарного пакету (який становить не більше 10% від статутного капіталу ПАТ «ГАММАЕНЕРГО»).

З огляду на те що на ринку пропонуються пакети акцій, частка яких в статутному капіталі емітенту становить менше 1% (тобто теж є міноритарними пакетами), в зазначену вище середню скориговану на дату угоди вартість 1 акції емітенту, не вносилась поправка на контрольний характер, а остаточна вартість об’єкту оцінки в рамках порівняльного підходу приймалась такою, що дорівнює середній скоригованій на дату угоди вартості 1 акції емітенту.

Висновки

Приступаючи до аналізу репрезентативності відносно ціни продажу (пропозиції) останньої угоди (угод), на думку автора, оцінювач при використанні метода ринку капіталу повинен провести попередній збір інформації щодо ринкових угод з акціями оцінюваної компанії від дати останніх (або ж попередніх) загальних зборів акціонерного товариства з метою виявлення вагомих відхилень біржового курсу акцій від цін попередніх угод, так і суттєві відмінності темпу змін ціни акцій від змін індексу торгівельного майданчика, де вони торгуються за відповідний проміжок часу.

Треба звернути увагу при ознайомленні із корпоративною звітністю за попередні періоди до дати оцінки на наявність чи відсутність екстраординарних подій, та при їх наявності встановити можливий вплив цих подій на темп зміни ціни акцій.

При наявності фактів різких змін цін ринкових угод на оцінювані акції при відсутності як внутрішніх, так і зовнішніх подій, що могли значно вплинути на фінансово-господарське становище емітента акцій, необхідно проконсультуватися з юридичним департаментом емітента, чи не вбачаються в таких коливаннях ознаки маніпулювання цінами акцій, та обмежити часовий проміжок вибірки ринкових угод терміном, де коливання цін акцій в цілому відповідають темпам змін біржового індексу та реальному господарському становищу емітента.

ДЕЯКІ ПРОБЛЕМНІ ПИТАННЯ З ПРАКТИКИ ОЦІНКИ

Олена Герасименко, Вікторія Назирова,
ТОВ «УСК – Консалтинг» (м. Харків)

Ця стаття присвячена озвученню та обговоренню деяких проблемних питань практики оцінки, з якими стикаються оцінювачі, та не ставить на меті надання готових рішень цих проблемних питань. Адже визначення проблеми – це вже часткове її вирішення.

До таких питань автори віднесли наступні:

- ідентифікація об'єкта оцінки відповідно до Закон України «Про акціонерні товариства»;
- від'ємний результат вартості корпоративних прав;
- вартість у використанні при оцінці для МСФЗ металевого обладнання.

Питання 1. Оцінка корпоративних прав

Питання методології оцінки корпоративних прав акціонерних товариств, підходів, методів, схем розрахунків активно обговорюються оцінювачами. Але чомусь питання, що саме є об'єктом оцінки та як буде використаний результат обмежується фразами – «пакет акцій (чи корпоративні права) у розмірі …% для продажу». Зазвичай є коротке посилання на Закон України «Про акціонерні товариства», проте у більшості випадків Статут підприємства не розглядається.

У той же час Міжнародні стандарти оцінки акцентують увагу саме на підготовчому етапі оцінки, дотримання вимог якого закладає основу для коректного виконання оцінки. Автори не мають на меті сформувати докладну схему аналізу законодавства на стадії ідентифікації об'єкту оцінки, а лише навести приклад важливості такого аналізу як передумови та бази визначення моделі оціночної процедури.

І так, ***об'єкт оцінки*** – пакет акцій, корпоративні права.

Згідно з пунктом 8 статті 2 Закону України «Про акціонерні товариства»,

«*корпоративні права – сукупність майнових і немайнових прав акціонера – власника акцій товариства, які випливають з права власності на акції, що включають:*
– право на участь в управлінні акціонерним товариством,
– отримання дивідендів та
– отримання активів акціонерного товариства у разі його ліквідації відповідно до закону,
а також інші права та правомочності, передбачені законом чи статутними документами»

Мета об'єкту – продаж чи викуп, але операція купівлі-продажу.

Згідно діючого законодавства при ідентифікації базуємось на Законі України «Про акціонерні товариства» та, оскільки цей Закон посилається на статут, який може мати відступи від положень Закону України «Про акціонерні товариства» (особливо в частині порогових значень), то і на Статуті товариства.

Загальні відомості про об'єкт оцінки:

1. Акції прості чи привілейовані?

В чому принципова відмінність:

Вид акції	Управління	Дивіденди/прибуток[5] (стаття 30)	Ліквідація (стаття 89)
Проста	Визначається розміром пакету прав, положеннями Закону та Статуту товариства	Дивіденди при наявності прибутку	8,9-а черги виплати
Привілейована		1) прибутку або 2) «у разі відсутності або недостатності чистого прибутку звітного року та/або нерозподіленого прибутку минулих років виплата дивідендів за привілейованими акціями здійснюється за рахунок резервного капіталу товариства або спеціального фонду для виплати дивідендів за привілейованими акціями.	5-7 черги

2. Розмір пакету?

Згідно зі статтею 15^{-1} Закону України «Про акціонерні товариства»

«*порогові значення пакета акції – 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 75, 95 відсотків голосуючих акцій публічного акціонерного товариства».*

Відповідно до цього ідентифікуємо оцінюваний пакет акцій.

Які порогові значення згідно з положеннями зазначеного Закону є суттєвими для прийняття рішень, тобто участі в управлінні (приклади вибірково для пакету менше 5%):

пункт 2 статті 27 – «Рішення про невикористання переважного права акціонерами на придбання акцій додаткової емісії у процесі їх розміщення приймається *більш як 95 відсотками* голосів акціонерів від їх загальної кількості, які зареєструвалися для участі у загальних зборах»;

пункт 5 статті 41 – «Рішення загальних зборів з питань, передбачених пунктами 2-7, 23 частини другої статті 33 цього Закону, *приймається більш як трьома чвертями голосів акціонерів*, які зареєструвалися для участі у загальних зборах та є власниками голосуючих з відповідного питання акцій. Статутом акціонерного товариства можуть передбачатися інші питання, рішення щодо яких приймаються більш як трьома чвертями голосів акціонерів, які зареєструвалися для участі у загальних зборах та є власниками голосуючих з відповідного питання акцій, крім питань, визначених абзацом другим частини третьої цієї статті».

Таким чином, лише в одному випадку власники міноритарного пакету можуть реально впливати на діяльність товариства, якщо інше не передбачене статутом.

3. Продаж добровільна чи примусова?

В чому відмінність:

Вид продажу:	Положення Закону	Коментар щодо вартості
Примусовий (ст.65^2)	**Стаття 65^{-2}**. Обов'язковий продаж акцій акціонерами на вимогу особи (осіб, що діють спільно), яка є власником домінуючого контрольного пакета акцій.	Вартість визначається згідно ст. 8

[5] п. 3 статті 30 Рішення про виплату дивідендів та їх розмір за простими акціями приймається загальними зборами акціонерного товариства.

Вид продажу:	Положення Закону	Коментар щодо вартості
Добровільний (ст.65,66)	**Стаття 65^{-3}**. Обов'язкове придбання особою (особами, що діють спільно), яка є власником домінуючого контрольного пакета акцій акціонерного товариства, акцій на вимогу акціонерів.	Ціна придбання визначається п.5 ст. 65^{2}
	Стаття 66. Викуп акціонерним товариством розміщених ним цінних паперів 1. Акціонерне товариство має право за рішенням загальних зборів викупити в акціонерів акції за згодою власників цих акцій. Порядок реалізації цього права визначається у статуті товариства та/або рішенні загальних зборів.	Обмеження на викуп ст.67

Залежно від відповідей на ці три питання, на підставі положень Закону та Статуту товариства буде формуватися аргументація щодо можливості та доцільності застосування оціночних підходів та процедур.

Коментар. Якщо порівняти оцінку вбудованого приміщення та окремої будівлі, то при проведенні ідентифікації, без сумніву, буде враховано наявність можливих обмежень щодо розпорядження (проблеми з перебудовою та капітальним ремонтом) і, можливо, щодо користування (відсутність окремого входу) вбудованим приміщенням та окремою будівлею. Крім того, земельна складова об'єкту нерухомості в першому випадку присутня опосередковано, а в другому є суттєвою складовою вартості.

Аналогічна оцінка міноритарного пакету та 100% корпоративних прав. Адже для оцінки вбудованого приміщення не оцінюють окрему будівлю, а потім від середньої вартості 1 м^2 визначають вартість вбудованого приміщення. Тобто, якщо об'єктом оцінки є не 100% корпоративних прав, то некоректно не враховувати в оцінці обмеження прав саме при формуванні вхідної інформації та ідентифікації об'єкту оцінки.

Розглянемо можливість та доцільність застосування двох підходів – майнового та дохідного, – для оцінки пакету простих акцій, розмір пакету менше 5%, продаж згідно статті **65^{-2}:**

Підхід	Посилання на Закон	Положення НС 3	Схема реалізації згідно ст. 89
Майновий	Ст. 89	П.8 - «… поточна вартість ймовірного результату ліквідації майнового комплексу»	Чиста вартість активів вже врахувала черги 1-4, віднімаємо черги 5,6,7 по привілейованим акціям, і 8 по простим (якщо ця позиція є) і залишок відбиває вартість простих акцій.
Дохідний	Ст.30 Дивіденд – частина чистого прибутку акціонерного товариства, що виплачується акціонеру з розрахунку на одну належну йому акцію певного типу та/або класу.		Рішення про виплату дивідендів та їх розмір за простими акціями приймається загальними зборами акціонерного товариства.

Міноритарій може одержувати дохід тільки з прибутку, тобто фактично потрібна не вартість підприємства, а потенційна величина прибутку. І якщо дозволяють положення статуту, рішення загальних зборів, то теоретично міноритарій може отримати відповідний дохід. Він не може вплинути на прийняття рішення про виплату дивідендів, навіть при наявності прибутку.

Тобто, крім необхідних припущень функціювання підприємства при реалізації моделі дохідного підходу, необхідні припущення правового характеру щодо можливості отримання прибутку, а це явно некоректно з юридичної точки зору.

Якщо оцінці підлягають привілейовані акції, в розмірі значного пакету 5%, добровільний продаж. Права власників привілейованих акцій по управлінню товариством визначаються п.5 статті 26 Закону України «Про акціонерні товариства»:

Підхід	Посилання на Закон	Положення НС 3	Схема реалізації згідно ст. 89
Майновий	Ст. 89	П.8 - «… поточна вартість йомовірного результату ліквідації майнового комплексу».	Чиста вартість активів вже врахувала черги 1-4, черги 5,6,7 по привілейованим акціям
Дохідний	Ст. 30 Розмір дивідендів за привілейованими акціями всіх класів визначається у статуті акціонерного товариства.		У разі відсутності або недостатності чистого прибутку звітного року та/або нерозподіленого прибутку минулих років **виплата дивідендів за привілейованими акціями** здійснюється за рахунок резервного капіталу товариства або спеціального фонду для виплати дивідендів за привілейованими акціями. Резервний капітал – ст.19. Ст.26, п3. Акціонерне товариство виплачує дивіденди за привілейованими акціями, крім випадків, передбачених частиною другою статті 31 цього Закону, в установленому статутом розмірі.

Згідно положень ЗУ, що визначають права власників різних типів акцій, майновий та дохідний підхід будуть мати дещо різні схеми реалізації.

Можна зауважити, що по суті ідентифікація корпоративних прав, як об’єкту оцінки, є досить складною процедурою, що потребує аналізу не тільки фінансової звітності, але й статуту і інших юридичних документів, що оцінювач повинен зробити для надання оціночної послуги на високому рівні.

Питання 2. Якщо результат вартості корпоративних прав від’ємний?

Опис ситуації, коли виникає проблема:

Об’єкт оцінки – часткові корпоративні права підприємства.

Мета оцінки – визначення ринкової вартості корпоративних прав для продажу.

Коротка характеристика: підприємство відносно стабільно працює, є ринок збуту, передумов для ліквідації виробництва немає. Але у підприємства є значна кредиторська заборгованість.

Угоди на фондовому ринку цього підприємства або подібного відсутні.

Звичайна практика розрахунку ринкової вартості бізнесу в рамках дохідного підходу – розрахунок вартості інвестованого капіталу з наступним переходом на власний капітал. Для цього з вартості інвестованого капіталу віднімається величина довгострокової кредиторської заборгованості. На практиці зустрічаються ситуації, коли вартість позикового капіталу перевищує вартість інвестованого капіталу, що призводить до негативної вартості власного капіталу.

У разі застосування майнового підходу також необхідно буде віднімати довгострокову кредиторську заборгованість, яка може в рази перевищувати вартість активів.

Виходячи із загальної практики інтерпретації результатів при визначенні ліквідаційної вартості матеріальних активів, а саме п. 24 Національного Стандарту 1: «У разі коли за результатами розрахунків вартість ліквідації ставити від'ємну величину, її значення встановлюється у розмір 1 гривні».

Однак тут розраховується ринкова вартість і виникає проблема інтерпретації результатів оцінки:

1. Чи можливо взагалі приймати вартість бізнесу в цілому в розмірі 1 гривні при негативній вартості власного капіталу і моделювати розрахунок майновим підходом виходячи з ліквідації підприємства;

2. Як розподілити отриману вартість між учасниками, наприклад ТОВ;

3. Яку вартість прийняти, якщо оцінюється одна проста акція.

