

## ОЦЕНКА АКТИВОВ ЛИКВИДИРУЕМЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ В ОТЕЧЕСТВЕННОЙ ПРАКТИКЕ

- ✧ Управление активами и обязательствами ликвидируемых финансовых компаний.
- ✧ Оценка активов предприятий, фирм и корпораций.
- ✧ Оценка активов ликвидируемых финансовых компаний.
- ✧ Оценка и определение стоимости в условиях банкротства.

### 6.1. УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ ЛИКВИДИРУЕМЫХ ФИНАНСОВЫХ КОМПАНИЙ

#### ПРАВОВЫЕ И ЭКОНОМИЧЕСКИЕ МЕТОДЫ УПРАВЛЕНИЯ

Ликвидируемая финансовая компания, будь то банк или инвестиционный фонд, либо другое, в том числе нефинансовое деловое предприятие, в период ликвидации управляется и функционирует в особом правовом режиме. Этот режим, если речь идет о ситуации банкротства, определяется Федеральным законом «О несостоятельности (банкротстве)», который устанавливает достаточность оснований для признания должника несостоятельным и объявления им о своем банкротстве. Этот закон регулирует порядок и условия осуществления мер по предупреждению банкротства, проведению внешнего управления и конкурсного производства и другие отношения, возникающие при неспособности должника удовлетворить в полном объеме требования кредиторов. Указанный Федеральный закон применяется и к отношениям, возникающим при неспособности банка или другой кредитной организации своевременно, в установленные сроки удовлетворить требования кредиторов<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> См.: Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)». Ст.1 п.1. С. 141—143.

Следует, однако, иметь в виду, что правовые (юридические) принципы, нормы и процедуры регулирования деятельности субъектов рынка (в том числе и ликвидируемых финансовых компаний) могут действовать реально и результативно лишь тогда, когда они отвечают объективной природе тех экономических отношений, которые они призваны регулировать. Держателям банковских вкладов, как и другим участникам рыночных сделок, необходимо учитывать, что правовое и экономическое регулирование, юридические методы управления и экономические методы управления — это разные, хотя и связанные между собой формы и методы управления. Если первые, т.е. правовые формы и организационно-правовые методы управления, устанавливаются государством и закрепляются в соответствующих законах и нормативно-правовых актах, то вторые, т.е. экономические методы управления возникают и развиваются на основе экономических законов, действие которых в принципе не зависит от воли и желания людей, но в то же время оформляется определенными законодательными актами.

Государство устанавливает определенный регламент деятельности субъектов рыночной экономики – коммерческих организаций, в том числе и коммерческих банков, индивидуальных предпринимателей, а также и некоммерческих организаций. Например, устанавливаются обязательные для субъектов рынка процедуры создания и регистрации новых организаций и фирм, осуществления эмиссии акций, вводятся общие требования к ведению бухгалтерского учета и финансовой отчетности, отвечающие целям налогообложения, обеспечения достоверности финансовой информации и ее полезности как для управленческого анализа и принятия решений, так и для внешних пользователей (в первую очередь для инвесторов и кредиторов и т.д.).

Но государство не может ни отменить, ни поменять объективные законы рынка, если сама сфера действия таких законов реально существует. Например, если в обществе имеется институт частной собственности (а частная собственность считается основным атрибутом рыночной экономики), то объективно возникают соответствующие отношения владения, пользования и распоряжения имуществом, управления активами частных компаний.

Частная собственность реализуется в праве собственника отчуждать свое имущество другим лицам, передавать им, оставаясь собственником, права владения, пользования и распоряжения имуществом, отдавать имущество в залог и распоряжаться им другими способами<sup>1</sup>. Однако фиксация этих прав в соответствующих актах гражданского законодательства является лишь следствием, а не причиной существования отношений частной собственности. Государство может и должно регламентировать эти отношения, ограничивая возможности их негативных проявлений и стимулируя позитивные, но действуя при этом не вопреки, а согласно их объективной природе. В противном случае институт частной собственности будет функционировать не во благо, а во вред обществу.

<sup>1</sup> См.: Гражданский Кодекс РФ. Ст. 209. п.2.

По тем же соображениям, признав необходимость соблюдения принципа свободы частной собственности, государство должно признать и обеспечить соблюдение принципа свободы предпринимательского выбора. Это значит, что ни государство, ни общество не вправе диктовать предпринимателю, в том числе и банкиру, в какой сфере коммерческой деятельности и чем конкретно ему надлежит заниматься, какой набор услуг предоставлять потребителю или клиенту, в каком объеме.

Из этого не следует, конечно, что принцип свободы предпринимательского выбора, исключает возможность и необходимость государственного регулирования предпринимательской деятельности. В некоторых случаях государство вообще налагает запрет на занятие тем или иным видом бизнеса (наркобизнес и т.п.). В общем же случае, когда конкретная сфера или вид предпринимательской деятельности не запрещены законом, регулирующее воздействие государства на выбор предпринимателя может осуществляться посредством налоговой и иных форм экономической политики, а также введения разрешительных процедур регистрации, лицензирования и т.п. Однако такие процедуры должны устанавливаться не по воле и прихоти властей, а в рамках действия принципа свободы предпринимательского выбора.

Общественная значимость этого принципа обусловлена тем, что его соблюдение позволяет человеку вполне проявить себя, реализовать свой природный дар, свои предпринимательские способности. Чем полнее каждый человек реализует свой интеллектуальный потенциал, тем больше от этого выигрывают и общество, и государство. В рыночной экономике такой выигрыш обеспечивается, благодаря нацеленности предпринимателя на максимизацию прибыли, постоянно побуждающей его к совершенствованию техники, технологии и организации бизнеса, расширению его масштабов и сокращению затрат, поиску и освоению новых сфер приложения и приращения финансового капитала.

В нормально функционирующей рыночной экономике достижение высокой прибыльности и эффективности предпринимательской деятельности ведет к росту доходов не только предпринимателя, но и связанных с ним участников рынка – акционеров, инвесторов, собственников капитала, вкладывающих свои средства как непосредственно в активы деловых предприятий, так и в банки, в другие финансовые компании. Успешная, высокоприбыльная деятельность в производстве и заинтересованность в ее расширении повышают спрос на инвестиции, на финансовый капитал.

В свою очередь заинтересованность банков в удовлетворении возросшего предпринимательского спроса на деньги вызывает их стремление к расширению масштабов привлечения денежных средств (в том числе и сбережений населения) и, как в следствие, тенденцию к увеличению ставки процента по депозитам, выплачиваемого банковским вкладчиком.

Для кредиторов, инвесторов, банковских вкладчиков важно учитывать то обстоятельство, что предпринимательская деятельность всегда связана с риском. В самом общем определении риск — это мера неопре-

деленности результатов деятельности в той или иной ее сфере (финансовой, производственной, научно-технической и т.п.). Если рассматривать сферу финансово-хозяйственной деятельности, то степень неопределенности ее результатов для отдельного предприятия или банка зависит от интенсивности конкуренции на рынке товаров и капиталов, от колебаний спроса и предложения, в том числе, на денежный капитал, от надежности и прочности партнерских связей, от изменения политической и социально-экономической ситуации в стране и многих других факторов. Но надо иметь в виду, что предпринимательский риск в отличие от обычного финансово-хозяйственного риска, это риск особого рода, связанный со стремлением предпринимателя к максимизации прибыли. Как правило, чем больше ожидаемая прибыль, тем выше риск, на который готов пойти предприниматель. Вполне очевидно, что при этом в зоне повышенного риска оказываются и те субъекты рынка, которые связаны с ним — те же кредиторы, инвесторы, банковские вкладчики и т.д.

На интересах последних отражаются следующие риски финансовых компаний: кредитный риск, процентный риск, валютный риск, риск упущенной выгоды<sup>1</sup>. *Кредитные риски* связаны с неуплатой заемщиком основного долга и процентов, причитающихся кредитору. *Процентный риск* — это опасность определенных финансовых потерь коммерческими банками, кредитными учреждениями, инвестиционными фондами, возникающая в результате превышения процентных ставок, выплачиваемых по привлеченным средствам, над ставками по предоставленным кредитам.

*Валютные риски* представляют собой опасность потерь, связанных с изменениями в соотношениях рыночных курсов национальной и иностранных валют. *Риск упущенной выгоды* характеризуется возможностью не получения прибыли или процента в результате прекращения финансово-хозяйственной деятельности организации, или не осуществления каких-либо мер и сделок (например, по страхованию).

Отслеживание динамики рисков и, в особенности, овладение методами управления ими, играют существенную роль с точки зрения не только обеспечения финансовой устойчивости компании и предотвращения банкротства, но и использования их в периоды осуществления процедур банкротства и ликвидации компаний, при введении внешнего управления, применяемого к должнику в целях восстановления его платежеспособности, а также при открытии конкурсного производства в целях соразмерного удовлетворения требований кредиторов.

Для целей страхования обычно создается специальный страховой фонд, расходуемый лишь на покрытие потерь в заранее оговоренных случаях. В обычных отношениях между страховщиком и страхователями происходит перераспределение средств между участниками создания страхового фонда: возмещение

<sup>1</sup> См.: Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом. М., 1994. С.202.

ущерба одному или нескольким страхователям путем распределения потерь на всех остальных. Естественно, в ситуации финансового краха и банкротства компаний, когда потери несут все страхователи, такого рода отношения преобладают серьезные деформации.

Механизмы и методы страхования могут быть не только опосредовано, но и прямо направлены на защиту банковских вкладчиков. В США, например, эту защиту осуществляет в основном государство, беря на себя юридическую ответственность за сохранность подавляющей части вкладов. Действующая в США Федеральная корпорация страхования депозитов (ФКСД) за период 1934–1982 гг. осуществила операции по защите вкладчиков 620 банков, в результате чего были обеспечены интересы 6 млн вкладчиков, причем без потерь решилась судьба 98,9% всей суммы вкладов.

Однако положение, когда государство берет на себя почти полную ответственность за сохранность банковских вкладов, по оценкам ряда аналитиков, является нарушением объективных законов рынка. Для вкладчика в значительной мере исчезает проблема риска и связанной с этим необходимости выбора между банками. Вместе с тем и банкиры с застрахованными депозитами могут меньше обращать внимания на соразмерность рисков своих активных операций (ссуд и инвестиций) с качеством и структурой пассивов, привлеченных средств. Результатом может оказаться усиление стремления банков к сверхприбыльным операциям спекулятивного характера и, как следствие, увеличение числа проблемных банков и даже банкротств, снижение эффективности банковской системы в целом. Для недопущения этого при страховании банковских вкладов важно нацеливаться не только и не столько на выплату компенсаций вкладчикам, сколько на предотвращение банкротства банков. Деятельность ФКСД (США) свидетельствует в пользу именно такого подхода.

### **ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И ПОКАЗАТЕЛИ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ В УПРАВЛЕНИИ АКТИВАМИ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ ФИНАНСОВЫХ КОМПАНИЙ**

Ликвидируемую по мотивам несостоятельности (банкротства) финансовую и иную компанию можно с экономической точки зрения определить как предприятие, утратившее свою финансовую устойчивость и платежеспособность. Поэтому банковские вкладчики, чтобы вернуть вложенные средства и получить максимум того, что им причитается, должны знать как минимум, следующее:

1. Что в принципе (по экономическому содержанию) представляет собой финансовая устойчивость и платежеспособность банка или иной финансовой компании.