4. Можливо, в певних ситуаціях, якщо дійсно виробництво успішно працює, оцінювач може дати результати за кількома сценаріями:

- проігнорувати довгострокову кредиторську заборгованість;
- на основі доходів підприємства побудувати довгостроковий прогноз погашення заборгованості і вихід на беззбитковий рівень.

Питання 3. Вартість у використанні при оцінці для МСФЗ металевого обладнання.

Опис ситуації, коли виникає проблема:

При проведенні оцінки для цілей МСФЗ, в разі наявності спеціалізованого майна, яке оцінюється на базі залишкової вартості заміщення/відтворення Оцінювачу необхідно провести тест на знецінення спеціалізованих активів. У звичайному випадку ця процедура виконується шляхом розрахунку вартості у використанні. В результаті розрахунків отримуємо деяке значення величини економічного знецінення, яке знижує вартість кожного спеціалізованого активу до вартості у використанні. На цьому етапі оціночні процедури закінчуються, а отримана вартість приймається як справедлива.

Після процедури обліку коефіцієнта знецінення може виникнути ряд проблемних моментів:

1. Чи потрібно отриману вартість аналізувати на «здоровий глузд» з точки зору цін на майно, подібне за призначенням (але яке не може бути об'єктом порівняння, зважаючи на спеціальну конструкцію оцінюваного);

2. Чи потрібно по металовмісному обладнанню проводити розрахунок вартості ліквідації виходячи з ваги металу і наскільки це виправдано, якщо активи операційні і беруть участь в операційній діяльності підприємства;

3. І якщо, приймати в якості справедливої більшу з двох величин, а саме вартість ліквідації – чи мають такі об'єкти залишковий строк корисного використання і чи будуть вони амортизуватися в обліку.

ОСОБЕННОСТИ РЕГУЛИРОВАНИЯ НЕЗАВИСИМОЙ ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЙ (БИЗНЕСА) В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ

Любовь Саяпина, Дмитрий Корсунский,
Институт недвижимости и оценки, Беларусь

Оценка стоимости предприятий (бизнеса) является важным направлением в оценочной деятельности, позволяющим определять экономический потенциал предприятий на основе текущей и перспективной их стоимости, определяющим экономическое развитие государства в целом. Поэтому важно как осуществляется регулирование оценочной деятельности в части оценки стоимости предприятий (бизнеса).

Оценочная деятельность в Республике Беларусь осуществляется в соответствии с Положением об оценке стоимости объектов гражданских прав в Республике Беларусь, утвержденным Указом Президента Республики Беларусь от 13 октября 2006 г. № 615. Оценка стоимости предприятий (бизнеса) выполняется в соответствии с ТКП 52.0.01–2015 «Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса)».

В Республике Беларусь предприятия могут регистрироваться как объекты недвижимости. Поэтому объектами оценки в соответствии с ТКП 52.1.01-2015 являются такие объекты как имущественный комплекс в целом, используемый для осуществления предпринимательской деятельности (далее – предприятие как объект прав), а также объект недвижимости, зарегистрированный в республиканской организации по государственной регистрации недвижимого имущества, прав на него и сделок с ним в порядке, установленном законодательством (далее – предприятие как имущественный комплекс). Кроме того могут оцениваться части предприятия, пакеты акций, доли в уставном фонде юридического лица (далее – доли). Оценка части предприятия, пакета акций, доли может осуществляться как по предприятию как объекту прав, так и по предприятию как имущественному комплексу.

Закон о Государственной регистрации недвижимого имущества Республики Беларусь предусматривает включение в состав предприятия как имущественного комплекса любой совокупности активов или обязательств по балансу. Методика оценки предприятия как имущественного комплекса зависит от состава имущественного комплекса. Если на дату регистрации в состав предприятия как имущественного комплекса входит предприятие в целом, согласно ТКП 52.1.01-2015 состав активов и обязательств принимается по балансу на дату оценки с учетом статей баланса, не вошедших в имущественный комплекс на дату его регистрации. Исключением является независимая оценка предприятия для целей совершения сделки, влекущей прекращение права хозяйственного ведения на него, так как из состава предприятия исключаются права требования, долги, вытекающие из административных, семейных, трудовых правоотношений.

Если в состав предприятия как имущественного комплекса входит часть предприятия, только капитальные строения (здания, сооружения), другие долгосрочные и краткосрочные активы, в зависимости от состава имущества его стоимость определяется на дату оценки по нормам, установленным для конкретного вида имущества на дату составления перечня имущества, вошедшего в имущественный комплекс.

Если предприятие является банкротом, оценка его стоимости проводится, как правило, затратным методом оценки. Для определения рыночной стоимости и (или) ликвидационной стоимости в расчет принимаются только активы баланса.

Оценка предприятий (бизнеса) в Республике Беларусь проводится и при проведении судебной экспертизы объектов гражданских прав, а также в рамках исполнительного производства. В данном случае предоставление документов оценщику происходит через

судебного исполнителя или через суд, что приводит к увеличению сроков выполнение работ.

В тоже время есть особенности, которые характерны для законодательства по исполнительному производству, например, арестованное имущество реализуется и оценивается только по ликвидационной стоимости. В судебной экспертизе же, как правило, определяется рыночная стоимость. Кроме того, при несогласии с результатом независимой оценки истец и ответчик в рамках исполнительного производства может заказать экспертизу достоверности оценки.

Большинство судебных экспертиз и независимая оценка в рамках исполнительного производства проводится по малым и средним предприятиям, предприятиям с упрощенной системой налогообложения, в которых бухгалтерский учет не ведется. Поэтому для определения стоимости требуется изучать договора, товарно-транспортные накладные, самостоятельно составлять баланс. Иногда удается применить сравнительный или доходный метод оценки. Поскольку фондовый рынок в Республике Беларусь не достаточно развит, рыночная стоимость пакета акций (доли) рассчитывалась исходя из рыночной стоимости предприятия в целом.

С выходом 24 октября 2016 года Закона Республики Беларусь «Об исполнительном производстве», удельный вес договоров на оказание услуг по определению ликвидационной стоимости в общем объеме услуг по проведению независимой оценки увеличился в РУП «Институт недвижимости и оценки» (далее – Институт) более чем на 50%.

В ТКП 52.0.01-2015 метод ликвидационной стоимости, предусматривает определение итоговой стоимости предприятия по классической формуле в затратном методе оценки как разница ликвидационной или рыночной стоимости активов за минусом ликвидационной или рыночной стоимости обязательств. При этом определяться также сумма настоящей стоимости затрат, связанных с ликвидацией предприятия. Данная методика используется оценщиками при упорядоченной ликвидации предприятий. Методика определения ликвидационной стоимости при вынужденной продаже предприятий (бизнеса) в ТКП 52.1.01-2015 отсутствует.

Поскольку определение ликвидационной стоимости в Республике Беларусь определено не только ТНПА об оценке объектов гражданских прав, но и иными законодательными актами, по решению Экспертного консультационного совета Госкомимущества разработан технический кодекс по определению ликвидационной стоимости (далее – ТКП 52.0.03). Сейчас данный технический кодекс проходи экспертизу в Госкомимуществе.

ТКП 52.0.03 предусмотрена возможность определения стоимости имущества, как при упорядоченной ликвидации, так и вынужденной продаже. Базой определения ликвидационной стоимости может быть рыночная стоимость предприятия (бизнеса), ликвидационная стоимость активов и обязательств, а в случае неудовлетворительного технического состояния движимого имущества ликвидационная стоимость активов не должна быть меньше скраповой стоимости.

Еще одной особенностью определения рыночной стоимости предприятий в затратном методе оценки в соответствии с ТКП 52.1.01-2015 является правило определения стоимости самортизированных основных средств. К рыночной стоимости приравнивается 10% их переоцененной стоимости. Очевидно, что при определении ликвидационной стоимости таких активов – это и будет скраповая стоимость. Поэтому при определении ликвидационной стоимости активы предприятия необходимо разделить на группы, чтобы правильно учесть скидку на ликвидность.

На основе определения ликвидационной стоимости предприятия может определяться ликвидационная стоимость пакета акций или доля в уставном фонде юридического лица.

Поскольку в исполнительном производстве встречаются случаи, когда отсутствует информация, необходимая для оценки предприятий (бизнеса), в ТКП 52.0.03 установлено,

что ликвидационная стоимость предприятия не может быть ниже балансовой стоимости, если судебным исполнителем не представлена исходная информация, необходимая для проведения независимой оценки, в том числе расшифровки по статьям баланса.

Оценка качества заключений и отчетов об оценке производится с помощью обязательной и (или) инициативной экспертизы достоверности оценки, а также проверке качества выполнения документов оценки при продлении свидетельств об аттестации оценщика.

В августе 2019 года в реестре оценщиков количество оценщиков, имеющих право на проведение оценки предприятий (бизнеса) составляет 36 человек. С 2010 года по разным причинам прекращены действия свидетельств об аттестации у 18 оценщиков бизнеса.

Качество выполнения работ связано с профессионализмом оценщиков, качеством исходной информации, сроками проведения работ.

Из 36 человек оценщиков бизнеса 2 человека имеют свидетельства об аттестации 12 лет (5 продлений), 11 человек – 8-9 лет (4-е продления), 19 человек – 5 лет (одно продление), 3 человек имеют опыт работы менее года. Анализ показывает, что 39% оценщиков бизнеса проводят независимую оценку предприятий (бизнеса) от 8 до 12 лет, 53% – 5 лет. Следовательно, качественный состав оценщиков бизнеса достаточно высок. Поэтому при проведении экспертизы достоверности оценки отчетов по определению рыночной или ликвидационной стоимости предприятий (бизнеса) результат независимой оценки, как правило, считается обоснованным.

Вместе с тем, у части оценщиков бизнеса отсутствует профильное финансовое образование, свободное владение английским или иным иностранным языком, низкая мотивация на саморазвитие. Ограниченные финансовые возможности исполнителей оценки не позволяет направлять оценщиков на стажировки, семинары в страны дальнего и ближнего зарубежья.

Оценщиками в Республике Беларусь являются физические лица, которые не могут выступать стороной в договоре на оказание услуг по независимой оценке. Поэтому имеет смысл говорить о пуле оценочных организаций. В августе 2019 года на рынке услуг по оценке бизнеса действуют 10 компаний. Самые крупные игроки на рынке независимой оценки предприятий (бизнеса), в том числе имеющие право оценки государственного имущества с совокупным штатом оценщиков бизнеса более 20 человек – это Институт недвижимости и оценки и компании из структуры ИПМ-консалт. В Институте доля работ по оценке стоимости бизнеса постоянно находится на уровне 36-38% от общего объема работ по оценке имущества и экспертизе достоверности оценки.

Активность рынка купли-продажи бизнеса Беларуси в сопоставлении с аналогичным рынком стран Восточной Европы низкая. Наиболее крупным собственником активов в Беларуси является государство. Вместе с тем, предприятия частной формы собственности управляют и развивают бизнес в большинстве случаев более эффективно. Поэтому государство готово продавать акции ряда предприятий, в том числе стратегических, на условиях конкурса.

На сайте Госкомимущества Республики Беларусь постоянно размещена информация об условиях приобретения пакетов акций, принадлежащих Республике Беларусь по более чем 400 обществам. Список предприятий по коммунальной собственности насчитывает более 100 акционерных обществ. С 2009 по 2018 годы количество сделок с акциями, находящимися в республиканской собственности достигло 50. Вместе с тем общая стоимость сделок составила менее 0,5 млрд. долл. США. В 2009 году объем продаж составил 0,28 млрд. долл. США, количество сделок – 2. В 2011 году объем продаж составил – 0,03 млрд. долл. США, хотя количество сделок – 34 шт.

Низкая инвестиционная активность в Беларуси снижает объем рынка услуг по оценке бизнеса, приводя к высокой конкуренции, и далее к снижению стоимости услуг. С 2015 года

стоимость услуг по оценке предприятий (бизнеса) упала по значительной части проектов более чем в 1,5 раза.

Важно отметить, что белорусские оценщики располагают ограниченным количеством информационных источников, а отсутствие объективной информации с фондового рынка, в большинстве случаев не позволяет использовать сравнительный метод оценки. Низкое качество управления предприятиями, отсутствие перспективных бизнес-планов развития предприятий, не способствует составлению качественных прогнозов для реализации доходного метода оценки. Перед оценщиками, как правило, не ставятся задачи по определению рыночной стоимости предприятия при реализации инвестиционных проектов, для принятия эффективных управленческих решений и оптимизации производства. К тому же ограниченные бюджеты проектов по оценке стоимости бизнеса зачастую не позволяют привлечь отраслевых экспертов для всесторонней экспертизы объекта оценки.

Критерии оценки результата работы оценщика у заказчиков, руководителей предприятий, контролирующих органов разные. Заказчик оценки заинтересован в минимальной стоимости услуг. Контролирующие органы – в соблюдении ТНПА, недопущению проявлений коррупции. Руководителей оценочных организаций интересуют объемы работ и выполнение установленных показателей. Оценщики качество своей работы определяют вознаграждением за труд и желанием сохранить свидетельство об аттестации. Как правило, разные представления об оценке труда оценщика обесценивают основную цель его работы – получение объективной оценки стоимости предприятия (бизнеса) как эффективного инструмента для принятия решений.

Основной задачей профессионального сообщества является становление единых критериев к оказанию услуг в этой сфере, что позволит перейти на более высокую ступень эволюции, когда оценщик будет являться «консультантом» в объективной оценке стоимости активов, а заказчик оценки – эффективным собственником.

Выводы

1. Особенности проведения независимой оценки предприятий (бизнеса) связаны с возможностью регистрации предприятия как объекта недвижимого имущества, в состав которого могут входить как предприятие в целом, так и отдельные активы и обязательства.

2. Ликвидационная стоимость для предприятий (бизнеса) может определяться как по рыночной стоимости предприятия, так и ликвидационной стоимости его активов и обязательств, но не может быть ниже скраповой стоимости или ниже балансовой стоимости, если цель оценки реализация арестованного имущества в исполнительном производстве при отсутствии исходной информации для независимой оценки.

3. Качество проведения оценки проверяется при проведении обязательной и инициативной экспертизы достоверности оценки, а также при продлении свидетельств об аттестации оценщика.

4. Различные подходы к оценке результата работы оценщика у заказчиков, руководителей оценочных организаций, контролирующих органов, обесценивают труд оценщика и основную цель его работы – дать собственнику объективную оценку стоимости объекта оценки как эффективный инструмент для принятия решения. Установление единых критериев позволит перейти на более высокую ступень эволюции, когда оценщик будет являться «консультантом» в объективной оценке стоимости предприятий (бизнеса), а заказчик оценки – эффективным собственником.

ОЦЕНКА ПРЕДПРИЯТИЙ (БИЗНЕСА) В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ

Алексей Жулдыбин,
ГУП «Национальное кадастровое агентство», г. Минск

Рассмотрена существующая система оценки бизнеса в Республике Беларусь: приведены основные понятия, характеризующие оценочную деятельность и их дефиниции, проанализированы квалификационные требования, предъявляемые к оценщику в общем и оценщику бизнеса в частности, представлены объекты оценки, методы оценки и виды определяемой стоимости при определении стоимости бизнеса.

Развитие фондовых рынков, свободная миграция капитала, процессы глобализации экономики, отстранение собственников от вопросов оперативного управления бизнесом и все большее усиление позиций профессиональных менеджеров изменили взгляд на управление компаниями. Получил распространение инвестиционный подход, когда предприятие рассматривается как потенциальный объект для инвестиций. В данном случае, стоимость компании основана на ожиданиях инвестора в отношении получаемых в будущем доходов от этого бизнеса, а также рисков, связанных с их получением (или неполучением). Неопределенность, колебания спроса и предложения, присущие рыночной экономике оказывают постоянное влияние как на стоимость сырья и материалов, так и на цены, по которым реализуется готовая продукция, а это означает, что риски инвестирования в бизнес должны соотносится с ожидаемыми доходами от него.

В настоящее время в Республике Беларусь спрос на оценку бизнеса только начинает формироваться, как правило, к ней прибегают при реализации предприятия в процедурах санации или банкротства, сделках слияния или поглощения, определения стоимости доли предприятия для разрешения имущественных споров и в других случаях.

Оценка предприятий (бизнеса) проводится в соответствии с требованиями:

- *Указа Президента Республики Беларусь от 13 октября 2006 года № 615 «Об оценочной деятельности в Республике Беларусь»*. Данный указ регламентирует порядок проведения независимой оценки, внутренней оценки; предусматривает возможность проведения экспертизы достоверности оценки; содержит описание методов оценки и требования к содержанию документов оценки (заключения об оценке и отчета об оценке); права и обязанности исполнителя оценки, его ответственность, и другие положения;
- *государственного стандарта Республики Беларусь СТБ 52.1.01–2017 «Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса)»*. Данный стандарт устанавливает термины и их определения, объекты оценки, предметы оценки, методы оценки и методы расчета стоимости, используемые при оценке стоимости предприятий как объектов прав (бизнеса) или имущественных комплексов, части предприятия, пакета акций, доли в уставном фонде юридического лица и другие положения;
- *технического кодекса установившейся практики ТКП 52.1.01–2015 «Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса)»*. Данный технический кодекс устанавливает общие положения, требования к исходной информации, виды стоимости, методы оценки и методы расчета стоимости, используемые при оценке стоимости предприятий как объектов прав (бизнеса) или имущественных комплексов, части предприятия, пакета акций, доли в уставном фонде юридического лица, требования к проведению расчетов и результату независимой оценки и другие положения;
- *технического кодекса установившейся практики ТКП 52.0.01–2018 «Оценка стоимости объектов гражданских прав. Общие положения»*. Данный технический кодекс устанавливает общие положения, требования к содержанию и оформлению документов оценки (Заключения об оценке и Отчета об оценке) и другие положения.

Законодательством Республики Беларусь определены основные термины, используемые в оценочной деятельности, и их дефиниции. Рассмотрим подробнее некоторые из них [1].

Внутренняя оценка – оценка стоимости, проводимая самостоятельно юридическими и физическими лицами, в том числе индивидуальными предпринимателями, на основании собственного решения без привлечения исполнителя оценки.

Исполнитель оценки – юридическое лицо или индивидуальный предприниматель, осуществляющие оценочную деятельность. Юридическим лицом, осуществляющим оценочную деятельность, признается организация, в штате которой состоит не менее двух оценщиков, для которых данная организация является основным местом работы.

Независимая оценка – оценка стоимости, проводимая исполнителями оценки на основании договоров с соблюдением требований, определенных в Положении об оценке стоимости объектов гражданских прав в Республике Беларусь, утвержденном Указом Президента Республики Беларусь от 13 октября 2006 года № 615 «Об оценочной деятельности в Республике Беларусь».

Оценка стоимости – определение стоимости объекта оценки.

Оценочная деятельность – предпринимательская деятельность юридических лиц и индивидуальных предпринимателей, связанная с оказанием услуг по проведению независимой оценки, экспертизы достоверности внутренней оценки и экспертизы достоверности независимой оценки.

Оценщик – аттестованное в порядке, определяемом Советом Министров Республики Беларусь, физическое лицо, проводящее независимую оценку лично как индивидуальный предприниматель либо в качестве работника исполнителя оценки.

Претендент на получение свидетельства об аттестации оценщика – дееспособное физическое лицо, постоянно проживающее на территории Республики Беларусь, имеющее высшее экономическое, юридическое или техническое образование и подавшее заявление об аттестации и выдаче свидетельства об аттестации оценщика в порядке, установленном законодательством.

Таким образом, оценщиком в Республике Беларусь может постоянно проживающее в Беларуси дееспособное физическое лицо, имеющее высшее экономическое, юридическое или техническое образование, аттестованное в соответствии с Положением о порядке проведения аттестации претендентов на получение свидетельства об аттестации оценщика, выдачи свидетельства об аттестации оценщика, внесения в него изменений и (или) дополнений, продления срока действия, аннулирования и прекращения его действия, выдачи его дубликата, учета выданных свидетельств, утвержденным Постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 05 февраля 2007 года № 148 «О мерах по реализации Указа Президента Республики Беларусь от 13 октября 2006 года № 615».

В настоящее время существует 5-уровневая система аттестации (сертификации) оценщиков, которая проиллюстрирована на рисунке 1. При этом нужно знать, что аттестация на право проведения независимой оценки предприятий как имущественных комплексов, долей в уставных фондах юридических лиц, ценных бумаг и имущественных прав на них, может быть проведена только при наличии у претендента действующих свидетельств, дающих право на проведение независимой оценки капитальных строений (зданий, сооружений), изолированных помещений, машино-мест, не завершенных строительством объектов и имущественных прав на них, машин, оборудования, инвентаря, транспортных средств, материалов и имущественных прав на них, другого имущества (за исключением предприятий как имущественных комплексов, долей в уставных фондах юридических лиц, ценных бумаг, капитальных строений (зданий, сооружений), изолированных помещений, машино-мест, не завершенных строительством объектов, объектов интеллектуальной собственности, земельных участков и имущественных прав на

них), земельных участков и имущественных прав на них, объектов интеллектуальной собственности и имущественных прав на них [2].

Согласно действующего законодательства Республики Беларусь, оценщик как субъект оценочной деятельности рассматривается либо как индивидуальный предприниматель, осуществляющий оценочную деятельность, либо как наемный работник юридического лица, осуществляющего оценочную деятельность (исполнителя оценки). Какие-либо иные требования к оценщикам не предъявляются.

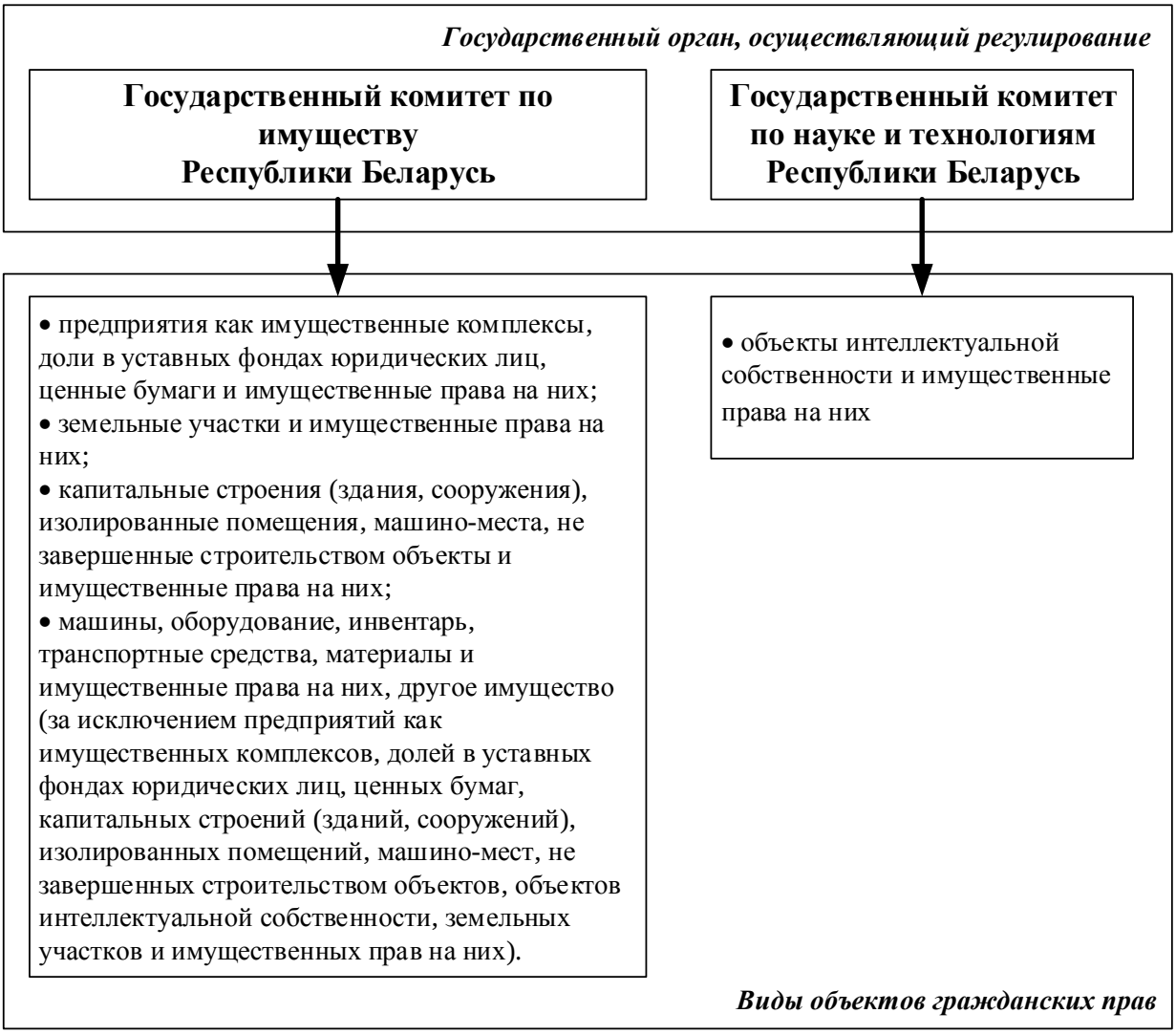


Рисунок 1. Система аттестации (сертификации) оценщиков в Республике Беларусь

В процедуре оценки бизнеса может быть определена стоимость следующих объектов [3]:

- предприятие как имущественные комплексы;
- предприятие как объект прав;
- доля в уставном фонде юридического лица;
- одна акция;
- пакет акций;
- часть предприятия.

Отдельно стоит выделить предприятие как имущественный комплекс (далее – ПИК), которое представляет собой объект недвижимости, зарегистрированный в органах государственной регистрации, в порядке, установленном законодательством [3].

В состав ПИКа включаются:

- здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье, продукция, земельные участки, за исключением земельных участков, предоставленных на праве пожизненного наследуемого владения, постоянного пользования, временного пользования, а также объектов, изъятых либо ограниченных в обороте;
- права требования, долги, за исключением вытекающих из административных, семейных, трудовых правоотношений;
- исключительные права на объекты интеллектуальной собственности, включая права на средства индивидуализации (кроме права на географические указания);
- право аренды;
- иные имущество и имущественные права в случаях, предусмотренных законодательством.

Перечень имущества, включаемого в состав ПИКа, определяется собственником этого имущества самостоятельно или в установленном порядке юридическим лицом, которому данное имущество принадлежит на праве хозяйственного ведения, оперативного управления, либо уполномоченным в соответствии с законодательством [4].

Методика оценки ПИКа определена в ТКП 52.1.01–2015 «Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса)» и зависит от состава имущественного комплекса, в большинстве случаев, в его состав входят только основные средства, значительно реже часть долгов (обязательств), права требований (все или часть), товарно-материальные ценности. В таких случаях, оценщик вынужден применять затратный метод оценки, поскольку для применения сравнительного метода отсутствуют объекты-аналоги, а применение доходного подхода не возможна, по причине невозможности построить денежный поток.