2. Каким образом встроены качественные характеристики и количественные показатели финансовой устойчивости и платежеспособности в механизм управления активами и обязательствами финансовой компании.
3. Как можно воспользоваться этими механизмами в целях предотвращения банкротства компании, а в случае признания ее банкротом – в целях удовлетворения законных требований и интересов вкладчиков.

В экономической литературе можно встретить различные трактовки категорий платежеспособности и финансовой устойчивости предприятий. Иногда, например, платежеспособность трактуется как ликвидность, под которой понимается способность предприятия своевременно и в полном объеме произвести расчеты по кратковременным обязательствам<sup>1</sup>.

По мнению других, ликвидность банка заключается в наличии возможности и способности выполнять обязательства перед клиентами и различными контрагентами в исследуемых периодах<sup>2</sup>.

Более обоснованными представляются все же подходы авторов, проводящих различие между понятиями “ликвидность” и “платежеспособность” компании. *Ликвидность коммерческого банка* определяется возможностью быстрого превращения конкретного актива банка в расчетные денежные средства и обеспечения, таким образом, своевременного выполнения своих обязательств перед клиентами и партнерами. Исходя из этого, коммерческий банк можно считать ликвидным, если суммы его наличных средств и других ликвидных активов, а также возможность быстро мобилизовать средства из других источников, достаточны для своевременного погашения долговых и финансовых обязательств<sup>3</sup>.

Что касается платежеспособности предприятия (банка), то это более широкое и емкое понятие, непосредственно связанное с финансовой устойчивостью компании. Утрата платежеспособности есть экономическое основание для признания финансовой несостоятельности компании, юридически определяемое как признанная арбитражным судом или объявленная должником неспособность должника в полном объеме удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей (банкротство)<sup>4</sup>.

Утрата платежеспособности выступает следствием утраты финансовой, а в более широком плане экономической устойчивости компании, определяемой как мера или степень соответствия результатов текущей деятельности компании ее стратегическим целям. Обобщенным показателем (критерием) стратегической экономической устойчивости компании является максимизация прибыли в долгосрочном периоде. Сопоставление суммы текущей прибыли, фактически получаемой за определенный период (год, квартал),

<sup>1</sup> См.: Ковалев А.П. Диагностика банкротства. М., 1995. С.33.

<sup>2</sup> См. : Масленченков Ю.С. Финансовый менеджмент в коммерческом банке. М., 1996. С. 82.

<sup>3</sup> См.: Маркова О.М., Сахарова Л.С., Сидоров В.Н. Коммерческие банки и их операции. М., 1995. С.139.

<sup>4</sup> См.: Закон РФ “О несостоятельности (банкротстве)”. Ст.2.

с суммой прибыли, которая должна быть получена за тот же период согласно стратегическому плану, дает характеристику устойчивости компании как конкретного субъекта рынка.

Текущая устойчивость компании и ее стратегические установки должны быть неразрывно связаны между собой. Компания не должна ориентироваться на такой максимум текущей прибыли, при котором ее стратегическая устойчивость может оказаться подорванной. Вместе с тем, текущая устойчивость является необходимым условием достижения долгосрочных целей компании.

Показатели устойчивости финансовой компании могут выражаться как в абсолютном измерении (например, объем собственного капитала, масса прибыли), так и в относительных величинах, или коэффициентах (отношение собственных и заемных средств, прибыль на общую сумму активов, прибыль на собственный капитал и др.). Однако прежде чем приступать к анализу частных количественных характеристик, важно проанализировать обобщающие качественные и количественные характеристики финансовой устойчивости, в которых отражаются фундаментальные основы и структурная многосложность этого понятия как экономической категории.

Можно выделить следующие структурные составляющие, или факторы, из которых складывается и которыми определяется устойчивость финансовой компании:

- устойчивость, определяемая размерами собственного капитала (капитальная устойчивость);
- производственно-коммерческая устойчивость;
- функциональная устойчивость;
- организационно-структурная устойчивость;
- финансовая устойчивость.

Раскроем экономическое содержание каждой из этих составляющих применительно к коммерческим банкам.

1. *Капитальная устойчивость, базирующаяся на величине собственного капитала.* Величина последнего является одним из основных факторов, определяющих конкурентные позиции банка, а также и достаточность средств для удовлетворения требований о выдаче вкладов. Поэтому банковское законодательство в странах с развитой рыночной экономикой требует, чтобы банки имели определенное количество капитала как условие развертывания своей деятельности. Вместе с тем и сами банки стремятся наращивать собственный капитал в целях обеспечения стратегической устойчивости в конкурентной борьбе.
2. *Производственно-коммерческая устойчивость банка, определяемая взаимозависимостью участников рыночных отношений,* оценивается мерой встроенности банка в рыночную среду, степенью прочности и долговременности его связей, как в межбанковских отношениях, так и в отношени-

ях с клиентами, вкладчиками и кредиторами. Особое значение для характеристики производственно-коммерческой устойчивости банка имеет теснота его связи с реальным сектором экономики, с производством.

3. *Функциональная устойчивость коммерческого банка* характеризуется соотношением тенденций к диверсификации функций и к их специализации на ограниченном круге операций. Как правило, расширение набора различных форм банковских услуг возрастает с увеличением размера банков, что позволяет им реализовать эффект масштаба (сокращение затрат на единицу услуг). Однако расширение масштаба и диапазона предоставляемых банком услуг может привести к чрезмерному усложнению организации и управления банком и, как следствие, к снижению его чувствительности к потребностям рынка, ослабить его устойчивость и конкурентоспособность. Западная практика свидетельствует, что специализированные банки способны успешно выживать в современной конкурентной борьбе.
4. *Организационно-структурная устойчивость коммерческого банка* определяется соответствием функций и организационной структуры банка. Организационная структура банка и его организационный менеджмент должны соответствовать как основной целевой функции (обеспечение максимальной прибыльности в долгосрочном периоде), так и конкретному набору функций и услуг, посредством эффективного осуществления которых обеспечивается достижение стратегической целевой функции.
5. *Финансовую устойчивость банка* следует рассматривать как своего рода обобщающий показатель, в котором синтезированы характеристики и влияния всех составляющих экономической устойчивости компании. Формулу финансовой устойчивости можно выразить так: высокая доходность (прибыльность) в текущем и долгосрочном периоде при необходимом уровне текущей платежеспособности, ликвидности и достаточности собственного капитала.

Достаточность собственного капитала банка отражает не только его величину, но и степень подверженности риску. В международной практике главным обобщающим показателем достаточности капитала считается коэффициент рискованных активов, равный отношению капитала банка к сумме активов, взвешенных по степени риска. Согласно рекомендациям Базельского комитета по банковскому надзору и регулированию, оптимальным является коэффициент равный 8%.

Существует правило: чем выше удельный вес рискованных активов в балансе банка, тем больше должен быть его собственный капитал. Однако чрезмерная капитализация банка может обернуться снижением его мобильности и конкурентоспособности. Поэтому банковский менеджмент должен искать и находить оптимальные соотношения между величиной собственного капитала и активами банка, учитывая противоречие взаимосвязи “прибыльность — риск”.



## 6.2. ОЦЕНКА АКТИВОВ ПРЕДПРИЯТИЙ, ФИРМ И КОРПОРАЦИЙ

Под активами понимаются материальные и нематериальные ресурсы, а также денежные средства, в которых размещен капитал предприятия. Активы показываются в левой части баланса предприятия. Здесь отражается совокупность ресурсов, характеризующаяся определенным составом, структурой, состоянием и размещением. Поскольку средства (активы) довольно многочисленны по видам, возникает необходимость их группировки по однородным признакам — основные фонды, производственные запасы, готовая продукция, денежные средства и др. Стоимость всего имущества предприятия подразделяется на:

- ① внеоборотные активы (долгосрочные);
- ② оборотные активы (текущие).

Долгосрочные активы (недвижимое имущество — основные фонды и нематериальные активы) оцениваются по стоимости приобретения за минусом износа, т.е. по остаточной стоимости. Такие активы амортизируются в течение срока службы.

Оборотные активы состоят из:

- ① материальных активов (запасы);
- ② средств в расчетах (дебиторская задолженность);
- ③ денежных и приравненных к ним средствах (валюта на счетах в банках, краткосрочные финансовые вложения в ликвидные ценные бумаги).

В соответствии с Законом об акционерных обществах определяется величина *чистых активов*. Ее рассчитывают путем вычитания из всей суммы активов организации, принимаемых к расчету, суммы ее обязательств, принимаемых к расчету.

Утвержден порядок оценки чистых активов акционерных обществ. В акционерных обществах с ограниченной ответственностью этот показатель сопоставляется с величиной уставного капитала и не может быть меньше последнего. В противном случае уставный капитал должен быть уменьшен. Кроме того показатель чистых активов сравнивают с размерами и резервного капитала. Согласно ст.102 ГК РФ акционерное общество не вправе выплачивать дивиденды, если стоимость чистых активов меньше стоимости уставного и резервного капитала вместе взятых.

### Процесс оценки активов<sup>1</sup>

Процесс оценки активов — это последовательность действий, выполняемых в ходе определения их стоимости. Процесс оценки можно условно разделить на ряд этапов, показанных на рис. 25.

<sup>1</sup> В разделе использована информация, содержащаяся в книге “Оценка рыночной стоимости недвижимости”. М., 1998.

*Процесс оценки имущества*

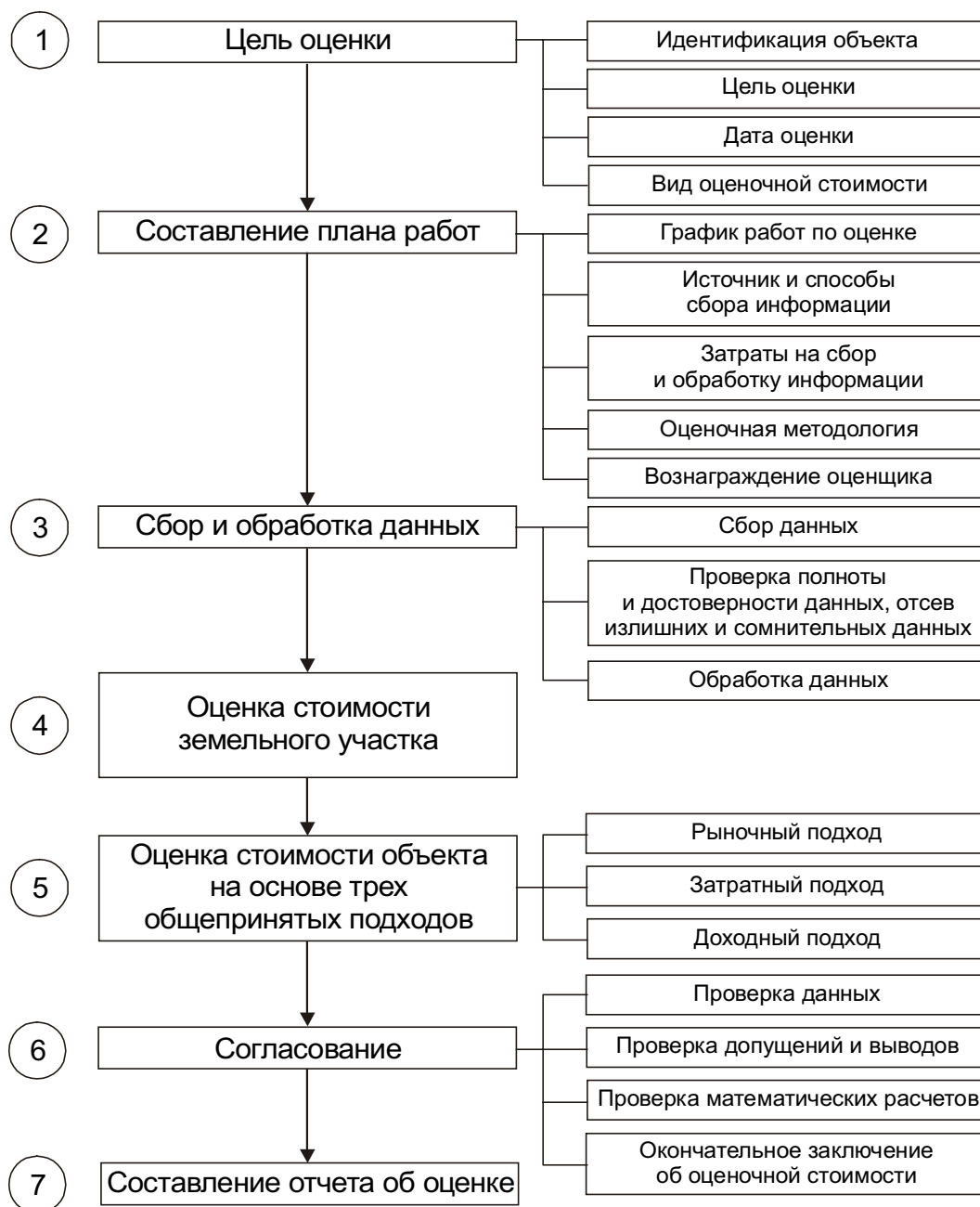


Рис. 25

**Цель оценки.** На этом этапе идентифицируется и подробно описывается оцениваемый объект; устанавливается цель оценки, вид оценочной стоимости (рыночной, инвестиционной и др.), подлежащей определению в ходе оценки, а также дата оценки.

Следует также определить и зафиксировать местоположение, статус и физический состав объекта.

Цель оценки — это возможность использования в различных экономических процессах оценочной стоимости. Это во многом предопределяет вид оценочной деятельности, характер используемых данных, принципы и подходы, которыми руководствуется оценщик.

Методы оценки должны соответствовать ее целям и определяться в соответствии с законодательными нормами и общепринятыми правилами оценочной деятельности. Например, для налогообложения недвижимости, принадлежащей физическим лицам, устанавливается инвентаризационная стоимость; для совершения сделки с имуществом — рыночная стоимость объекта.

**Составление плана работ.** На этом этапе определяются: график работ; источники и способы сбора информации; затраты на обработку информации; выбирается оценочная методология, соответствующая целям оценки и виду оценочной стоимости; устанавливается вознаграждение оценщика.

Информация, необходимая для оценки, может быть получена из периодических изданий и другой литературы, посвященной рынкам недвижимости. Она содержится в специализированных базах данных, в материалах государственных и муниципальных органов, осуществляющих государственную регистрацию прав на недвижимость, в риэлторских и строительных фирмах. Для получения информации могут потребоваться маркетинговые, социологические и другие исследования.

Затраты на сбор и обработку информации включают: расходы на доступ к платным базам данных и иным источникам информации; оплату услуг специалистов, привлекаемых к оценке (в зависимости от обстоятельств оценщик может воспользоваться услугами юристов, бухгалтеров, строителей, архитекторов и других специалистов); командировочные расходы; оплату маркетинговых, социологических и других исследований; расходы на изготовление материалов к отчету об оценке (карты, схемы, чертежи, таблицы, фото и т.д.).

**Сбор и обработка данных.** На этом этапе собираются данные, касающиеся не только самого оцениваемого объекта, но и его ближайших окрестностей, а также района, поселения (поселка, города) и региона его местоположения. В зависимости от природы оцениваемого объекта может потребоваться информация об аналогичных объектах в других регионах.

Могут потребоваться также данные о продажных ценах аналогичных объектов, о расценках на строительные работы и другие данные, например, информация об окружающей природной среде (климат, экология, геология и т. д.), данные о социальных, правовых, политических и других факторах, которые влияют на стоимость оцениваемого объекта.

Особое внимание следует уделить проверке полноты и достоверности собранной информации. Собранные данные должны быть обработаны и подготовлены для дальнейшего использования в оценочном процессе. Может потребоваться внесение обоснованных корректировок, уточняющих и дополняющих данные.

**Оценка стоимости земельного участка.** Если земельный участок входит в состав оцениваемого объекта, оценка его стоимости проводится, как правило, отдельно от стоимости расположенных на нем зданий и сооружений.

**Три общепринятых метода оценки недвижимости.** Это метод прямого сравнения продаж, затратный, доходный методы.

*Метод прямого сравнения продаж* основан на сопоставлении оцениваемого объекта и сопоставимых (т.е. аналогичных ему) объектов.

В *затратном методе* оценочная стоимость определяется исходя из затрат на воспроизводство оцениваемого объекта с учетом износа — снижения стоимости в результате негативного воздействия всевозможных внутренних и внешних факторов.

*Доходный метод* основан на представлении о стоимости как текущем эквиваленте всех ожидаемых чистых доходов, которые оцениваемый объект при эффективном использовании может принести собственнику в будущем. Необходимо учитывать не только размеры доходов, но и время их поступления, а также риски, связанные с их получением.

**Согласование.** На этом этапе осуществляется итоговая проверка данных, на которых основывается оценка; обоснованность принятых допущений; правильность математических расчетов; обоснованность синтеза оценочных методов с использованием трех общепринятых подходов к оценке, исходя из конкретных оценочных условий.

**Составление отчета об оценке.** Отчет — итоговый документ, представляемый оценщиком клиенту и содержащий заключение об оценочной стоимости недвижимости. В отчет об оценке может быть включена информация об использованных данных, описаны допущения и подходы, которыми руководствовался оценщик.

### *Методы оценки активов*

**Доходный метод оценки активов.** Этот метод отражает мотивацию покупателя недвижимости: получение ожидаемых будущих доходов в определенных объемах. Учитывая непосредственную связь между размером инвестиций и выгодами от коммерческого использования объекта, стоимость недвижимости определяется как стоимость прав на получение приносимых ею доходов и определяется как стоимость будущих доходов, связанных с использованием данного объекта.

Основным отличием доходного метода является то, что он отражает представление инвестора о недвижимости как источнике дохода и это

качество недвижимости учитывается как основной ценообразующий фактор. Доходный метод оценки тесно связан с рыночным и затратным методами.

Главным недостатком метода является то, что он основан на прогнозных данных.

Наиболее простым способом оценки по данному методу является определение чистой текущей стоимости объекта ( $R$ ):

$$R = \sum_{i=1}^n \frac{(A - C)_i}{(1 + d)^i} + \frac{F}{(1 + d)^n} - E,$$

где  $A$  — чистый годовой доход за период владения;  $C$  — дополнительная инвестиция в  $i$ -й период;  $F$  — поток денежных средств в  $n$ -й период;  $E$  — первоначальная инвестиция;  $d$  — ставка дисконтирования.

Следует учитывать, что ставка дисконтирования совпадает с процентом капитализации прибыли (т.е. ее использованием на реинвестирование).

В качестве примера использования в оценке чистой текущей стоимости объекта ( $R$ ) рассмотрим задачу на определение стоимости складской постройки. Затраты на постройку офисного здания составляют 400 000 руб., из которых 200 000 руб. приходятся на начало 1-го года, 150 000 руб. — на конец 1-го и 50 000 руб. — на конец 2-го года. Предполагается, что объект недвижимости начнет приносить доход в виде чистой аренды начиная с конца 2-го года в соответствии с данными, приведенными в табл. 9, и будет продан через 6 лет после первоначальной инвестиции за 950 000 руб. за вычетом расходов на продажу. Ставка дисконтирования определена в 15%.

Таблица 9

*Итоговый поток денежных средств (руб.)*

Статьи	0	1	2	3	4	5	6
Первоначальная инвестиция	200 000						
Дополнительные затраты		150 000	50 000				
$\Delta$			50 000	80 000	100 000	100 000	100 000
Чистая реверсия							950 000
Поток денежных средств	200 000	150 000	0	80 000	100 000	100 000	1 050 000

Стоимость земельного участка рассчитывается как разница между текущей стоимостью денежных поступлений и текущей стоимостью капиталовложений за весь период (6 лет), т. е. как текущая стоимость потока денежных средств CF.

$$R_n = -200\,000 - 150\,000/(1+0,15)^1 + 80\,000/(1+0,15)^3 + \\ + 100\,000/(1+0,15)^4 + 100\,000/(1+0,15)^5 + \\ + 1\,050\,000/(1+0,15)^6 = 284,5 \text{ тыс. руб.}$$

Дисконтированная стоимость ( $S_d$ ) определяется по формуле:

$$S_d = \frac{1}{(1+d)^n},$$

где  $d$  — ставка дисконта;  $n$  — число лет функционирования объекта.

**Метод прямого сравнения продаж** базируется на трех принципах оценки недвижимости: спроса и предложения, замещения и вклада. С помощью этого метода, посредством анализа рыночных цен продаж аналогичных объектов недвижимости, моделируется рыночная стоимость оцениваемого объекта. В том случае, если рассматриваемый сегмент рынка соответствует условиям свободной конкуренции и не претерпел существенных изменений, аналогичный объект недвижимости будет продан приблизительно за ту же цену.

Поскольку объективно не существует двух абсолютно одинаковых объектов недвижимости по всем рассматриваемым параметрам (экономическим, физическим, правовым и т. д.), то возникает необходимость соответствующей корректировки цен продажи сравнимых объектов недвижимости, которая может быть как положительной, так и отрицательной. Например, недавно проданный загородный дом имеет водопровод, а у оцениваемого дома водопровод отсутствует. В этом случае корректировка цены продажи продаваемого загородного дома должна быть проведена посредством вычитания соответствующей денежной суммы из предполагаемой цены продажи. Аналогично должны быть проведены корректировки и по другим элементам сравнения в том случае, если такие различия существуют между оцениваемым объектом недвижимости и объектом сравнения (дата, условия продажи и т. д.).

В общем виде модель расчетной рыночной стоимости оцениваемого объекта недвижимости ( $C_p$ ) принимает следующую форму:

$$C_p = C_i \pm K_i,$$

где  $C_i$  — цена продажи  $i$ -го сравнимого объекта недвижимости;  $K_i$  — величина корректировки цены продажи  $i$ -го сравнимого объекта.