В зависимости от цели оценки и требований, указанных в задании на оценку, оценщик может определить следующие виды стоимостей [3]:

- рыночная стоимость;
- балансовая стоимость;
- инвестиционная стоимость;
- ликвидационная стоимость;
- специальная стоимость;
- синергетическая стоимость;
- оценочная стоимость.

Следует отметить, что справедливая стоимость как предмет оценки (и как термин) до сих пор не внесен в законодательные акты, вследствие чего оценка справедливой стоимости для цели МСФО де-юре не является оценочной деятельностью и выполняют ее, как правило, международные аудиторские организации.

Методы оценки стоимости объектов оценки в процедуре оценки бизнеса представлены на рисунке 2 [3].

Затратный метод оценки представляет собой совокупность методов расчета стоимости объектов оценки, основанных на разнице между суммой активов баланса и обязательствами по балансу оцениваемого предприятия с учетом их корректировок в соответствии с законодательством [3].

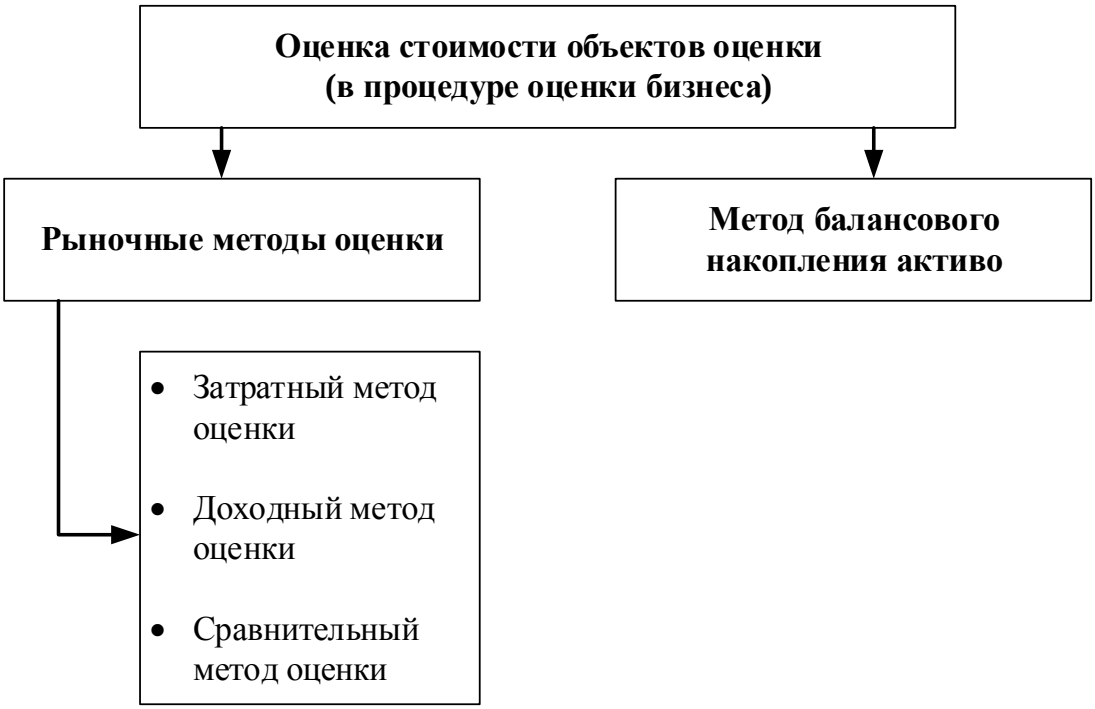


Рисунок 2. Методы оценки бизнеса в Республике Беларусь

При реализации затратного метода оценки используют следующие методы расчета стоимости:

- накопления активов;
- скорректированной балансовой стоимости;
- ликвидационной стоимости;
- чистых активов;
- другие [3].

Метод накопления активов заключается в расчете рыночной стоимости каждого актива предприятия и вычитании из суммы активов настоящей стоимости всех его обязательств.

Метод скорректированной балансовой стоимости заключается в определении рыночной стоимости не всех активов и обязательств предприятия, а выборочно.

Метод ликвидационной стоимости представляет собой метод, при котором из суммы ликвидационной или рыночной стоимости каждого актива предприятия вычитается рыночная или ликвидационная стоимость всех обязательств, а также сумма настоящей стоимости затрат, связанных с ликвидацией предприятия.

Методом чистых активов определяется балансовая стоимость предприятия в соответствии с законодательством. В этом случае корректировка балансовой стоимости активов и обязательств не производится.

Доходный метод оценки представляет собой совокупность методов расчета стоимости, основанных на преобразовании будущих денежных потоков в стоимость в текущем уровне цен [3].

В доходном методе оценки используют следующие методы расчета стоимости:

- прямой капитализации;
- капитализации по норме отдачи (дисконтирования денежных потоков);
- другие [3].

Метод прямой капитализации применяется при условии, что в ретроспективном периоде и при составлении прогноза уровень дохода постоянен или темпы роста стабильны [5].

Метод капитализации по норме отдачи (дисконтирование денежных потоков) применяется, когда предполагается изменение будущих денежных потоков за срок прогноза [5].

Сравнительный метод оценки представляет собой совокупность методов расчета стоимости, основанных на сравнении объекта оценки и объектов-аналогов, по которым доступна информация о рыночных ценах с последующей корректировкой этих цен по элементам сравнения. Под рыночными ценами объектов-аналогов понимаются цены сделок, предложения или спроса в зависимости от используемой информации [2].

При реализации сравнительного метода оценки используют следующие методы расчета стоимости:

- рынка капитала;
- сделок;
- ценовых мультипликаторов;
- другие [3].

Метод рынка капитала базируется на информации о ценах сходных компаний, акции которых свободно обращаются на рынке, и используется при наличии данных о ценах сделок, ценах предложений и спросе на миноритарные пакеты акций, доли объектов-аналогов.

Метод сделок базируется на информации о ценах сделок, ценах предложений и спросе на предприятия в целом или на мажоритарные пакеты акций или доли в уставном фонде предприятия-аналога.

Метод ценовых мультипликаторов используется при наличии данных о ценах сделок, ценах предложений и спросе на предприятия в целом, ценах на миноритарные или мажоритарные доли, пакеты акций, при наличии данных о капитализации предприятия-аналога, о рыночной стоимости предприятия-аналога, а также при наличии выбранной финансовой или физической базы по объекту оценки и предприятиям-аналогам.

Процедура оценки затратным, доходным и сравнительным методами оценки описана в СТБ 52.1.01–2017 «Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса)» [3].

Метод балансового накопления активов, основанный на использовании данных бухгалтерского учета на дату оценки, применяется для определения оценочной стоимости предприятий [3].

Следует отметить, что в зарубежной литературе и практике под стоимость бизнеса, как правило, понимают стоимость инвестированного капитала, включающую рыночную стоимость инвестированного капитала, рыночную капитализацию компании, рыночную стоимость долгосрочного долга и стоимость наиболее ликвидных активов [6]. В Республике Беларусь, в отличии от зарубежной теории и практики, под стоимостью бизнеса, как правило, подразумевается стоимость собственного капитала.

Несмотря на то, что оценочная деятельность в Республике Беларусь активно развивается, оценка предприятий (бизнеса) находится на стадии становления, только начинает формироваться спрос на данные услуги. Дальнейшее сближение национальных стандартов оценки с международными и европейскими, позволит исключить

существующие противоречия, в частности требует уточнения само понятие «стоимость предприятия (бизнеса)», необходимо включение в национальные стандарты понятия и, соответственно, такого предмета оценки, как «справедливая стоимость». С приходом международных компаний, представительств иностранных банков, приватизации государственных предприятий и их выход на зарубежные рынки капитала, будет возрастать спрос на инструменты финансового менеджмента, и, как следствие, на оценку стоимости бизнеса.

Список использованных источников

1. Об оценочной деятельности в Республике Беларусь: Указ Президента Республики Беларусь, 13 окт. 2006 г., № 615// Консультант Плюс: Беларусь. Технология 3000 [Электронный ресурс] / ООО «ЮрСпектр», Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. – Минск, 2019.

2. О мерах по реализации Указа Президента Республики Беларусь от 13 октября 2006 года № 615 : Постановление Совета Министров Республики Беларусь, 05 фев. 2007 г., № 148// Консультант Плюс : Беларусь. Технология 3000 [Электронный ресурс] / ООО «ЮрСпектр», Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. – Минск, 2019.

3. Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса): СТБ 52.1.01–2017. – Введ. 13.01.2017. – Минск: Госстандарт: Белорус. гос. ин-т стандартизации и сертификации, 2017. – 20 с.

4. Об утверждении положения о порядке совершения регистрационных действий в отношении предприятия как имущественного комплекса: Постановление Совета Министров Республики Беларусь, 1 июн. 2004., № 650// Консультант Плюс : Беларусь. Технология 3000 [Электронный ресурс] / ООО «ЮрСпектр», Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. – Минск, 2019.

5. Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса): ТКП 52.1.01–2015. – Введ. 25.08.2015. – Минск: Государственный комитет по имуществу Республики Беларусь, 2015. – 72 с.

6. Безделова О.А. Сравнение зарубежных и российских подходов к оценке стоимости бизнеса /Сборник научных статей по материалам 4-й межрегиональной научно-практической конференции молодых ученых «Актуальные проблемы теории и практики развития экономики региона». – Калуга, 2017. – С. 221-224.

7. Жулдыбин А.В. Оценочная деятельность в Республике Беларусь. Оценка предприятий (бизнеса): особенности и основные проблемы /Сборник материалов XXVI Международной научно-практической конференции «Оценка бизнеса и интересов в бизнесе». – Одесса, 2019. – С. 28-31.

ОСОБЛИВОСТІ РОЗРАХУНКУ СТАВКИ ДИСКОНТУВАННЯ В ДОХІДНОМУ ПІДХОДІ ПРИ ОЦІНЦІ БІЗНЕСУ

Сергій Петенко,
ТОВ «Консалтингова компанія «Острів»

Необхідною передумовою і складовою використання сучасних методів оцінки інвестицій, розрахунку вартості підприємства та окремих елементів його активів є визначення ставки дисконтування. Метою написання даної доповіді є дослідження економічної природи ставки дисконтування, ідентифікація основних проблем правильного її визначення та вироблення адекватних рекомендацій щодо розрахунку ставки дисконтування на практиці.

Ставка дисконту (дисконтування) – це коефіцієнт, що застосовується для визначення поточної вартості грошових потоків, які прогнозуються на майбутнє. В контексті оцінки вартості підприємства ставка дисконту характеризує норму доходу на інвестований капітал та норму його повернення в післяпрогнозний період, відповідно до якої на дату оцінки покупець може інвестувати кошти у придбання об’єкта оцінки з урахуванням компенсації всіх своїх ризиків, пов’язаних з інвестуванням. Ставка дисконтування враховує премію за ризик інвестування коштів в оцінюване підприємство: чим більшим є ризик, тим ставка дисконтування буде вищою. Таким чином, ставка дисконтування виконує три основні функції:

1) характеризує норму прибутку, за якою майбутні грошові надходження приводяться до теперішньої вартості на момент оцінки;
2) показує рівень ризику вкладення коштів у об’єкт оцінки;
3) характеризує вартість залученого підприємством капіталу.

Для проведення розрахунку ставки дисконту застосовуються методи, що відповідають моделі грошового потоку, яку обрано для проведення оцінки. Існують різні методики визначення ставки дисконту, найпоширенішими з яких є:

для грошового потоку для власного капіталу:

- метод оцінки капітальних активів (CAPM);
- метод кумулятивної побудови;

для грошового потоку для всього інвестованого капіталу:

- метод середньозваженої вартості капіталу (WACC).

Зазвичай на практиці для прогнозування оцінювачі використовують грошовий потік на весь інвестований капітал (FCFF), тому для розрахунку ставки дисконту здебільшого використовують моделі середньозваженої вартості капіталу *WACC (Weight average cost of capital),* який ґрунтується на врахуванні норм доходу на власний та запозичений капітал з урахуванням розміру часток власного та запозиченого капіталу в інвестованому капіталі.

WACC – це середньозважена норма прибутку, яку бізнес очікує компенсувати своїм інвесторам (акціонерам, кредитним установам та ін. інвесторам). Зважування здійснюється відповідно до часток кожного з джерел фінансування у загальній структурі інвестованого капіталу. Загальна формула для визначення ставки дисконтування за моделлю середньозваженої вартості капіталу WACC:

$$WACC = R_e \times W_e + R_d \times W_d \times (1-t),$$

де $WACC$ середньозважена вартість капіталу;

R_e вартість власного капіталу;

W_e доля власних коштів в структурі капіталу;

R_d вартість позикових коштів;

W_d частка позикових коштів в структурі капіталу;

t ставка податку на прибуток.