Цены продаж сравнимых объектов недвижимости являются одним из факторов, определяющих спрос на оцениваемый объект. Если цены на данном сегменте рынка недвижимости снижаются, то спрос на данный вид объектов недвижимости падает, и наоборот.

**Затратный метод оценки** предполагает, что затраты, необходимые для создания оцениваемого объекта недвижимости в его существующем состоянии или воспроизведения его потребительских свойств, соответствуют рыночной стоимости этого объекта.

В зависимости от способа воспроизведения зданий и сооружений различают их восстановительную стоимость и стоимость замещения. Восстановительная стоимость есть денежное выражение издержек вос-

произведения как бы точной копии оцениваемых улучшений на участке земли в текущих ценах с использованием таких же материалов, строительных стандартов, проектных решений и сохранением всех имеющихся элементов неэффективности.

Стоимость замещения выражает в денежной форме издержки воспроизведения улучшений, имеющих ту же функциональную пригодность, что и оцениваемый объект, с использованием современных стандартов, материалов и дизайна в текущих ценах на инвестиционные ресурсы.

С позиции потенциального покупателя, оценка улучшений по стоимости замещения представляется более мотивированной, чем по восстановительной стоимости. Но при этом оценщик рискует определить стоимость строительства здания, отличного от оцениваемого, что зачастую противоречит целям оценки. Исходя из них на практике чаще отдают предпочтение учету затрат на воссоздание копии оцениваемого здания или сооружения. Однако граница между восстановительной стоимостью объекта и стоимостью его замещения всегда условна, и оценщику в каждом конкретном случае приходится решать вопрос о выборе того или иного вида стоимостной оценки в зависимости от условий применения затратного метода.

### ***Последовательность оценки недвижимости затратным методом***

Оценка объектов недвижимости затратным методом включает следующие этапы (рис. 26):

- ① Оценка рыночной стоимости земельного участка как свободного от улучшений и доступного для наилучшего использования.
- ② Определение восстановительной или замещающей стоимости улучшений (прямые и косвенные издержки).
- ③ Определение предпринимательской прибыли.
- ④ Оценка восстановительной (замещающей) стоимости улучшений с учетом предпринимательской прибыли (п. 2 + п. 3).
- ⑤ Определение общего накопленного износа зданий и сооружений.
- ⑥ Оценка стоимости улучшений с учетом износа (п. 4 – п. 5).
- ⑦ Оценка общей стоимости объекта недвижимости с учетом стоимости земли (п. 1 + п. 6).

Затраты на создание объекта недвижимости, т.е. себестоимость строительных работ, это затраты (издержки) строительной организации на их производство и сдачу объекта заказчику. Себестоимость строительных работ, выполненных строительной организацией собственными силами, складывается из затрат, связанных с использованием в процессе производства материалов, топлива, энергии, основных средств, трудовых ресурсов и др.

Затраты в зависимости от способов их включения в себестоимость работ подразделяются на прямые и косвенные. Под прямыми затратами пони-

Схема оценки недвижимости затратным методом



Рис. 26



маются расходы, связанные с производством строительных работ, которые можно непосредственно включать в их себестоимость.

Под косвенными (накладными) затратами понимаются расходы, связанные с организацией и управлением производством строительных работ, относящиеся к деятельности строительной организации в целом.

Все расходы на создание (строительство) объекта, зависящие от изменения объемов выполненных работ, можно подразделить на постоянные и переменные. Расходы, не зависящие непосредственно от объема строительных работ, удельный вес которых в себестоимости при увеличении объема работ будет сокращаться, а при уменьшении — увеличиваться, относятся к постоянным. Расходы, изменяющиеся пропорционально росту (снижению) объема выполняемых строительных работ, относятся к переменным.

Подробный перечень затрат, включаемых в себестоимость, приведен в Типовых методических рекомендациях по планированию и учету себестоимости строительных работ, утвержденных Министерством строительства РФ 4 декабря 1995 г. и согласованных с Минэкономки и Минфином.

В соответствии с п. 2.4 Типовых рекомендаций в себестоимость строительных работ включаются затраты, непосредственно связанные с производством строительных работ, такие, как стоимость использованных в производстве материалов, строительных конструкций и деталей, топлива, энергии; расходы на оплату труда рабочих; расходы по содержанию и эксплуатации строительных машин и механизмов; затраты, связанные с использованием природного сырья, и многие другие виды затрат. Заканчивается этот перечень пунктом «ю) другие виды затрат, включаемые в себестоимость продукции (работ, услуг) в соответствии с установленным законодательством Российской Федерации порядком».

Расчет себестоимости строительных работ может производиться либо по статьям затрат, либо по элементам затрат.

### **6.3. ОЦЕНКА АКТИВОВ ЛИКВИДИРУЕМЫХ ФИНАНСОВЫХ КОМПАНИЙ**

В специальном рассмотрении нуждается, несомненно, оценка активов, размещенных в ценные бумаги, и нематериальных активов.

Существенную часть активов финансовых компаний представляют собой краткосрочные и долгосрочные вложения в ценные бумаги, а также в нематериальные активы. Их стоимостная оценка может быть балансовой, остаточной (нематериальные активы), рыночной.

По балансовой стоимости ведется бухгалтерский учет ценных бумаг и нематериальных активов, по рыночной стоимости они могут быть реализованы в данный отрезок времени и на конкретной торговой площадке. Реали-

зация ценных бумаг сопровождается оформлением прав владельцев через реестры, депозитарии, передачу сертификатов. Это требование распространяется и на случаи, связанные с принудительным изъятием ценных бумаг.

Рассмотрим виды и категории ценных бумаг, обращающихся на территории РФ. Учитывая значительную их специфику, существуют относительно самостоятельные и независимые сегменты рынка ценных бумаг (рис. 27).

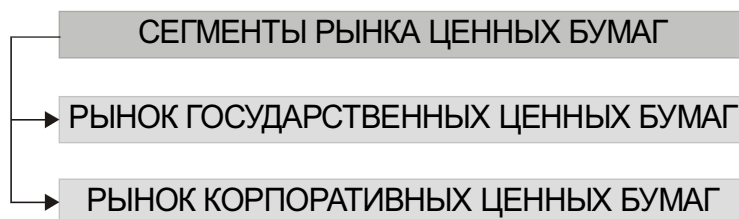


Рис. 27

Регулирование рынков ценных бумаг осуществляют:

- ✍ Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг РФ;
- ✍ Министерство финансов РФ;
- ✍ Центральный банк РФ.

Основные законодательные акты в области регулирования рынка ценных бумаг:

- Федеральный закон РФ “О рынке ценных бумаг”;
- Федеральный закон РФ “Об акционерных обществах”;
- Закон РСФСР “Об иностранных инвестициях в РСФСР”;
- Государственная программа защиты инвесторов на 1998–1999 годы, утвержденная постановлением Правительства РФ от 17 июля 1998 г.

Инвестиции организаций в государственные ценные бумаги, облигации и ценные бумаги других организаций (корпоративные ценные бумаги) относятся к финансовым вложениям. В бухгалтерском учете финансовой компании ведется отдельный учет долгосрочных и краткосрочных финансовых вложений, на отдельных субсчетах учитываются государственные и корпоративные, эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги (рис. 28).

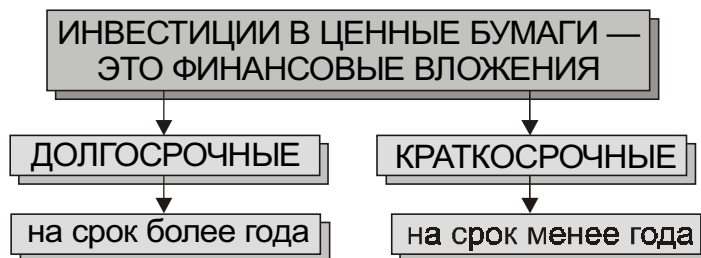


Рис. 28

**Долгосрочные финансовые вложения** компаний представляют собой инвестиции в ценные бумаги, уставные капиталы других организаций на срок более года.

**Краткосрочные финансовые вложения компаний** — это инвестиции финансовой компании в зависимые общества, собственные акции, выкупленные у акционеров, инвестиции в ценные бумаги других организаций и в государственные ценные бумаги на срок не более одного года.

Финансовые вложения принимаются к учету в сумме *фактических затрат* для инвестора. По долговым ценным бумагам (облигациям) разрешается разницу между суммой фактических затрат на приобретение и номинальной стоимостью в течение срока их обращения равномерно по мере начисления причитающегося по ним дохода относить на финансовые результаты коммерческой организации или увеличение расходов некоммерческой организации.

Только организации, действующие в качестве профессиональных участников рынка ценных бумаг, могут производить *переоценку вложений* в ценные бумаги, приобретаемые с целью получения дохода от их реализации, по мере изменения котировки на фондовой бирже.

Объекты финансовых вложений, не оплаченные полностью, показываются в активе бухгалтерского баланса финансовой компании в полной сумме фактических затрат их приобретения по договору с отнесением непогашенной суммы по статье кредиторов в пассиве бухгалтерского баланса в случаях, когда к инвестору перешли права на объект. В остальных случаях суммы, внесенные в счет подлежащих приобретению объектов финансовых вложений, показываются в активе бухгалтерского баланса по статье дебиторов.

Вложения финансовых компаний в акции других организаций, котирующиеся на фондовой бирже, при составлении бухгалтерского баланса отражаются на конец отчетного года по *рыночной стоимости*, если последняя ниже стоимости, принятой к бухгалтерскому учету. На указанную разность производится образование в конце отчетного года *резерва под обесценение вложений в ценные бумаги* за счет финансовых результатов.

В “Отчете о прибылях и убытках” финансовой компании по статье “Доходы от участия в других организациях” отражаются доходы, подлежащие получению по акциям, принадлежащим предприятию.

В “Отчете о движении денежных средств” в разделе финансовой деятельности отражаются результаты краткосрочных финансовых вложений: выпуск ценных бумаг краткосрочного характера, выбытие ранее приобретенных (на срок до 12 месяцев) ценных бумаг.

В “Отчете о движении средств, направляемых на финансирование долгосрочных инвестиций и финансовых вложений” показываются наличие собственных и привлеченных средств и их использование на цели долгосрочных финансовых вложений. Для анализа финансовых вложе-

ний используется информация отчета, в котором раскрывается состав долгосрочных и краткосрочных финансовых вложений организации в российской и иностранной валютах. Показываются сумма вложений в акции акционерных обществ; сумма инвестиций в государственные ценные бумаги; сумма вложений в депозиты, в том числе в сберегательные сертификаты и т.п.

Рассмотрим порядок бухгалтерского учета нематериальных активов и их оценки. К **нематериальным активам**, используемым в течение периода, превышающего 12 месяцев, и приносящим доход, относятся права, возникающие:

- ✍ из авторских и других договоров на произведения науки, литературы, искусства и объекты смежных прав, на программы для ЭВМ, базы данных и др.;
- ✍ из патентов на изобретения, промышленные образцы, коллекционные достижения, из свидетельств на полезные модели, товарные знаки и знаки обслуживания или лицензионных договоров на их использование;
- ✍ из прав на “ноу - хау” и др.