Ринкова вартість власного капіталу (R_e) може бути розрахована з використанням моделі оцінки капітальних активів CAPM *(Capital Asset Pricing Model).* Формула розрахунку вартості власного капіталу із застосуванням методу CAPM наведена нижче.

$$R_e = R_f + \beta_l \times (R_m - R_f) + S_1 + S_2),$$

де R_f безризикова ставка, що визначається на підставі дохідності двадцятирічних казначейських облігацій США (US Treasury Bonds)[6]

$(R_m - R_f)$ премія за ризик акціонерного капіталу, що визначається як різниця дохідності ринку акцій США (S&P 500) та казначейських облігацій[7];

β_l бета з врахуванням структури капіталу;

S_1 премія за ризик країни, що визначається на підставі спреду до погашення довгострокових облігацій України (єврооблігації) та казначейських облігацій США з аналогічним терміном обігу[8];

S_2 премія за розмір компанії. *Джерело*: Duff & Phelps 2018 Valuation Handbook – U.S. Guide to Cost of Capital,

$$\beta_l = \beta_u \times (1 + (1-t) \times (D/E)),$$

де β_u галузевий бета без врахування структури капіталу[9];

t ставка податку на прибуток. Джерело: Податковий кодекс України;

D/E структура капіталу[10].

Формула розрахунку вартості власного капіталу в гривневому номіналі (у відповідності з форматом грошових потоків):

$$R_{e1} = (1 + R_{e2}) \frac{(1 + g_{e1})}{(1 + g_{e2})} - 1,$$

де R_{e1} вартість власного капіталу для грошових потоків у гривні;

R_{e2} вартість власного капіталу для грошових потоків в дол. США;

g_{e1} довготермінова інфляція гривні. *Джерело*: EIU;

g_{e2} довготермінова інфляція дол. США. *Джерело*: EIU.

6. Вартість позикових коштів (R_d) визначається на підставі середніх процентних ставок по кредитах в гривні нефінансовим корпораціям в реальному секторі економіки України[11].

---

[6] Джерело: https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield
[7] Джерело: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
[8] Джерело: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
[9] Джерело: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
[10] Джерело: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
[11] Джерело: http://www.bank.gov.ua

Далі наведемо приклад розрахунку ставки дисконту методом WACC на прикладі одного з провідних підприємств України – компанії АСК «Укррічфлот».

Сьогодні АСК «Укррічфлот» – це велика приватна корпорація, що може запропонувати своїм клієнтам комплексні логістичні рішення. Наявність потужного флоту – близько 100 суден різних типів, включаючи барже-буксирні склади, власні порти дозволяють Компанії виконувати річкові і морські вантажні перевезення різної складності. До складу Компанії також входить суднобудівельне-судноремонтне підприємство, що забезпечує технічне обслуговування суден, зерновий елеватор, що надає послуги з приймання, накопичення, зберігання та відвантаження зернових, олійних і технічних культур.

При оцінці бізнесу АСК «Укррічфлот» датою оцінки виступало 29.03.2019 р.

Безризикова ставка доходу (R_f)

В якості безризикової ставки доходу R_f у світовій практиці, в тому числі за рекомендаціями компанії Deloitte, використовується переважно ставка доходу по 20-річним довгостроковим казначейським облігаціям Уряду США. Вважається, що держава є найбільш надійним гарантом за своїми зобов'язаннями (імовірність банкрутства держави практично виключається). Обраний період в 20 років порівняний з періодом, протягом якого інвестори зазвичай зберігають свої інвестиції в акції. Крім того, прибутковість 20-тирічних казначейських облігацій Уряду США використовується агентством Ibbotson Associates для розрахунку премії за ризик інвестування в акціонерний капітал. Значення ставки доходу по 20-річним довгостроковим казначейським облігаціям Уряду США (20-year U.S. Daily Treasury Yield Curve Rates) станом на 29.03.2019 р. становило **2,63%.**

Коефіцієнт β

Дані про порівняні компанії наведені на сайті професора New York University's Stern School of Business А. Дамодарана (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar). У таблиці представлені значення коефіцієнта бета без урахування фінансового важеля для ринків, що розвиваються (Emerging Markets). Значення коефіцієнта бета без врахування фінансового важеля для підприємств галузі «Transportation» на початок 2019 р. становило **0,78.**

Премія за ризик акціонерного капіталу $(R_m - R_f)$

Ринкова премія за ризик акціонерного капіталу розрахована за інформацією американського фондового ринку за 2008-2018 рр., інвестори в середньому розраховували на премію в розмірі **3,7% (**визначена на основі даних розміщених на сайті http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar):

Показники ринкової премії за ризик акціонерного капіталу

Період	**Середнє геометричне значення за період**			**Премія за ризик**	
	S&P 500	*3-month T.Bill*	*10-year T. Bond*	Stocks - T.Bills	Stocks - T.Bonds
1928-2018	9,49%	3,38%	4,83%	6,11%	4,66%
1968-2018	9,34%	4,53%	6,42%	4,81%	2,92%
2008-2018	7,20%	0,59%	3,50%	6,61%	**3,70%**

Премія за ризик країни (S_1) – ризик країни визначається за формулою:

$$S_1 = ((1+s_1)/(1+s_2)) - 1,$$

де s_1 дохідність українських 10-річних євробондів в дол. США, середнє ask / bird, на дату оцінки за даними сайту http://www.eavex.com.ua становить 8,75%;

s_2 дохідність 10-річних казначейських облігацій США на дату оцінки за даними сайту https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield становить 2,39%.

Відповідно, премія за ризик країни S_1 (для України) станом на дату оцінки становить **6,21%.**

Премія за розмір компанії (S_2)

Показник премії за ризик інвестування в компанію відповідно до розміру капіталізації підприємства станом на дату оцінки визначений за даними: Duff & Phelps 2018 Valuation Handbook – U.S. Guide to Cost of Capital https://s3.amazonaws.com/abi-org/Events/CRC_Materials/CRC17/Exhibit+21+-+2017+Valuation+Handbook.pdf. Балансова вартість власного капіталу оцінюваного підприємства станом на дату оцінки потрапляє в категорію низької капіталізації, відповідно, процент додаткової премії за розмір компанії становить **5,42%**.

Вартість позикових коштів (R_d)

Вартість позикових коштів була визначена на основі інформації Національного банку України про вартість залучення кредитних ресурсів в гривні на довгостроковій основі для суб'єктів підприємницької діяльності. Середньозважене значення вартості довгострокових кредитних ресурсів в гривневому еквіваленті для юридичних осіб в березні 2019 р. становило **20,10%** (http://www.bank.gov.ua/files/Procentlastb_KR.xls).

Узагальнення розрахунку ставки дисконтування для всього інвестованого капіталу підприємства за моделлю WACC для ЧГП в гривневому еквіваленті станом на 29.03.2019 р. наведено у таблиці:

Розрахунок ставки дисконтування за методом WACC

Найменування показника	Позначення /формула розрахунку	Значення	Коментарі / джерело інформації
Безризикова ставка, %	R_f	2,63	Дохідність двадцятирічних казначейських облігацій США станом на 29.03.2019 р. (ttps://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2019)
Галузевий коефіцієнт «бета» без урахування структури капіталу	β_u	0,78	Для підприємств галузі «Transportation», які функціонують на ринках, що розвиваються, за результатами 2018 р. (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/)
Ставка податку на прибуток, %	t	18,0	Податок на прибуток в Україні. *Джерело*: Податковий кодекс України
Структура капіталу, %	D/E	56,41	Співвідношення позикового та власного капіталу в структурі діяльності підприємств галузі «Transportation», які функціонують на ринках, що розвиваються
Галузевий коефіцієнт «бета» з врахуванням структури капіталу	$ß_l = \beta_u \times (1 + (1 - T) \times \times (D/E))$	1,14	розрахунок оцінювача

Найменування показника	**Позначення /формула розрахунку**	**Значення**	**Коментарі / джерело інформації**
Ринкова премія за ризик акціонерного капіталу, %	$(R_m - R_f)$	3,70	Розрахована за інформацією американського фондового ринку за 2008-2018 рр. (на основі даних, розміщених на сайті http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar)
Премія за ризик країни, %	S_1	6,21	Дохідність українських 10-ти річних євробондів в дол. США (згідно http://www.eavex.com.ua/) станом на 29.03.2019 – середнє ask / bird 8,75%; Дохідність 10-ти річних казначейських облігацій США станом на 29.03.2019 – 2,39%
Премія за розмір компанії, %	S_2	5,42	дані Duff&Phelps 2018 Valuation Handbook - Guid to Cost of Capital
Вартість власного капіталу, номін. в дол. США, %	$R_{e2} = Rf + \beta \times (Rm - Rf) + S_1 + S_2$	18,48	розрахунок оцінювача
Середньорічна довгострокова інфляція гривні (з врахуванням прогнозного періоду), %	g_{e1}	7,47	розрахунок Оцінювача (дані: Geometric mean 2019-2049 (EIU ViewsWire, CPI UKR)
Середньорічна довгострокова інфляція дол. США (з врахуванням прогнозного періоду), %	g_{e2}	1,89	розрахунок Оцінювача (дані Geometric mean 2019-2049 (EIU ViewsWire, CPI USA)
Вартість власного капіталу, номін. в грн, %	$R_{e1}=(1+R_{e2})*(1+g_{e1})/(1+g_{e2})-1$	**24,97**	**розрахунок оцінювача**
Вартість позикових коштів, номін. в грн, %	R_d	20,10	Середньозважене значення вартості довгострокових кредитних ресурсів в гривневому еквіваленті для юридичних осіб в березні 2019 р. (http://www.bank.gov.ua/files/Procentlastb_KR.xls)
Частка власних коштів, %	W_e	63,93	розрахунок оцінювача
Частка позикових коштів, %	W_d	36,07	розрахунок оцінювача
Ставка дисконтування (номін. в грн), %	$WACC = Re \times We + Rd \times Wd \times (1 - T)$	**21,91**	

Отже, вартість всього інвестованого капіталу за моделлю *WACC* **(номінована у грн.)** станом на дату оцінки склала **21,9%.**

Ставка капіталізації визначалась за моделлю Гордона - як різниця між ставкою дисконтування та прийнятими темпами зростання грошового потоку в термінальному періоді.

Модель Гордона базується на прогнозі одержання стабільних доходів у післяпрогнозний період і припускає, що величини зносу і капіталовкладень рівні.

Розрахунок кінцевої вартості відповідно до моделі Гордона проводиться за формулою:

$$V_{(term)} = FCF_{(t+1)} / (R_{WACC} - g),$$

де $V_{(term)}$ термінальна вартість;

$FCF_{(t+1)}$ чистий грошовий потік термінального періоду;

R_{WACC} ставка дисконтування;

g довгострокові темпи росту чистого грошового потоку.

Кінцева вартість $V_{(term)}$ по формулі Гордона визначається на момент закінчення прогнозного періоду.

Отриману в такий спосіб вартість у післяпрогнозний (термінальний) період приводять до поточних вартісних показників за тією ж ставкою дисконту, що застосовується для дисконтування грошових потоків прогнозного періоду.

Оцінювач прогнозує в термінальному періоді наявність довгострокових постійних темпів росту ЧГП на рівні довгострокового прогнозу інфляції гривні, виходячи з консервативного припущення про рівноцінну зміну вартості грошового потоку у відповідності до зміни вартості грошей в часі, в розмірі 7,44% (дані: Geometric mean 2022-2050 (EIU ViewsWire, CPI UKR). Отже, ставка капіталізації буде дорівнювати **14,5%**.

Висновки

Підсумовуючи проведене дослідження, можна зробити ряд висновків та рекомендацій, зокрема:

– ставка дисконтування виконує три основні функції: характеризує норму прибутку, за якою майбутні грошові надходження приводяться до теперішньої вартості на момент оцінки; показує рівень ризику вкладення коштів у об’єкт оцінки; характеризує вартість залученого підприємством капіталу;

– ставку дисконтування в практичній роботі фінансових аналітиків, оцінювачів, інших зацікавлених осіб слід розраховувати за алгоритмом середньозваженої вартості капіталу з урахуванням податкового мультиплікатора (*WACC*s). При розрахунку середньозваженої вартості капіталу слід враховувати ціну залучення власного капіталу та фінансової заборгованості, на яку нараховуються відсотки;

– для визначення ставки вартості позичкового капіталу доцільно враховувати процентну ставку, за якою підприємство може залучити нові позики, а не ціну залучення позик у минулому. Це пов’язано з тим, що для цілей оцінки інвестицій чи вартості підприємства дисконтуються очікувані у майбутньому грошові потоки;

– для розрахунку ставки вартості власного капіталу рекомендується використовувати модель оцінки доходності капітальних активів (*CAPM*), яка залежить від трьох компонентів: безризикової ставки на ринку капіталів; середньої доходності ринкового портфеля інвестицій; коефіцієнта бета.

ОЦЕНКА БИЗНЕСА
ОСОБЕННОСТИ МОДЕЛИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

Вячеслав Стадник,
ООО «Максима Капитал».

Выбор денежных потоков

Выбор денежного потока, который наиболее четко соответствует характеру оцениваемого актива и цели оценки (это ДП на собственный (акционерный) или весь инвестированный капитал, до или после налогообложения, в реальном или номинальном выражении, валюта ДП и т.д.).

Важные моменты, на которые следует обращать внимание:

1.1. задание на оценку должно быть четко сформулировано и дано четкое определение оцениваемого бизнеса или права участия в нем.

Соответственно, следует чтобы используемый тип дохода (денежного потока) соответствовал типу оцениваемого права участия:

- стоимость предприятия в целом определяется по денежным потокам для всего инвестированного капитала (до расходов по обслуживанию долга) с применением соответствующей ставки дисконтирования (WACC)
- стоимость собственного (акционерного) капитала, которая определяется с использованием ДП на собственный капитал на базе после обслуживания долга с применением соответствующей ставки дисконтирования, основанной на затратах на привлечение собственного капитала (CAPM)

1.2. различные цели оценки: слияние и продажа предприятий, налогообложение, судебные разбирательства, банкротство, финансовая отчетность и т.д. также влияют на выбор ДП.

Как правило, оценка бизнеса компаний проводится на основе ДП для всего инвестированного капитала. Распространённые цели оценки – инвестирование, слияние-поглощение, составление финансовой отчетности (переоценка активов).

Если компания работает в основном за счет собственного капитала, то и денежный поток рассчитывается для собственного капитала.

Следует также обращать внимание на то, что с точки зрения участников рынка, средние и крупные компании не могут работать эффективно без привлечения заемных средств.

Как правило оценка собственного капитала используется для определения доли участников предприятия, пакетов акций.

1.3. модель денежных потоков должна отражать предположения участников рынка, а также быть типовой для предприятия/отрасли, бизнес которого мы оцениваем. Например, прогноз ДП и ставки дисконтирования при оценке недвижимого имущества как правило осуществляется на доналоговой основе, а для оценки бизнеса (как правило) – на посленалоговой. Корректировка ставок от доналоговой основы на посленалоговую может быть сложной и не всегда точной.

1.4. Реальные или номинальные денежные потоки

Реальные ДП – не учитывают инфляцию, номинальные – учитывают. Номинальные денежные потоки дают более точный результат. Следует помнить, что и ставки дисконтирования должны быть соответствующие при этом.

1.5. Валюта оценки

Если основной валютой поступлений предприятия является валюта, отличающаяся от валюты оценки, то и прогноз ДП должен быть осуществлён в этой валюте с последующей

конвертацией текущей стоимости денежных потоков по курсу на дату оценки или с использованием прогнозных обменных курсов валюты поступлений для прогнозов в валюте оценки.

1.6. Прогнозный период

Прогнозный период должны быть выбран с учетом темпов роста компании до достижения стабилизации денежного потока и прибыли. Предполагается, что в после прогнозный период должны быть стабильные долгосрочные темпы роста. Как правило – это 3…5 лет.

При этом следует также учитывать возможные ограниченные сроки службы активов, а также их цикличность.

Прогноз денежных потоков

Прогноз денежных потоков является наиболее важной составляющей при оценке бизнеса доходным подходом и требует детального рассмотрения целого ряда факторов.

1.1. Ретроспективный анализ

Так как дата оценки может не совпадать с отчетными датами (годовыми, квартальными), оценщику необходимо получить самые актуальные бухгалтерские и финансовые данные по состоянию на дату оценки для построения собственного финансового года.

В подобных случаях потребуется составление промежуточных балансов и отчетов, а также и дополнительные расшифровки по счетам. И чем моложе компания и чем больше у нее рост, тем важнее получение максимально обновленных (актуальных) данных.

Рассмотрение и анализ ретроспективных данных должен быть за достаточный период, как правило это не меньше 3-х предыдущих лет.

При этом потребуется рассмотрение целого ряда факторов, таких как:

- номенклатура выпускаемой продукции/предоставляемых услуг
- объемы производства/предоставляемых услуг и цен на них
- производственные мощности и их загрузка
- ретроспективные показатели темпов роста
- ретроспективные показатели капитальных вложений и их влияние на доходы
- структура расходов, классификация затрат
- структура рабочего капитала
- сезонность, цикличность бизнеса и т.д.

Примечание: При анализе структуры доходов и расходов следует извлечь статьи, которые носят одноразовый характер и в дальнейшей операционной деятельности предприятия не будут фигурировать.

Учитывая, сложившуюся ситуацию в Украине, в связи с оккупацией части ее территории, особое внимание следует уделять компаниям, бизнес которых был ранее связан с этими территориями. В таком случае следует детально анализировать не только доходы и затраты, но и возможные другие статьи отчетности предприятия. Примером может быть наличие товаро – материальных ценностей (ТМЦ), капитальных инвестиций, основных средств на неподконтрольной территории и т.д. Недостаточный анализ подобных ситуаций может привести к неправильным прогнозам рабочего капитала, амортизационных отчислений и т.д.

1.2. Прогноз доходов и затрат

<u>Общий алгоритм:</u>

- прогноз объемов продаж продукции/услуг
- прогноз цен на продукцию/услуги
- прогноз затрат

Основой для прогнозов доходов и расходов являются: данные бухгалтерского учета, прогнозы предприятия (бизнес-планы), а также рыночные данные.

Важную роль, в данном случае играет анализ рыночной ситуации и таких важных факторов как:

- инфляционные ожидания
- общее положение экономики, определяющее спрос на продукцию
- состояние соответствующего рынка
- конкурентная среда
- цены на сырье
- среднеотраслевые показатели (например, рабочий капитал, капитальные затраты, доля заемных средств и т.д.)
- перспективы развития предприятия с учетом возможных капитальных вложений и т.д.

Следует придерживаться общего правила, что прогноз объемов продаж/предоставления услуг и прогноз загрузки мощностей должен быть логическим, основанным на ретроспективном анализе и опираться на:

- прогнозах развития соответствующих рынков

- данных об установленной мощности/пропускной способности предприятия

Рекомендуется составлять несколько сценариев прогноза денежных поток с дальнейшим применением наиболее вероятного (лучшего) прогноза.

Прогнозирование затрат должно опираться на анализ данных ретроспективного периода с учетом прогнозов цен.

Для проведения оценки за доходным подходом возможна классификация затрат на постоянные, переменные, прямые и косвенные, производственные, коммерческие и административные.

Для достижения более точных результатом затраты следует разбивать на подгруппы, такие как:

- затраты на сырье/материалы
- затраты на энергоносители
- фонд оплаты труда
- прочие затраты

При использовании исторических и прогнозных макроэкономических показателей (индексы потребительских цен, обменный курс, инфляционные ожидания, индексы заработной платы и т.д.), а также отраслевых показателей рекомендуется использовать один и тот же источник. Предпочтительно использовать прогнозные данные международных рейтинговых и аналитических агентств.

Прогноз амортизационных отчислений состоит из прогноза амортизационных отчислений по существующим основным фондам и вновь приобретённым основным средствам.

Расчет изменения величины оборотного капитала должен быть определен на основании анализа оборачиваемости его составных частей (ТМЦ, КЗ и ДЗ) с учетом соответствующих корректировок, а также на основании сравнения среднеотраслевых и нормативных показателей.

Анализ требуемых капиталовложений сводится к оценке инвестиций, необходимых для замены существующих активов по мере их износа. При этом анализируется остаточный срок службы активов.

Послепрогнозный период

Прогнозы потоков денежных средств по окончании прогнозного периода должны быть основаны на прогнозах с применением для последующих периодов постоянного или убывающего показателя темпа роста, если только не может быть обосновано применение увеличивающегося показателя темпа роста. Этот темп роста не должен превышать средние долгосрочные показатели темпа роста для продуктов, отраслей или страны, в которых предприятие осуществляет деятельность, или для рынков, на которых используется актив.

При расчете терминальной стоимости активов может быть использована формула Гордона:

$$V_t = \frac{CF_t \times (1+g)}{(WACC - g)},$$

где V_t значение терминальной стоимости;

CF_t денежный поток последнего прогнозного периода;

$WACC$ средневзвешенная стоимость капитала;

g темп роста в постпрогнозный период;

t номер последнего прогнозного периода.

Все прогнозы денежных потоков как в прогнозном и пост прогнозном периоде должны быть обоснованы.

Реверсия

Единого правила определения периода дисконтирования реверсии нет, поскольку он, как и при определении текущей рыночной стоимости денежных потоков прогнозного периода, зависит от характера поступления денежных потоков.

При дисконтировании на средину периода основных ДП, текущую стоимость реверсии (стоимость предприятия в послепрогнозный период) следует определять в периоде n-0.5. Справедливо при определении стоимости реверсии по методу прямой капитализации.

$$NPV = \frac{CF_1}{(1+r)^{0.5}} + \frac{CF_2}{(1+r)^{1,5}} + \ldots + \frac{CF_n}{(1+r)^{(n-0.5)}} + \frac{Oct}{(1+r)^{(n-0.5)}},$$

где NPV текущая стоимость единицы, генерирующей денежные средства;

CF_n денежный поток прогнозного периода n = 1, 2, …, 5;

Oct терминальная стоимость реверсии;

r ставка дисконтирования;

n количество лет в прогнозном периоде.

При определении реверсии, например, по сравнительному подходу, или же дисконтировании основных ДП на конец прогнозного периода, период дисконтирования реверсии будет соответствовать последнему прогнозному периоду.

ПРОБЛЕМЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ДОХОДНОГО ПОДХОДА В ОЦЕНКЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ В НЕДВИЖИМОСТЬ С КОММЕРЧЕСКИМ ПОТЕНЦИАЛОМ

Валерий Воронин,
Консалтинговая компания "ВАЛКОЛ", г. Львов,
Эдуард Лянце,
Технический колледж НУ «Львовская Политехника»

1. Вступление

Международные стандарты оценки трактуют коммерческую недвижимость как «определенный тип недвижимого имущества, спроектированный для конкретного вида предпринимательской деятельности, который продается и покупается на рынке в соответствии со своим коммерческим потенциалом». Под коммерческим потенциалом понимаются будущие выгоды, которые могут быть получены от продажи товаров и услуг.

Во вступлении к МСО 7 № 12 п. 1.1 предлагается более детальное определение имущества с коммерческим потенциалом: "... это индивидуально определенное имущество, которое обычно переходит на рынке с рук в руки, не останавливая функционирования. Такие активы включают не только землю и здания, но и мебель, конструкции и оборудование, а также компоненты бизнеса, которые состоят из нематериальных активов, включая гудвилл, который может быть передан".

Вопросам разработки методологии оценки эффективности инвестиций в недвижимость с позиций новой экономической парадигмы рынка недвижимости (не эффективный, не сбалансированный рынок, реальная отдача, определенная с учетом рисков, ограниченная ликвидность и рациональность экономического поведения) посвящен ряд публикаций, в которых основным лейтмотивом является идея о том, что стратегическое управление недвижимостью должно гарантировать такое ее использование, при котором инвестор мог бы получить устраивающую его гарантированную конечную отдачу в течение всего срока эксплуатации недвижимости. При этом подход на основе дисконтированных денежных потоков (*ДДП*) рассматривается как отдельная усовершенствованная методология, которая должна использоваться наряду с другими традиционными методиками стоимостной оценки. В практике оценки метод ДДП-анализа, учитывая его значимость, многие оценочные школы относят к самостоятельному методическому подходу стоимостной оценки. Если же рассматривать позицию английской школы [1], то они считают, что ДДП-анализ, как метод финансово-экономического анализа, должен быть выделен в самостоятельный методический подход стоимостной оценки, *который должен базироваться на аналитических исследованиях рынка недвижимости, проведенных профессиональными аналитиками.* При этом вид стоимости, получаемый оценщиком на выходе – *ценность объекта недвижимости.*

В оценочных процедурах описание объекта – это анализ ценообразующих факторов объекта как изолированного элемента, а анализ рынка – это исследование ценообразующих факторов во внешних по отношению к объекту системах, в которых объект оценки рассматривается как элемент этой системы. Из этого положения следует, что результаты системного многоуровневого анализа рынка должны обеспечивать оценщику достаточную и необходимую информацию для корректного проведения оценочных процедур в соответствии с требованиями международных и национальных стандартов оценки.

К сожалению, рынок недвижимости Украины характеризуется беспрецедентной информационной закрытостью, что приводит к отсутствию серьезной аналитики, связанной с анализом тенденций изменения рынка как в "историческом", так и в "сегодняшнем" состоянии. Без такого знания невозможно говорить о корректном, пусть и в рамках неких

допущений, прогнозировании его "будущего" состояния и анализа сегодняшнего, и, как следствие, корректного применения подходов к стоимостной оценке.

2. Методы оценки по доходу

В общепринятой классификации методов оценки по доходу различают метод прямой капитализации по доходу и метод непрямой капитализации по норме отдачи на капитал.

Метод прямой капитализации – метод оценки рыночной стоимости доходного актива, основанный на прямом преобразовании наиболее типичного дохода первого года (текущая доходность) в стоимость путем деления его на коэффициент капитализации, полученный методом рыночных экстракций. Таким образом текущая доходность характеризуется ставкой прямой капитализации ($K_{ПК}$), под которой понимается отношение годовых денежных поступлений – чистый операционный доход (*NOI*), к величине первоначальных инвестиций (стоимости объекта). Отметим, что **общая ставка капитализации** (overal capitalization rate) и ставка капитализации собственных средств (equity capitalization rate) относят к **нормам дохода** (income rates). С концептуальной точки зрения, нормы дохода и нормы отдачи являются разными **измерителями дохода** [2, 3]. Кроме того, стоит отметить, что ставка прямой капитализации **не является** нормой дохода **на капитал** (rate of return on capital) или полным измерителем инвестиций. То есть, этот показатель не является показателем доходности капитала или индикатором эффективности инвестиций в целом.

Капитализацию по норме отдачи на капитал относят к непрямым методам, которые, в свою очередь, подразделяются на «свернутый» метод капитализации, когда в качестве измерителя доходности используется ставка модельной капитализации, и «развернутый» метод – метод дисконтированных денежных потоков (ДГП), в котором в качестве измерителя доходности выступает ставка дисконтирования.

Норма процента (interest rate), норма дисконтирования (discount rate), внутренняя норма рентабельности *IRR*, норма отдачи на собственный капитал (equity yuild rate) являются **нормами отдачи** (yuild rate).