Кроме того, к нематериальным активам могут относиться организационные расходы: расходы, связанные с образованием юридического лица, признанные в соответствии с учредительными документами вкладом участников в уставный капитал, а также деловая репутация организации. Поэтому следует четко определить состав и структуру реальных нематериальных активов, которые могут быть реализованы при ликвидации финансовой компании.

Стоимость объектов нематериальных активов погашается путем начисления *амортизации* в течение установленного срока их полезного использования. Отсюда следует обратить внимание на остаточную стоимость нематериальных активов и при необходимости провести их переоценку.

По объектам, по которым производится погашение стоимости, амортизационные отчисления определяются одним из следующих способов:

- ✍ линейный способ исходя из норм, исчисленных организацией на основе срока их полезного использования;
- ✍ способ списания стоимости пропорционально объему.

По нематериальным активам, по которым невозможно определить срок полезного использования, нормы амортизационных отчислений устанавливаются в расчете на десять лет, но не более срока деятельности организации. Начисление амортизации нематериальных активов производится независимо от результатов деятельности организации в отчетном периоде.

Амортизация не начисляется по нематериальным активам, полученным по договору дарения и безвозмездно в процессе приватизации, приобретенным с использованием бюджетных ассигнований и других аналогичных средств.

Нематериальные активы отражаются в бухгалтерском балансе по *остаточной стоимости*, т.е. по фактическим затратам на приобретение, изготовление и затратам по их доведению до состояния, в котором они пригодны к использованию. Рыночная стоимость нематериальных активов зависит от их вида, срока службы, назначения и выявляется только в момент предложения.

Вернемся к исследованию ценных бумаг, которые, как известно, бывают государственными и корпоративными, эмиссионными и неэмиссионными (рис. 29).

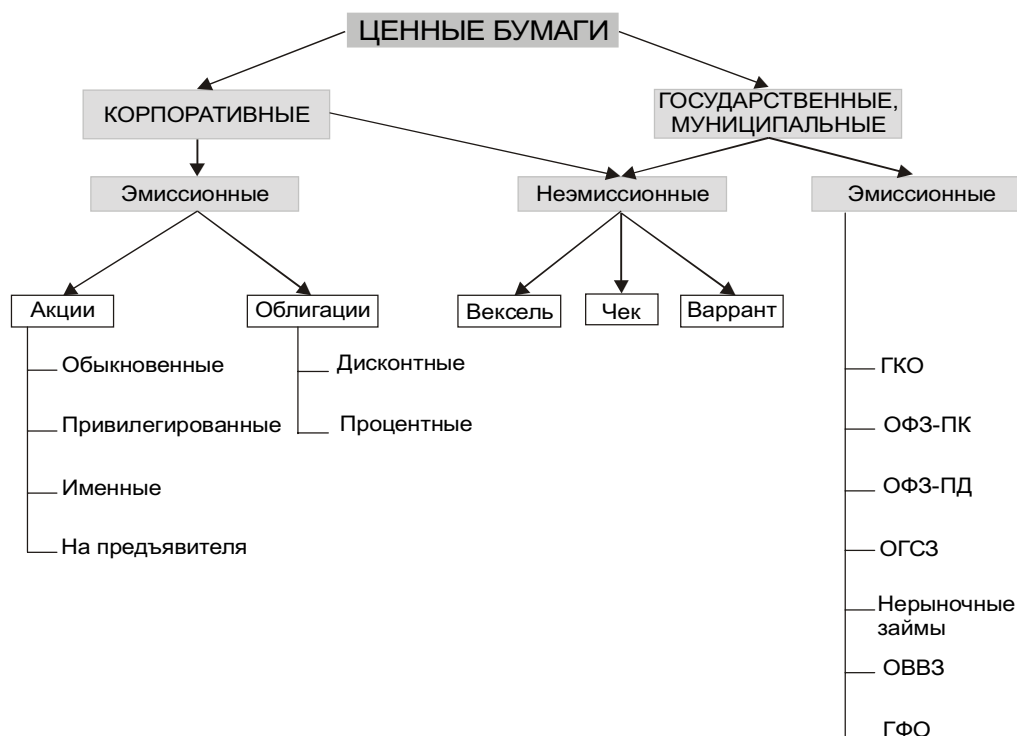


Рис. 29

При изучении наличия у ликвидируемой финансовой компании ценных бумаг следует обратить внимание на то, что это могут однородные ценные бумаги. Если речь идет об акциях, то их оценку следует производить не по каждой бумаге в отдельности, а в зависимости от доли пакета, находящегося в собственности финансовой компании, в уставном капитале эмитента ценных бумаг. Большое значение имеет принадлежность ценных бумаг к так называемым “голубым фишкам”, которые котируются на фондовых биржах или во внебиржевом торговом обороте.

Оценка стоимости неэмиссионных ценных бумаг, в частности векселей, во многом зависит от платежеспособности обязанного по ним лица. Реализация векселей может производиться со значительным дисконтом.

Государственные ценные бумаги, находящиеся в портфеле ликвидируемой финансовой компании, могут иметь рыночную стоимость ниже номинала, если речь идет о дисконтных ценных бумагах, либо выше номинала, если это ценные бумаги с купонным доходом. Поскольку государственные ценные бумаги реализуются в основном на организованном рынке, то следует изучить динамику рыночных котировок.

Ценные бумаги удостоверяют *имущественные права*, относятся к движимому имуществу и требуют регистрации прав в установленных законом случаях. Они являются *документами*, удостоверяющими *имущественные права*, осуществление или передача которых возможна только при их предъявлении. С передачей ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права. Для осуществления и передачи прав, удостоверенных ценной бумагой, может быть достаточно их закрепления в специальном реестре.

Права по ценной бумаге могут принадлежать ее предъявителю, названному в ней лицу, а также названному в ней лицу, которое может само осуществить эти права или назначить своим распоряжением другое правомочное лицо. В соответствии с этим ценные бумаги подразделяются на *предъявительские, именные, ордерные*.

Передача прав по ценным бумагам соответствует их классификации. При передаче прав по предъявительской ценной бумаге достаточно ее физической передачи другому лицу.

Права на именную ценную бумагу передаются в порядке уступки требований, т. е. *цессии*. Уступка требования, основанного на сделке, должна быть совершена в соответствующей письменной форме. В случае, когда сделка требует по закону государственной регистрации, уступка требования должна быть зарегистрирована в том же порядке.

Права по ордерной ценной бумаге передаются путем индоссаменты — передаточной надписи. Индоссамент переносит все права, удостоверенные ценной бумагой, на лицо, которому передаются права, — индоссата. Индоссамент может быть бланковым и ордерным. Бланковый индоссамент производится без указания лица, которому должно быть произведено исполнение. Ордерный индоссамент производится с указанием лица, которому или по приказу которого должно быть произведено исполнение. Индоссамент может быть поручительный, что означает его ограничение поручением осуществлять права, удостоверенные ценной бумагой, без передачи этих прав индоссату. В этом случае индоссат является представителем индоссанта.

Лицо, выдавшее ценную бумагу, и все лица, индоссировавшие ее, отвечают перед ее законным владельцем солидарно. Если одно или несколько обязавшихся по ценной бумаге лиц удовлетворили требования законного владельца ценной бумаги об исполнении удостоверенного ею обязательства, они приобретают право обратного требования к остальным лицам, обязавшимся по ценным бумагам. Регрессное право обусловлено солидарной ответствен-

ностью лиц, выдавших и индоссировавших ценную бумагу. Законный владелец ценной бумаги вправе требовать исполнения как от всех названных лиц совместно, так и от любого из них в отдельности, притом как полностью, так и частично. Владелец, не получивший полного удовлетворения от одного из солидарных должников, имеет право требовать недополученное от остальных солидарных должников. Солидарная ответственность сохраняется до тех пор, пока обязательство не исполнено перечисленными лицами полностью.

*Фиксация прав*, закрепленных именной или ордерной ценной бумагой, в том числе в бездокументарной форме, производится в случаях, предусмотренных законом, лицом на основании соответствующей лицензии. Лицо, осуществившее фиксацию прав в бездокументарной форме, обязано по требованию обладателя права выдать ему документ, свидетельствующий о закрепленном праве.

Рассмотрим критерии отнесения ценных бумаг к эмиссионным и неэмиссионным.

**Эмиссионная ценная бумага** — это ценная бумага, отвечающая одновременно следующим требованиям:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законом форм и порядка;
- размещается выпусками;
- имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска независимо от времени ее приобретения.

Ценные бумаги, не отвечающие хотя бы одному из вышеперечисленных требований, относятся к **неэмиссионным**.

Эмиссионными ценными бумагами являются акции и облигации, включая государственные и муниципальные.

**Акция** — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Акции могут быть именные и предъявительские. Выпуск предъявительских акций разрешен в определенном отношении к величине оплаченного уставного капитала эмитента в соответствии с нормативом, устанавливаемым Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг.

**Облигация** — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента в установленный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или другого имущественного эквивалента. Облигация может предусматривать другие имущественные права держателя.

К неэмиссионным ценным бумагам относятся вексель, чек, варрант, депозитный и сберегательный сертификат, коносамент и другие.

Именные ценные бумаги позволяют иметь информацию об их владельцах, которая отражается в реестрах таких владельцев. Переход прав и их осуществление требуют обязательной идентификации владельца. Поэтому в отношении именных ценных бумаг ликвидируемых финансовых компаний следует установить по реестру, выступает ли данная компания владельцем ценных бумаг, не являются ли они обремененными, в том числе залоговыми обязательствами, не наложен ли на них арест.

Эмиссионные ценные бумаги имеют *документарную* и *бездокументарную* форму выпуска. При документарной форме владелец устанавливается на основании предъявления сертификата ценной бумаги, а если сертификат сдан на хранение в депозитарий, то владелец устанавливается на основании записи по счету депо.

**Сертификат** — представляет собой документ, выпускаемый эмитентом и удостоверяющий совокупность прав на определенное количество ценных бумаг, указанное в нем. Владельцу ценных бумаг может выдаваться один сертификат, удостоверяющий его права на все принадлежащие ему эмиссионные ценные бумаги с указанием количества ценных бумаг, категории и номинальной стоимости. При этом все ценные бумаги, удостоверенные одним сертификатом, имеют один государственный регистрационный номер. Одна эмиссионная ценная бумага может быть удостоверена только одним сертификатом.

Эмиссионные ценные бумаги на предъявителя выпускаются только в документарной форме. Форма именных эмиссионных ценных бумаг устанавливается эмитентом и может быть документарной и бездокументарной. При этом эмиссионные ценные бумаги с одним государственным регистрационным номером имеют идентичную форму выпуска. Изменение формы выпуска эмиссионных ценных бумаг возможно по решению органа управления эмитента при согласовании со всеми владельцами ценных бумаг данного выпуска и его государственной регистрации.

Сертификат является основанием для законного его владельца требовать от эмитента исполнения принятых им на себя обязательств. Сертификат эмиссионной ценной бумаги имеет юридическую силу только в том случае, когда он содержит все обязательные *реквизиты*.