Норма отдачи является **нормой дохода** на капитал (rate of return on capital). Она обычно выражается как годовая ставка сложного процента. По норме отдачи учитывается **конечная доходность,** которая часто называется потенциальной доходностью. То есть, в конечную доходность включены все ожидаемые доходы от собственности, включая доход от продажи по окончанию инвестиций (стоимость реверсии). Именно норма конечной доходности и является **ставкой дисконтирования** при использовании метода дисконтированных денежных потоков и численно может быть определена как внутренняя норма рентабельности (ставка дисконтирования, при которой чистая приведенная стоимость равна нулю).

Известно, что с **математической** точки зрения ставка дисконтирования, в соответствии с теорией стоимости денег во времени (time value of money), представляет собой ставку сложного процента, которая используется для перевода будущих денежных потоков в их текущую стоимость. С **экономической** точки зрения ставка дисконтирования представляет собой минимальную норму прибыли (отдачи), которую ожидает получить инвестор, вкладывая деньги в покупку доходного актива.

Конечная или потенциальная доходность (отдача) характеризует эффективность инвестиций, на которую ориентируются инвесторы при организации бизнес-проектов. Получаемое при этом значение текущей стоимости отражает тот объем капитала, который необходимо инвестировать, чтобы ожидаемая инвестором доходность соответствовала используемой ставке дисконтирования.

Свернутый метод капитализации по норме отдачи на капитал предназначен для оценки постоянных или регулярно изменяющихся потоков доходов и представляет собой

конечное алгебраическое выражение, являющееся функцией дохода первого года, известной тенденции его изменения в будущем и коэффициентом капитализации, построенным на базе нормы отдачи на капитал и нормы его возврата. В англо-американском варианте "свернутый" способ капитализации по норме отдачи на капитал называют *методом капитализации по расчетным моделям,* где в качестве коэффициента капитализации используется ставка модельной капитализации ($K_{МК}$).

Исходя из вышеприведенных определений, капитализация по норме отдачи на капитал с использованием модельной ставки капитализации отличается от способа прямой капитализации тем, что при этом подходе на основе формализованных расчетных моделей учитывается тенденция изменения чистого дохода во времени, которая поддается математической формализации.

Исходя из структуры чистого операционного дохода, задача менеджмента по управлению стоимостью недвижимости заключается в таком перераспределении дохода, который бы обеспечил возврат капитала и доход на него по необходимой норме отдачи с учетом рисков инвестирования в недвижимость.

Из приведенного выше следует, что не совсем корректным является утверждение, что оценка стоимости объекта проводится методом прямой капитализации и, при этом, в качестве нормы дохода используется ставка модельной капитализации. Хотя, по сути, капитализация – это всегда прямое действие.

3. Метод дисконтированных денежных потоков

"Развернутый" способ капитализации по норме отдачи на капитал предполагает представление потока доходов, расходов и факторов дисконтирования в явном виде для каждого прогнозного года. В англо-американском варианте он называется *методом DSF-анализа* или, в переводе на русский язык, *методом анализа дисконтированных денежных потоков (ДДП-анализ).*

Метод ДДП-анализа или "развернутый" способ капитализации по норме отдачи на капитал используется для анализа любых потоков доходов и расходов, изменяющихся произвольным образом. Этот подход является универсальным методом финансово-экономического анализа эффективности инвестиций, в том числе и в недвижимость с коммерческим потенциалом.

Немножко истории. Метод дисконтированных денежных потоков (*ДДП-анализ*) был разработан в 1930-е годы. Автором данного метода считается выдающийся американский экономист И. Фишер, который в работе "Теория процентных ставок" (1930 г.) ввел понятие чистой приведенной стоимости (*NVP*). В дальнейшем значительный вклад в развитие метода внесли такие экономисты, как Д. Кейнс (предложил концепцию внутренней ставки рентабельности – *IRR*) и Э. Соломон, который разработал идею остаточной, или конечной, стоимости (Terminal Value – стоимость реверсии) компании. Вот уже более 90 лет ДДП является одним из основных инструментов финансовых аналитиков: он в различных вариантах широко используется для оценки фундаментальной стоимости компаний и вычисления чистой приведенной стоимости инвестиционных проектов.

Если состояние рынка характеризуется не регулярным изменением величин дохода и стоимости в прогнозном периоде (например, растущий и падающий в течение прогнозного периода), то для оценки такого объекта следует использовать развернутый метод капитализации по норме отдачи на капитал.

В формализованном виде стоимость всего оцениваемого комплекса (помещения с оборудованием, а также компоненты бизнеса, которые состоят из нематериальных активов, включая гудвилл, который может быть передан), определенная по методу ДДП с использованием переменной ставки дисконтирования, рассчитывается по формуле:

$$PV_{\mathrm{n}} = \sum_{t=1}^{n}\left[\mathrm{D_t} \times \prod_{i=1}^{t}\frac{1}{(1+\mathrm{Y_i})}\right] + \gamma \times FV_n \times \prod_{i=1}^{n+1}\frac{1}{(1+\mathrm{Y_i})}, \qquad (1)$$

где PV_{n} стоимость помещений всего оцениваемого комплекса вместе со всеми необоротными активами (стоимостью движимого и недвижимого имущества, а также имеющихся нематериальных активов);

n прогнозный период, принимается пять лет, t = 1…5;

D_t чистый операционный доход по периодам прогнозирования, равный:

$$\mathrm{D_t} = \mathrm{D_1} \times (1+\delta_{\mathrm{D}})^{t-1}, \qquad (2)$$

где D_1 доход, генерированный объектом за 1-й год эксплуатации;

δ_{D} среднегеометрический годовой темп прироста чистого дохода объекта в прогнозном периоде;

γ коэффициент общего обесценивания

$\mathrm{Y_i}$ ставка дисконтирования в *i*-м году;

$\prod_{i=1}^{t}\frac{1}{(1+\mathrm{Y_i})}$ коэффициент дисконтирования в *t*-году при переменной ставке дисконтирования;

$FV_n = PV_n$ стоимость объекта в терминальный год (стоимость реверсии); рассчитывается путем капитализации чистого операционного дохода пятого года по ставке модельной капитализации, определенной по обобщенной модели Инвуда.

Общее уравнение метода ДДП, в котором учтены годовые темпы прироста дохода и стоимости, которые формируют нерегулярные денежные потоки в прогнозном периоде, может быть представлено в виде:

$$PV(\mathrm{n},\mathrm{Y}) = \mathrm{D_0}\sum_{t=1}^{n}\frac{(1+\delta_{\mathrm{D}})^{\mathrm{t}}}{(1+\mathrm{Y})^{t}} + \gamma\frac{PV_n(1+\delta_V)^{\mathrm{n}}}{(1+Y)^{n}}, \qquad (3)$$

где δ_{V} средне геометрический годовой темп прироста стоимости объекта в прогнозном периоде;

γ коэффициент общего обесценивания

$\mathrm{Y_i}$ переменная ставка дисконтирования в *i*-м году (n = 1, 2, … , i).

Стоимость реверсии может быть определена или по данным исследования рынка изменения кривой ценового уровня стоимости в терминальном году, или рассчитана капитализацией дохода терминального года по ставке модельной капитализации. Ставка модельной капитализации для этого периода определяется по обобщенной модели Инвуда по уравнению [9]:

$$K_{MK} = \frac{\mathrm{D_1}}{PV_n} = (Y-\delta_{\mathrm{D}}) \times \frac{(1+Y)^n - (1-I)\times(1+\delta_{\mathrm{V}})^n}{(1+Y)^n - (1+\delta_{\mathrm{D}})^n}, \qquad (4)$$

Таким образом, с одной стороны имеет место обесценивание объекта, в результате которого недвижимость на протяжении прогнозного периода теряет часть своей стоимости, с другой стороны, стоимость недвижимости растет/уменьшается вместе с общим

ростом/уменьшением ценовых уровней рынка аналогичных объектов. Данная ситуация является наиболее обобщенной и такой, что адекватно отражает реальное состояние рынка недвижимости и описывается уравнением (3).

Однако, здесь возникают некоторые вопросы. Оценщик никогда не был "прогнозистом". Учитывая это, более или менее корректное прогнозирование тенденций изменения темпов дохода и стоимости может быть проведено только в том случае, когда оценщик будет владеть информацией о тенденциях развития рынка недвижимости как в "историческом", сегодняшнем, так и прогнозном периодах.

Что касается обесценивания объекта недвижимости вследствие физического старения, то проблема его моделирования на прогнозный период может быть осуществлена только при условии, что не будет происходить восстановление стоимости объекта за счет дополнительных инвестиций в ремонтные работы на протяжении периода его эксплуатации. Эта модель, как правило, не соответствует реальной ситуации, поскольку владелец недвижимости экономически заинтересован в поддержании объекта в надлежащем техническом состоянии. То есть, обесценивание можно рассматривать как отчисления части дохода (определенный его процент) в фонд восстановления актива.

Ставка дисконтирования. В классическом исполнении стоимостной оценки метод ДДП предполагает, что все риски инвестирования в недвижимость включаются в ставку дисконтирования (метод *RADR* – Risk Adjusted Discount Rate), которая, как правило, определяется кумулятивным методом. При этом должно учитываться фундаментальное положение теории инвестиционного анализа, что ставка дисконтирования не может быть меньше безрисковой.

Неизменным остается тот факт, что наибольшую степень неопределенности в конечные результаты вносит идентификация и оценка рисков инвестирования в недвижимость и прогнозирование генерируемых объектом денежных потоков. Особенно это утверждение является справедливым в условиях существующей экономической неопределенности.

Ставку дисконтирования с формальной точки зрения можно определить, как функцию рисков [2]:

$$\mathrm{Y} = f(r_{fr}, r_{1,} r_2 ... r_n), \qquad (5)$$

где Y ставка дисконтирования;

r_{fr} безрисковая ставка;

$r_2 ... r_n$ некоторое множество рисков.

Наиболее распространенным подходом к определению ставки дисконтирования является кумулятивный метод (build up), базирующийся на безрисковой норме доходности (отдачи), к которой добавляются риски инвестирования в данный объект недвижимости.

По сути, если проанализировать риски, которые интересуют инвестора, вкладывающего деньги в недвижимость, то все многочисленные риски можно условно свести к двум основным, аккумулирующим все другие риски, присущие оцениваемой недвижимости [8]:

- **Риск неликвидности** – непредвиденные сложности перевода недвижимости в наличность по рыночной стоимости в разумные сроки;
- **Риск не возврата инвестиций**, который является интегральным риском и в неявном виде учитывает все дискретные и непрерывные риски, связанные с инвестированием в объект оценки.

Риск неликвидности связан с риском не реализации других возможностей. Убыток от меньшей ликвидности не денежных активов может превысить доходы, генерируемые ними. Для компенсации риска неликвидности следует определить премию за неликвидность – p_{il},

которая, хотя и неадекватно, с некоторой степенью неопределенности, может быть сопоставима с неликвидностью финансовых инструментов. Например, она может быть приближенно оценена как разница в процентах по банковским срочным депозитным вкладам и депозитам до востребования.

$$p_{il} = i_к - i_{дв},, \quad (6)$$

где p_{il} рыночная премия за риск неликвидности;

$i_к$ процентная ставка по краткосрочным депозитам (1 год);

$i_{дв}$ в докризисный период – от 1% до 1,5%, а в кризисный период – от 2% до 3%.

Для оценки **риска невозврата** инвестиций используем экспертный метод в сочетании с имитационным методом Монте-Карло. Подробно оценка риска невозврата инвестиций описана в [1]. Вероятная величина премии за риск невозврата инвестиций, которая должна обеспечить средне вероятную безубыточность проекта, рассчитывается методом Монте-Карло, путем моделирования различных сценариев реализации инвестиционного проекта с учетом вероятности возможного недополучения дохода. В подобных ситуациях отсутствующие фактические данные заменяются величинами, полученными в процессе имитационного эксперимента (генерированные компьютером). Такие стохастические модели, основанные на вероятностном распределении случайных факторов, позволяют спрогнозировать возможные результаты инвестиционной деятельности.

Таким образом, уровень реальной процентной ставки является функцией очищенной от инфляции номинальной безрисковой ставки (r_{fr}) і компенсации (премии) за риск (p):

$$Y_n = (1 + r_{fr} + p) \cdot (1 + i) - 1, \quad (7)$$

Расчет компенсации премии за риск осуществляется по формуле:

$$p = (1 + p_d) \cdot (1 + p_{il}) - 1, \quad (8)$$

где p_d рыночная премия за риск неликвидности;

p_{il} рыночная премия за риск неликвидности.

Определение прогнозно-переменной ставки дисконтирования. Как следует из уравнения (3), тенденции в изменении ставки дисконтирования зависят от темпов изменения стоимости и дохода. Если прогнозируемые годовые темпы изменения доходов превышают прогнозируемые темпы изменения цен ($\delta_D > \delta_V$), то доходность рынка в сегменте оцениваемой недвижимости будет расти, то есть, ставка дисконтирования будет также расти. И, наоборот, при ($\delta_D < \delta_V$) доходность рынка падает, и ставка дисконтирования будет уменьшаться. Однако, если стоимость и доходность меняются синхронно и с одинаковыми темпами прироста ($\delta_D = \delta_V$), то есть доходность рынка будет постоянной (чисто теоретическая ситуация), то ставка дисконтирования будет также неизменной, а уравнение (3) превращается (при его решении относительно PV_n) в формулу Гордона.

Таким образом, при учете приведенных выше условий ставка дисконтирования в прогнозном периоде должна быть переменной величиной, и ее изменение будет определяться рынком, а также горизонтом прогнозирования, поскольку известно, что, чем больше продолжительность использования финансового инструмента, тем больше требование к его доходности.

А это, в свою очередь, приводит к ситуации, когда с увеличением периода вложения средств (например, срока депозита), растут и риски. То есть в этой ситуации, при прогнозировании переменной ставки дисконтирования возникает необходимость учета дополнительных рисков, связанных со сроком прогнозирования.

Методы оценки финансовых рисков инвестирования, в том числе и в недвижимость, базируются на моделях стохастической финансовой математики. При этом возникает необходимость определить механизмы оценки рисков для адекватной оценки финансовых инструментов. Применение методов стохастической финансовой математики обоснованно вероятностным характером рыночных условий, определяющих вероятностный характер платежей, генерируемых недвижимостью, а, следовательно, и арендных ставок. Одним из широко распространенных методов моделирования стохастических процессов оценки финансовых инструментов является метод Монте-Карло.

По сути, речь идет об оценке риска изменения кривой доходности, которая определяется процентной ставкой (нормой отдачи). В качестве методов оценки изменения процентного риска во времени широко используются методы имитационного моделирования, в частности метод Монте-Карло. Строим траекторию цены актива за определенный период. Выравнивание полученной ценовой траектории к базовой удельной стоимости (данные рынка на дату оценки) в течение всего прогнозного периода осуществляется за счет подбора темпа изменения ставки дисконтирования во времени (надстройка EXCEL "Подбор параметра").

В случае оцениваемого объекта определяются темпы изменения ставки дисконтирования в прогнозном периоде, что позволяет получить выровненную с некоторой степенью неопределенности ценовую траекторию объекта относительно его базовой рыночной стоимости. Используя данные по изменению прогнозных темпов, получим значение ставки дисконтирования для каждого из прогнозных годов.

4. Некоторые выводы

При обосновании полученного результата стоимости оцениваемого объекта следует особенно сконцентрировать внимание на том факте, что прогнозное моделирование денежных потоков осуществлялось на основании выявленных при анализе прошлого (исторического) и текущего состояния рынка и прогнозных тенденций его развития. Однако известно, что развитие рынка недвижимости зависит от экзогенных (внешних) факторов, в первую очередь, от макроэкономических показателей развития экономики страны. Точно предсказать динамику развития этих экзогенных факторов в прогнозный период практически невозможно. Поэтому следует заметить, что, если прогнозные темпы изменения цен и дохода будут превышать реальные рыночные, то полученный по доходному подходу результат потенциальной стоимости объекта оценки может быть выше рыночной стоимости. И, с другой стороны, если прогнозные темпы изменения цен и дохода будут ниже, чем реальные рыночные, то полученный результат стоимости будет ниже рыночной стоимости. Таким образом, владение данным анализа рынка относительно реальных рыночных темпов роста/падения цен как в историческом плане, так и в прогнозном периоде, является залогом корректного проведения оценочных процедур.

Поскольку оценка осуществляется в интересах инвестора с целью принятия решения о целесообразности инвестирования в объект оценки, то в этой ситуации, на наш взгляд, необходимо провести сценарное моделирование прогноза развития рынка недвижимости, обосновав при этом вероятность возникновения тех или иных рисков при реализации каждого из выбранных сценариев.

На наш взгляд, доходный подход нужен для определения собственно с позиции инвестора потенциально возможной стоимости объекта оценки, исходя из его полезности в будущем. При этом, в силу собственных интересов инвестор при принятии решения не всегда будет буквально ориентироваться на рыночную ситуацию. И в этом заключается ценность доходного подхода, поскольку метод рыночных сравнений отражает ту рыночную ситуацию, которая сложилась на дату оценки.

Именно поэтому английская школа оценки считает метод ДДП основным в стоимостной оценке и даже рекомендует ввести в оценку новый вид стоимости, а именно: "ценность как истинная стоимость", которая призвана "исправлять" существующий рынок.

Список использованных источников

1. Сейс С., Смит Дж. и др. «Оценка недвижимого имущества: от стоимости к ценности (Real Estate Appraisal: From Value to Worth)»; пер. с англ.; под ред. Микерина Г.И., Артеменкова И.Л.– М.: Общероссийская общественная организация «Российское общество оценщиков», 2009. – 504 стр.
2. Грибовский С.В. «Оценка доходной недвижимости». СПбГТУ. С-П., 2001, 334 стр.
3. Грибовский С.В. «Еще раз о ставках капитализации и дисконтирования». // Вопросы оценки. 2007, № 3, с. 9 – 13.
4. Лейфер Л.А. «Ставка дисконтирования для оценивания недвижимости в условиях кризиса». Интернет-ресурс. www.labrate.ru. 2009.
5. Козырь Ю.В. «Структура процентной ставки». Интернет-ресурс www.appraiser.ru. 2009.
6. Стерник Г.М. «Методология анализа рынка недвижимости в интересах оценочной деятельности». Доклад на I Межрегиональной научно-практической конференции «Финансово-правовые конфликты», г. Уфа, 26.11.09.
7. Фишмен Дж., Пратт Ш. и др. «Методы капитализации и дисконтирования доходов». Глава из книги «Руководство по оценке стоимости бизнеса». Интернет-ресурс www.cfin.ru/appraisal/methods/capitaliz_dcf/shtml.
8. Фридман Дж., Ордуей Н. «Анализ и оценка приносящей доход недвижимости» / Пер. с англ. М.: Дело ЛТД, 1995.
9. В.О. Воронін, Е.В. Лянце, М.М. Мамчин «Аналітика ринку нерухомості: методологія та принципи сучасної оцінки». – Львів: Видавництво «Магнолія 2006», 2014. – с. 304.

О МЕТОДЕ ПРИВЕДЕННОГО ПОТОКА ПЛАТЕЖЕЙ (МЕТОДИЧЕСКАЯ ЗАМЕТКА)

Николай Трифонов,
действительный член Международной инженерной академии,
председатель Белорусского общества оценщиков

Одним из наиболее мощных инструментов оценки стоимости предприятия более двух столетий считается доходный подход. Первым по времени возникновения методом, реализующим доходный подход, был метод прямой капитализации, которым оценщики пользовались ещё в XIX в. [1]. В прошлом веке он был дополнен методом приведенного потока платежей (ППП), в английском наименовании – discounted cash flow (DCF-)method. Попутно следует отметить отсутствие в русскоязычной оценочной практике общепринятой терминологии (это касается не только метода ППП, для которого в литературе можно встретить не менее 5 различных названий, не считая сокращений), что во многом связано с неудачными переводами с английского. Последний всемирный финансовый кризис усилил внимание инвесторов к оценке капитальных объектов, в первую очередь предприятий, с использованием потребительных видов стоимости (таких как инвестиционная стоимость и пользовательская) в противовес меновым (в первую очередь рыночной стоимости) [2]. В этих случаях основой расчёта является метод ППП.

При своём появлении метод ППП считался сложным в применении из-за необходимости большого количества исходных данных и вычислений, поэтому он рассматривался как дополнительный. При этом в расчётах, относящихся к разным годам прогноза, использовалось единое значение процентной ставки приведения (нормы доходности), что существенно упрощало вычисления. Именно в этом виде метод был внедрён в оценочную практику на постсоветском пространстве и рекомендуется к использованию и по сей день (напр., [3]):

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{I_t}{(1+R)^t}, \qquad (1)$$

где V определяемая текущая стоимость объекта оценки;
I_t величина t-го текущего периодического (обычно годового) чистого дохода, при этом I_n включает в себя и стоимость V_n, объекта в конце прогнозного периода (стоимость конечного возврата);
R ставка приведения;
n номер последнего периода (года).

С развитием вычислительной техники появились предложения о применении различных величин ставки приведения в одном расчёте (одной оценке). Это было вызвано сформировавшейся к тому времени идей об обусловленности величины ставки приведения рисками деятельности, связанной с оцениваемым объектом. В силу различия ожидаемых рисков естественно было бы и использовать различные величины ставки приведения. Например, использование одной ставки для приведения серий чистого потока платежей, а другой – для приведения конечного возврата капитала (так называемой стоимости реверсии). В случае аренды недвижимости первая ставка отражает выгоды, сдерживающие факторы или ограничения контракта, в то время как другая диктуется условиями свободного, открытого рынка [4]. Кроме того, очевидно, что значение ставки приведения в общем случае должно меняться со временем, с одной стороны, из-за изменения общеэкономической ситуации, с другой, из-за изменения состояния объекта оценки (см., напр., [5]). Примером последнего может быть оценка инвестиционного проекта развития

предприятия, когда, по мере перехода со временем денежных средств в материальные активы, риски инвестирования (и ставка приведения) должны уменьшаться. В текущей литературе обстоятельство переменности ставки обычно отражается в виде следующей формулы (напр., [6]):

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{I_t}{(1+R_t)^t} + \frac{V_n}{(1+R_n)^n}, \qquad (2)$$

где R_t ставка приведения в течение t-го периода (года) для периодического платежа;

R_n ставка приведения для конечного возврата.

В приведенном виде (2) формула неверна с точки зрения финансовой математики, но при использовании постоянной ставки приведения ($R_t=R_n=const$) она переходит в (1) и становится более верной, чем и обуславливается, видимо, её происхождение. Получению правильной формулы для метода ППП и посвящена настоящая заметка.

Для понимания подлинного вида выражения, описывающего метод ППП, воспользуемся простейшей индукцией. Вначале упростим задачу. Предположим, что периодические (ежегодные) платежи производятся в конце периода (года), конечный возврат капитала отсутствует, и прогнозирование делается на 1 год. Тогда

$$V = \frac{I_1}{(1+R_1)},$$

В случае периодических платежей в течение двух лет получим

$$V = \frac{I_1}{(1+R_1)} + \frac{I_2}{(1+R_2)},$$

поскольку платёж второго года приводится последовательно через второй и первый годы, каждый со своей ставкой приведения. Аналогично, для всего прогнозного периода в n лет искомое выражение принимает вид

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{I_t}{\prod_{t-1}^{n}(1+R_t)},$$

где $\prod_{t-1}^{n}(1+R_t)$ произведение $(1+R_1)(1+R_2)\ldots(1+R_n)$

Величина конечного возврата капитала в общем случае отличается от величины периодических платежей на порядок. Поэтому должна отличаться и ставки их приведения. Обозначим ставки приведения для конечного возврата буквой r. Тогда формула с включением конечного возврата приобретёт следующий вид:

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{I_t}{\prod_{t-1}^{n}(1+R_t)} + \frac{V_n}{\prod_{t=1}^{n}(1+R_n)}, \qquad (3)$$

Полученное выражение (3) корректно с точки зрения финансовой математики и может использоваться, если периодический платёж от объекта оценки поступает в конце периода. Примером может быть ежегодное начисление дивидендов. Тем не менее, при оценке

предприятия более логично предположить, что периодический доход распределён равномерно в течение периода (обычно года или месяца). Тогда моментом платежа правильней выбрать середину периода. С учётом этого замечания получим окончательную формулу для модели ППП доходного подхода:

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{I_t}{\prod_{t-1}^{n} \left[(1+R_{t-1})(1+R_t)^{1/2} \right]} + \frac{V_n}{\prod_{t=1}^{n} (1+r_t)}, \qquad (3')$$

при условии $R_O = 0$.

Несмотря на внешнюю громоздкость, формулу (3’), как, впрочем, и формулу (3), несложно запрограммировать с помощью финансовых функций Microsoft Excel.

ПРИМЕР. Пусть при величине конечной отдачи капитала в 800д.е. параметры доходности предприятия по годам прогнозируются следующим образом:

t	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**
I_t (д.е.)	80	100	120	120	120
R_t (%)	10	9	9	8	8
r_t (%)	6	6	6	6	6

Расчёт по формуле (1) при текущей ставке в 10% даёт результат 898,74 д.е. Расчёт по формуле (2) по прогнозным данным даёт 963,90 д.е. Расчёт по формуле (3’) по прогнозным данным даёт ответ 1012,58 д.е.

Вывод

При расчётах стоимости объектов оценки методом потока приведенных платежей использование неточной формулы (1) или неверной формулы (2) может вносить существенные ошибки.

Список использованных источников

1. Fuhrer M. Our old friend Hoskold // The Appraisal Journal. 1944. Jan. P. 50–51.

2. Trifonov N. Modern condition: market value or user value? // Book of Abstracts and Programme. 17th Annual European Real Estate Society conference. 23-26.06.2010. – Milan, 2010. P. 218.

3. Смирницкий Г.Б., Чиркин А.Н. Оценка бизнеса: основы, инструментарий, практика. – Киев: Арт-Экономи, 2013.

4. The Appraisal of Real Estate. 9th ed. – Chicago: AIREA, 1987.

5. Трифонов Н.Ю. Теория оценки стоимости: учебное пособие. – Минск: Вышэйшая школа, 2017.

6. Грибовский С.В. Оценка доходной недвижимости: учебное пособие. – Москва: Про-Аппрайзер, 2016.

Підписано до друку 8.11.2019
Формат 60х84/8. Ум. друк. арк. 9,33. Тираж 200 прим. Зам. 427
Державне підприємство
«Редакція інформаційного бюлетеня
«Офіційний вісник Президента України»
01014, м. Київ, вул. Петра Болбочана, 8, корпус 6
тел. / факс: 254-51-51
Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи до державного реєстру
Видавців, виготівників і розповсюджувачів видавничої продукції
ДК № 3862 від 18.02.2010