К ним относятся:

- ☞ полное наименование и юридический адрес эмитента;
- ☞ вид ценных бумаг; указание на их характер: именные или предъявительские;
- ☞ количество удостоверенных данным сертификатом ценных бумаг; обязательство эмитента обеспечить права владельца ценной бумаги;
- ☞ государственный регистрационный номер ценных бумаг;
- ☞ порядок размещения ценных бумаг; общее количество выпущенных ценных бумаг с данным государственным регистрационным номером;



- ☞ наличие или отсутствие условия по обязательному централизованному хранению данного выпуска ценных бумаг;
- ☞ печать и подписи руководителей эмитента и лица, выдавшего сертификат;
- ☞ владелец именной ценной бумаги.

Данные, отражаемые в сертификате ценной бумаги, всегда соответствуют данным, содержащимся в решении о ее выпуске. При этом владелец обладает правами, закрепленными ценной бумагой, в установленном сертификатом объеме.

При бездокументарной форме эмиссионных ценных бумаг владелец устанавливается на основании записи в реестре владельцев, а в случае их депонирования — на основании записи по счету депо. При этом права, закрепленные ценной бумагой, фиксируются в решении о выпуске ценных бумаг.

Ценные бумаги выпускаются в обращение на основании решения, которое проходит обязательную государственную регистрацию. *Решение о выпуске ценных бумаг* содержит исчерпывающую информацию для установления формы, порядка удостоверения, уступки и осуществления прав, закрепленных ценной бумагой. Решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг закрепляет имущественные права их владельцев. Поэтому с ним следует обязательно ознакомиться.

**Владелец ценной бумаги** — это лицо, которому она принадлежит на праве собственности или ином вещном праве.

**Номинальный держатель ценных бумаг** — это лицо, зарегистрированное в реестре владельцев именных ценных бумаг, но не являющееся их владельцем. Номинальным держателем может быть депозитарий, зарегистрированный в реестре владельцев именных ценных бумаг, а также депозитарий, являющийся депонентом другого депозитария, на основании депозитарного договора. Номинальным держателем может быть брокер в соответствии с договором на обслуживание клиента.

Номинальный держатель, в отличие от владельца ценной бумаги, может осуществлять права, закрепленные этой бумагой, только в объеме и на основании полномочий, полученных от ее владельца. Регистрация номинального держателя в реестре, а также перерегистрация ценных бумаг на его имя не влекут за собой переход права собственности или иных вещных прав от владельца к номинальному держателю.

При ликвидации финансовой компании следует убедиться, является ли она владельцем или номинальным держателем ценных бумаг.

Отличительная особенность ценных бумаг — их обращение на биржевом или внебиржевом рынках.

**Обращение ценных бумаг** — процесс заключения гражданско-правовых сделок, которые означают переход прав собственности от одного владельца ценной бумаги к другому с соответствующей их фиксацией. Переход прав различается в зависимости от формы ценной бумаги.

По *предъявительским документарным ценным бумагам* переход прав происходит в момент:

- ✍ передачи сертификата ценной бумаги от владельца к приобретателю в случае его нахождения у владельца;
- ✍ осуществления приходной записи по счету депо приобретателя при хранении сертификатов или учету прав в депозитарии.

*Именная бездокументарная ценная бумага* переходит к приобретателю в момент:

- ✍ внесения приходной записи по лицевому счету приобретателя при учете прав в депозитарии;
- ✍ внесения приходной записи по лицевому счету приобретателя при учете прав в реестре.

*Именная документарная ценная бумага* переходит к приобретателю при:

- передаче приобретателю сертификата после внесения приходной записи по его лицевому счету в реестр;
- внесении приходной записи по счету депо приобретателя в случае депонирования сертификата ценной бумаги в депозитарии.

Приобретатель становится обладателем прав, закрепленных эмиссионной ценной бумагой, в момент их перехода. Переход прав всегда сопровождается уведомлением держателя реестра, или депозитария, или номинального держателя.

Порядок реализации прав зависит также от формы ценной бумаги. Предъявительские ценные бумаги позволяют осуществлять права по их предъявлению владельцами или их доверенными лицами. Именные документарные ценные бумаги позволяют осуществлять права по предъявлению владельцами или их доверенными лицами сертификатов ценных бумаг эмитенту. Эмитент проверяет совпадение имени, указанного в сертификате, с именем владельца в реестре и только после этого производит операции.

Если сертификаты документарных ценных бумаг хранятся в депозитарии, права владельцев осуществляются на основании предъявленных этими депозитариями сертификатов по поручению, предоставляемому депозитарными договорами владельцев, с приложением списка этих владельцев. Эмитент в этом случае обеспечивает реализацию прав по предъявительским ценным бумагам лица, указанного в этом списке.

Права по именным бездокументарным ценным бумагам осуществляются эмитентом в отношении лиц, указанных в реестре владельцев именных ценных бумаг. Данные о каждом новом владельце сообщаются приобретателем ценной бумаги держателю реестра.

Регулирование рынка ценных бумаг осуществляет Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг РФ (ФКЦБ). Эта комиссия является федераль-

ным органом исполнительной власти по проведению государственной политики в области рынка ценных бумаг, контролю за деятельностью профессиональных участников такого рынка, обеспечению прав инвесторов, акционеров и вкладчиков.

ФКЦБ подчиняется непосредственно Президенту РФ. Она представляет собой коллегиальный орган и состоит из шести членов, назначаемых на должность и освобождаемых от должности Президентом РФ. Председатель ФКЦБ назначается на должность указом Президента РФ по представлению Председателя Правительства РФ. Другие члены ФКЦБ назначаются на должность и освобождаются от должности распоряжением Президента РФ по представлению председателя ФКЦБ.

ФКЦБ имеет региональные отделения, образуемые ее решением по согласованию с органами исполнительной власти субъектов РФ, которые действуют на основании положения, утверждаемого ФКЦБ. Председатель регионального отделения назначается на должность и освобождается от должности председателем ФКЦБ по согласованию с главой исполнительной власти субъекта РФ.

Главными задачами ФКЦБ являются:

- ✍ разработка основных направлений развития и координация деятельности федеральных органов исполнительной власти по вопросам регулирования рынка ценных бумаг;
- ✍ утверждение стандартов и порядка регистрации эмиссии и проспектов эмиссии ценных бумаг эмитентов;
- ✍ разработка и утверждение единых требований к правилам осуществления профессиональной деятельности, включая стандарты страхования и гарантий на рынке ценных бумаг;
- ✍ установление обязательных требований к операциям с ценными бумагами, норм допуска ценных бумаг к их публичному размещению, обращению, котировке и листингу, расчетно-депозитарной деятельности, порядку ведения реестра именных ценных бумаг;
- ✍ установление порядка и осуществление лицензирования различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и деятельности по оценке и управлению имуществом паевых инвестиционных фондов;
- ✍ приостановление и аннулирование лицензий на различные виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- ✍ контроль за соблюдением эмитентами, профессиональными участниками и их саморегулируемыми организациями требований законодательных и нормативных актов;
- ✍ раскрытие информации о зарегистрированных выпусках ценных бумаг, деятельности по управлению имуществом паевых инвестиционных фондов, профессиональных участников и регулировании рынка ценных бумаг;

✍ обращение в арбитражный суд с исками по поводу применения санкций и ликвидации юридических лиц- нарушителей действующего законодательства по рынку ценных бумаг.

ФКЦБ наделена следующими *основными правами*:

- ✍ квалифицировать ценные бумаги и определять их виды;
- ✍ принимать решения о приостановлении или аннулировании лицензий на осуществление профессиональной деятельности и деятельности саморегулируемых организаций;
- ✍ проводить проверки деятельности эмитентов, профессиональных участников и их саморегулируемых организаций;
- ✍ направлять эмитентам, профессиональным участникам и их саморегулируемым организациям обязательные для исполнения предписания;
- ✍ направлять в правоохранительные органы материалы и обращаться с исками в суд и арбитражный суд.

Все вопросы межведомственного характера рассматривает коллегия ФКЦБ, решения которой имеют рекомендательный характер. Государство создает систему регулирования рынка и обеспечивает ее функционирование. К важнейшим принципам государственной политики на рынке ценных бумаг относятся:

- регулирование мер по защите прав участников рынка ценных бумаг (РЦБ) на основе лицензирования, принятия соответствующих правовых актов;
- обеспечение единства правовой базы, режима и методов регулирования РЦБ на всей территории РФ;
- осуществление минимального государственного вмешательства и максимального саморегулирования;
- создание равных возможностей, стимулирующих конкуренцию через: отсутствие преференций для отдельных участников РЦБ; равенство всех участников перед органами, осуществляющими его регулирование;
- гласное и конкурсное распределение государственной поддержки различных проектов на рынке; отсутствие преимуществ у государственных предприятий, функционирующих на рынке, перед коммерческими;
- запрет государственным органам давать публичные оценки профессиональным участникам рынка;
- ориентация на мировой опыт и учет тенденции глобализации финансовых рынков.

Особым сегментом рынка ценных бумаг выступает рынок государственных ценных бумаг. Эмитентом таких бумаг является Министерство финансов РФ. Поскольку до недавнего времени это был самый высокодоходный и низко рискованный рынок, он привлекал значительное количество инвесторов и практически все финансовые компании имели значительную долю вложений в государственные ценные бумаги. В соответствии с заявлением Правительства и Центробанка РФ от 17 августа 1998 г. государственные ценные

бумаги (ГКО и ОФЗ) со сроками погашения до 31 декабря 1999 г. включительно переоформлены в новые ценные бумаги. Также были временно приостановлены торги на рынке ГКО–ОФЗ.

Замена государственного долга заемным обязательством осуществляется с соблюдением требований о новации и совершается в форме договора займа. *Новация* связана с тем, что обязательство прекращается соглашением сторон о замене первоначального обязательства, существовавшего между ними, другим обязательством между теми же лицами, предусматривающим другой предмет или способ исполнения. Новация прекращает дополнительные обязательства, связанные с первоначальным обязательством.

Новация по государственным краткосрочным бескупонным облигациям и облигациям федеральных займов с постоянным и переменным купонным доходом со сроками погашения до 31 декабря 1999 г. и выпущенным в обращение до Заявления Правительства РФ и Центрального Банка РФ от 17 августа 1998 г. осуществлена путем замены (по согласованию с их владельцами) на новые обязательства по вновь выпускаемым облигациям федеральных займов с фиксированным и постоянным купонным доходом и частичной выплатой денежных средств.

Результатом новации является совокупность обязательств по вновь выпускаемым государственным ценным бумагам и по выплате денежных средств Минфином России.

Сумма новых обязательств определяется путем дисконтирования номинальной стоимости государственных краткосрочных бескупонных облигаций и облигаций федеральных займов с постоянным и переменным купонным доходом со сроками погашения до 31 декабря 1999 г. и выпущенных в обращение до 17 августа 1998 г. исходя из доходности 50% годовых в период с 19 августа 1998 г. до даты погашения, ранее объявленной в условиях выпуска. При этом по облигациям федеральных займов с постоянным и переменным купонным доходом в дисконтируемую величину включаются суммы невыплаченных купонных доходов. По необъявленным купонам ставка принята равной 50% годовых.

В результате новации владельцам государственных краткосрочных бескупонных облигаций и облигаций федеральных займов с постоянным и переменным купонным доходом со сроками погашения до 31 декабря 1999 г. и выпущенных в обращение до 17 августа 1998 г. предоставлены следующие обязательства:

- ✍ облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом по номиналу, равному 70% суммы новых обязательств;
- ✍ облигации федерального займа с постоянным купонным доходом по номиналу, равному 20% суммы новых обязательств;
- ✍ денежные средства в сумме, равной 10% суммы новых обязательств.

Для подтверждения новых обязательств осуществлен выпуск следующих видов государственных ценных бумаг:

- ✍ облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом (ОФЗ–ФД) со сроками обращения 4 и 5 лет. Облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом выпущены 12 равными траншами с начислением процентного дохода начиная с 19 августа 1998 г. Купонный доход по этим облигациям начисляется начиная с 19 августа 1998 г. Размер купонного дохода 30% годовых в первый год после 19 августа 1998 г., 25% — во второй, 20% — в третий, 15% — в четвертый, далее — 10% годовых.
- ✍ облигации федерального займа с постоянным купонным доходом (ОФЗ–ПД) со сроком обращения 3 года. По этим облигациям установлен нулевой купонный доход, и они могут быть использованы на операции по погашению просроченной задолженности по налогам в федеральный бюджет, включая штрафы и пени, образовавшиеся по состоянию на 1 июля 1998 г., а также в целях оплаты участия в уставном капитале кредитных организаций.

Минфин России принял на себя обязательства по выплате денежных средств, рассмотренных выше. Размер этих обязательств в отношении облигаций, срок погашения которых наступил до момента осуществления новации, увеличен в зависимости от периода отсрочки из расчета 30% годовых до момента официального опубликования соответствующих нормативных документов. При этом 2/3 денежных обязательств были оформлены в равных долях государственными краткосрочными бескупонными облигациями со сроками обращения, не превышающими 3 и 6 месяцев, и доходностью 30% годовых.

Владельцам государственных краткосрочных бескупонных облигаций и облигаций федеральных займов с постоянным и переменным купонным доходом со сроками погашения до 31 декабря 1999 г. и выпущенных в обращение до 17 августа 1998 г., которым федеральными органами исполнительной власти устанавливался норматив вложения средств в государственные ценные бумаги, а также другим владельцам, являющимся резидентами РФ, кроме кредитных организаций, профессиональных участников рынка ценных бумаг, органов государственной власти и органов местного самоуправления при осуществлении новации было предоставлено право получить 30% от суммы новых обязательств денежными средствами с соответствующим уменьшением до 50% доли облигаций федерального займа с фиксированным купонным доходом.

Владельцам государственных краткосрочных бескупонных облигаций и облигаций федеральных займов с постоянным и переменным купонным доходом со сроками погашения до 31 декабря 1999 г. и выпущенных в обращение до 17 августа 1998 г.: физическим лицам — резидентам РФ, созданным в соответствии с законодательством РФ, образованиям, не

являющимся юридическими лицами, организациям, являющимся издателями периодических печатных изданий, кроме рекламных изданий, и имеющим соответствующую лицензию, фондам обязательного медицинского страхования и страховым компаниям, имеющим соответствующую лицензию (только в отношении средств обязательного медицинского страхования и средств государственного обязательного личного страхования), фондам по защите прав вкладчиков и акционеров, жилищным кооперативам, гаражно-строительным кооперативам, садово-огородническим и дачным объединениям граждан, кредитным союзам, другим некоммерческим организациям (кроме организаций, которым устанавливался норматив вложения средств в государственные ценные бумаги) при осуществлении новации предоставляется право получения полной суммы погашения в денежной форме в сроки, установленные при выпуске принадлежащих им облигаций. В случае выбора этими владельцами ГКО—ОФЗ со сроками погашения до 31 декабря 1999 г. и выпущенных в обращение до 17 августа 1998 г. права полного погашения в денежной форме по облигациям, срок погашения которых наступил до момента выплаты сумм погашения, санкции за просрочку платежа не применялись.

Рынок государственных ценных бумаг тесно связан с денежно-кредитной политикой и деятельностью Центрального Банка России, который:

- ✱ участвует в операциях с государственными ценными бумагами на открытом рынке с целью управления ликвидностью коммерческих банков, поддержания ликвидности на рынке ценных бумаг и сглаживания резких ценовых колебаний;
- ✱ совместно с Правительством РФ осуществляет выпуск краткосрочных ценных бумаг, используемых в качестве финансовых инструментов регулирования ликвидности;
- ✱ использует ломбардные операции и ломбардные ставки в качестве финансового инструмента кредитной политики государства, механизмов рефинансирования коммерческих банков, их поддержки при краткосрочных проблемах с ликвидностью, обеспечения бесперебойной работы платежной системы.

Государственные ценные бумаги обращаются на так называемом ОРЦБ (организованном рынке ценных бумаг), включающем расчетную, платежную, учетную, депозитарную системы ММВБ и коммерческих банков-дилеров. Рыночные котировки на ОРЦБ устанавливаются его участниками на основе колебаний спроса и предложения. По каждому виду ценных бумаг торговля ведется исходя из котировок, действующих в данный момент времени. Для оценки рыночной стоимости ценных бумаг, обращающихся на ОРЦБ, необходимо иметь информацию о состоянии рынка и факторах, которые могут повлиять на него в будущем. Этот рынок весьма динамичен и подвержен существенным колебаниям в зависимости от политической

и макроэкономической ситуации в стране. Приостановление торговли на рынке ГКО–ОФЗ и дальнейшая реструктуризация выпусков приведут к существенным изменениям доходности новых выпусков.

Одной из задач государства в области рынка ценных бумаг является повышение уровня его информационной прозрачности. Она достигается за счет *информирования* всех заинтересованных лиц о деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и ее результатах путем:

- ✍ создания единой системы показателей для анализа состояния РЦБ;
- ✍ четкого разграничения информации по принципу наличия в ней коммерческой тайны;
- ✍ опубликования фактов деятельности эмитентов, которые могут существенно повлиять на курс их ценных бумаг;
- ✍ поддержки независимых рейтинговых агентств и ведения признанной рейтинговой оценки компаний-эмитентов и ценных бумаг;
- ✍ поддержки специализированных изданий, характеризующих отдельные отрасли экономики как объекты инвестиций;
- ✍ повышения ответственности за предоставление недостоверной информации;
- ✍ раскрытия информации о ценах и объемах операций с ценными бумагами в торговых системах.

Рынок ценных бумаг и его информационная инфраструктура направлены прежде всего на эффективную реализацию инвестиционного процесса. В его функциональной структуре выделяется два уровня: межрегиональный и внутрирегиональный. *Межрегиональный уровень*, объединяющий региональные рыночные структуры, обеспечивает взаимодействие профессиональных участников рынка ценных бумаг. *Внутрирегиональный уровень* затрагивает отношения между клиентом и обслуживающим его профессиональным участником рынка. Этот уровень является базисом для взаимодействия участников РЦБ.

Финансовые компании, занимающиеся операциями с ценными бумагами, обязаны соблюдать требования, устанавливаемые ФКЦБ, Центробанком РФ, Минфином РФ. Это касается прежде всего обязательного *лицензирования* их деятельности. При отсутствии лицензии профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг является незаконной, а финансовая компания подлежит ликвидации.

К **профессиональной деятельности** на рынке ценных бумаг относятся следующие ее виды:

- ✍ брокерская;
- ✍ дилерская;
- ✍ деятельность по доверительному управлению ценными бумагами;
- ✍ депозитарная;
- ✍ деятельность по определению взаимных обязательств (клиринговая);
- ✍ деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг.



Лицензирующими органами выступают ФКЦБ, а также Центробанк РФ, Минфин РФ и другие, уполномоченные ФКЦБ. Им выдана генеральная лицензия на осуществление деятельности по лицензированию.

Важное место в системе регулирования рынка ценных бумаг и контроля за деятельностью профессиональных участников отводится *саморегулируемым организациям*. Членство в таких организациях является необходимым для всех профессиональных участников рынка, осуществляющих виды деятельности, регулирование которых входит в компетенцию соответствующей саморегулируемой организации. К саморегулируемым организациям относится ПАРТАД — профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев, имеющая региональные представительства, с которыми могут контактировать региональные фонды по защите прав вкладчиков и акционеров.

Особую роль в процессе оценки стоимости ценных бумаг играет определение их доходности. *Доходность* ценных бумаг — относительная величина. Это означает, что полученный процент или дивиденд сопоставляется с так называемым *гарантированным*, или *альтернативным доходом*. В качестве гарантированного процента может приниматься ставка рефинансирования ЦБ РФ, процент, выплачиваемый банком по вкладам, а также процент, получаемый по государственным облигациям. Долгосрочные финансовые вложения следует соизмерять с уровнем инфляции, который существенно влияет на доходность ценных бумаг.

*Доходность акции* определяется показателем, получившим название *курс акции*, по следующей формуле:

$$K_a = \frac{D}{F} \times 100,$$

где  $K_a$  — курс акции;  $D$  — размер дивиденда;  $F$  — средняя учетная ставка.

*Доходность облигации* определяется иначе, чем доходность акций. Доход получает инвестор по двум основаниям: в виде разницы между ценой погашения и ценой покупки, либо в виде процентов по объявленной ставке.

*Курс облигаций без выплаты процентов* определяется по формуле:

$$K_o = \frac{P}{N} \times 100,$$

где  $P$  — цена облигации;  $N$  — ее номинальная стоимость.

*Облигации с выплатой процентов* в конце срока приносят доход, исчисляемый в виде годовой ставки по формуле сложных процентов. Величина уровня доходности (ставка процента) рассчитывается по формуле:

$$Q = \frac{1+p}{\sqrt[n]{K:100}} - 1,$$

где  $K$  — курс, по которому куплена облигация;  $p$  — купонная доходность облигации, т. е. предусмотренная при выпуске ставка начисления процентов;  $n$  — срок обращения облигации.

Облигации, погашаемые в конце срока, имеют доходность:

$$R = \frac{N \times p}{P}.$$

*Текущая доходность* прямо пропорциональна купонной доходности и обратно пропорциональна курсу облигации.

*Доходность операций по учету векселей ( $W$ )* может быть определена по формуле:

$$W = \sqrt[n]{\frac{1}{(1-nk)(1-s)}} - 1,$$

где  $n$  — период, для которого исчисляется доходность;  $k$  — продолжительность учета долгового векселя;  $s$  — доля комиссионных, удержанных с векселедержателя.

*Доходность операций по купле-продаже ( $C$ )* векселя может быть рассчитана по следующей формуле:

$$C = (O_n - O_f) \cdot T \sqrt{\frac{T - O_f P_f}{T - O_n P_n}} - 1,$$

где  $T$  — временная база, равная 365 или 360 дням;  $O_n$  — период времени от даты покупки векселя до даты его погашения векселедержателем;  $O_f$  — период времени от даты последующей продажи векселя до даты его погашения;  $P_n$  — процентная ставка покупки векселя;  $P_f$  — процентная ставка его продажи.

К финансовым вложениям относятся вложения в депозитные сертификаты банков. Многие коммерческие банки начисляют проценты по депозитным сертификатам ежемесячно, поквартально или по полугодиям, что повышает эффективность процентной ставки. *Реальная доходность вложений в депозитные сертификаты ( $G$ )* определяется по формуле:

$$G = (1 + d:n)^n - 1,$$

где  $d$  — номинальная процентная ставка по депозитному сертификату;  $n$  — число начислений процентов в течение года.

Депозитные сертификаты коммерческих банков являются высоколиквидными финансовыми вложениями. *Доходность их покупки и продажи в виде годовой ставки ( $H$ )* получаемых процентов рассчитывается по формуле:

$$H = (O_n - O_f) \sqrt[T]{C_f - C_n} - 1,$$

где  $C_n$  и  $C_f$  соответственно цена покупки и продажи депозитных сертификатов.

После того как определена доходность по каждой операции, связанной с финансовыми вложениями, можно рассчитать общую величину доходов за конкретный период, уменьшив ее на сумму инвестиционных расходов. Инвестиционный доход  $Z$  может быть рассчитан по формуле:

$$Z = \sum_{k=1}^n \frac{P_k}{(1+p)^{k+m}} - \sum_{t=1}^m \frac{E_t}{(1+p)^t},$$

где  $P_k$  — поступления за период  $k$ ;  $E_t$  — расходы, связанные с финансовыми вложениями за период  $t$ ;  $p$  — процентная ставка по финансовым вложениям;  $k = 1, \dots, n$  — продолжительность инвестиционного цикла;  $t = 1, \dots, m$  — продолжительность окупаемости инвестиционных вложений.

Результат финансовых вложений может быть положительным и отрицательным. Расчеты по приведенной выше формуле позволяют выявить конечный финансовый результат по оценке стоимости портфеля ценных бумаг, принадлежащих данной финансовой компании.

При ликвидации компании возникает необходимость возврата владельцам ценных бумаг денежных средств и другого имущества, полученных эмитентом в счет оплаты ценных бумаг, выпуск которых признан несостоявшимся или недействительным.

Если выпуск ценных бумаг признан несостоявшимся или недействительным, эмитент обязан обеспечить их изъятие из обращения и возврат владельцам ценных бумаг средств инвестирования. Возврат средств инвестирования осуществляется в размере фактически оплаченных ценных бумаг, полученных эмитентом при их размещении.

Рассмотрим *процедуру изъятия ценных бумаг из обращения и возврата их владельцам средств инвестирования*. Она состоит из следующих этапов:

- эмитент создает комиссию по организации изъятия ценных бумаг из обращения и возврата их владельцам средств инвестирования;
- определяется общее количество ценных бумаг, подлежащих изъятию из обращения, и размер средств инвестирования, которые должны быть возвращены владельцам ценных бумаг;
- определяется количество ценных бумаг, подлежащих изъятию из обращения у каждого владельца ценных бумаг, и размера средств инвестирования, которые должны быть возвращены каждому владельцу ценных бумаг;
- раскрывается информация о порядке изъятия ценных бумаг из обращения и возврата средств инвестирования владельцам ценных бумаг;

- ⇒ ценные бумаги и их сертификаты изымаются из обращения в случае документальной формы их выпуска;
- ⇒ средства инвестирования возвращаются владельцам ценных бумаг.

Эмитент обязан вернуть средства инвестирования владельцам ценных бумаг после осуществления их аннулирования.

Остановимся на рассмотрении *порядка организации изъятия ценных бумаг из обращения и возврата средств инвестирования.*

Эмитент в течение пяти дней с даты получения письменного уведомления об аннулировании государственной регистрации выпуска ценных бумаг создает комиссию по организации изъятия бумаг из обращения и возврату средств инвестирования их владельцам. Комиссия решает следующие вопросы: обеспечивает изъятие ценных бумаг из обращения; уведомляет их владельцев о порядке возврата средств инвестирования; принимает и учитывает сертификаты ценных бумаг в случае осуществления эмитентом самостоятельного ведения реестра владельцев именных ценных бумаг; организует возврат средств инвестирования владельцам ценных бумаг; определяет размер средств, возвращаемых каждому владельцу ценных бумаг; составляет ведомость по такому возвращению.

Комиссия в течение 45 дней с даты получения письменного уведомления об аннулировании государственной регистрации выпуска ценных бумаг составляет ведомость возвращаемых их владельцам средств инвестирования на основании списка таких владельцев. Ведомость утверждается советом директоров акционерного общества и заверяется печатью эмитента.

Комиссия в течение 10 дней с момента ее создания направляет номинальным держателям ценных бумаг уведомление о необходимости предоставления информации о владельцах ценных бумаг, которые подлежат изъятию из обращения. В течение 5 дней с даты получения уведомления номинальные держатели обязаны предоставить эмитенту следующую информацию о владельцах ценных бумаг: фамилия, имя, отчество владельца ценных бумаг, его почтовый адрес или место жительства; количество ценных бумаг, принадлежащих каждому владельцу, с указанием категории, типа, серии, даты государственной регистрации и государственного регистрационного номера выпуска.

Рассмотрим *порядок определения размера средств инвестирования, подлежащих возврату.*

Средства инвестирования возвращаются в денежной форме. Денежные средства, уплаченные при приобретении ценных бумаг в виде иностранной валюты, подлежат возврату в рублевом эквиваленте по курсу Центрального Банка РФ на дату возврата. Возврат средств инвестирования осуществляется в размере оплаты или части оплаты таких ценных бумаг в соответствии с данными бухгалтерского учета и данными реестра владельцев ценных бумаг и депозитарного учета.

При недостаточности денежных средств эмитент обязан реализовать принадлежащее ему имущество или предпринять другие меры, направленные на своевременный возврат средств инвестирования.

Комиссия в течение 2 месяцев с даты получения письменного уведомления об аннулировании государственной регистрации выпуска ценных бумаг осуществляет уведомление владельцев ценных бумаг и номинальных держателей. В уведомлении содержатся следующие сведения: полное фирменное наименование эмитента ценных бумаг; наименование регистрирующего органа, принявшего решение о признании выпуска ценных бумаг несостоявшимся; наименование суда, дата принятия судебного акта о признании выпуска ценных бумаг недействительным, дата вступления данного акта в законную силу; полное фирменное наименование регистратора, его почтовый адрес; вид, категория, тип, серия, форма ценных бумаг, государственный регистрационный номер их выпуска и дата государственной регистрации, наименование регистрирующего органа, осуществившего государственную регистрацию выпуска ценных бумаг, признанного несостоявшимся или недействительным; дата аннулирования государственной регистрации выпуска ценных бумаг; фамилия, имя, отчество владельца ценных бумаг; место его жительства; категория владельца ценных бумаг; количество ценных бумаг, которое подлежит изъятию у владельца, с указанием вида, категории, типа, серии; размер средств инвестирования, которые подлежат возврату владельцу ценных бумаг; порядок и сроки изъятия ценных бумаг из обращения, возврата средств инвестирования и др.

Комиссия публикует сообщение о порядке изъятия из обращения ценных бумаг и возврата средств инвестирования.

Изъятие ценных бумаг из обращения осуществляется в течение 4 месяцев с даты получения письменного уведомления об аннулировании государственной регистрации выпуска ценных бумаг. Ценная бумага считается изътой из обращения в момент ее аннулирования.

ФКЦБ и владельцы ценных бумаг вправе обратиться в суд с требованием о взыскании с эмитента средств инвестирования. Убытки, связанные с возвратом средств инвестирования владельцам ценных бумаг, возмещаются эмитентом.

В целях защиты прав владельцев ценных бумаг ФКЦБ направляет материалы проверок по фактам нарушения законодательства, допущенным эмитентом при осуществлении возврата средств инвестирования, в правоохранительные органы при наличии в действиях должностных лиц эмитента признаков состава преступления.

При ликвидации финансовых компаний возникает вопрос о прекращении исполнения функций номинального держателя ценных бумаг. Лица, исполняющие функции номинального держателя без лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, обязаны: прекратить исполнение

функций номинального держателя, кроме передачи ценных бумаг, номинальными держателями которых они являются, на лицевые счета в системе ведения реестра или счета депо в депозитариях; до 1 января 1999 г. сообщить своим клиентам о необходимости до 1 февраля 1999 г. перевести ценные бумаги на лицевые счета в системе ведения реестра или на счета депо в депозитариях и предоставить возможность клиентам осуществить такой перевод; начиная с 1 февраля 1999 г. прекратить все операции с ценными бумагами, номинальными держателями которых они являются, составить и передать списки клиентов по состоянию на 1 февраля 1999 г.

Держатели реестра и номинальные держатели обязаны: прекратить совершение операций по счетам номинальных держателей, не имеющих лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, кроме передачи ценных бумаг на лицевые счета в системе ведения реестра или на счета депо в депозитариях, а с 1 февраля 1999 г. прекратить совершение всех операций по счетам этих номинальных держателей. Перевод ценных бумаг на лицевые счета номинальных держателей в системе ведения реестра осуществляется только при условии наличия у номинальных держателей лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, предоставляющей право на осуществление таких функций; до 1 марта 1999 г. представить в ФКЦБ список лиц, осуществляющих на 1 февраля 1999 г. функции номинального держателя без лицензий.

В настоящее время функции номинального держателя осуществляются в соответствии с требованиями, установленными саморегулируемой организацией, предусматривающей членство профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих депозитарную деятельность и деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг.

Исполнение функций номинального держателя прекращается по следующим основаниям: принятие решения о ликвидации организации; прекращение действия лицензии организации в связи с истечением установленного срока ее действия; аннулирование лицензии у организации.

Организация обязана: со дня принятия решения о ее ликвидации прекратить открытие счетов депо и принятие в номинальное держание ценных бумаг; в течение 3 дней со дня принятия решения о ее ликвидации уведомить своих клиентов о ликвидации организации и предложить им в течение 30 дней со дня принятия данного решения перевести ценные бумаги на лицевые счета в реестре, в том числе на лицевые счета номинальных держателей, имеющих лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг.

Со дня прекращения действия лицензии организация прекращает открытие счетов депо и принятие в номинальное держание ценных бумаг; в течение 3 дней со дня прекращения действия лицензии уведомляет своих клиентов об этом. Она обязана предложить клиентам в течение 30 дней со

дня прекращения действия лицензии перевести ценные бумаги на лицевые счета в реестре, в том числе на лицевые счета номинальных держателей, имеющих лицензии, или на счета депо в депозитариях.

При аннулировании лицензии организация обязана: со дня получения уведомления ФКЦБ об аннулировании лицензии прекратить открытие счетов депо и принятие в номинальное держание ценных бумаг; в течение 3 дней со дня получения уведомления сообщить своим клиентам о таком аннулировании и предложить им до указанного в уведомлении момента прекращения действия лицензии перевести ценные бумаги на лицевые счета в реестре, в том числе на лицевые счета номинальных держателей, имеющих лицензии, или на счета депо в депозитариях. Организация обязана в соответствии с заключенными договорами предоставить возможность своим клиентам осуществить перевод принадлежащих им ценных бумаг.

Задолженность клиента по оплате услуг организации не является основанием для неисполнения обязанностей номинального держателя. По истечении срока перевода ценных бумаг организация прекращает совершение всех операций с ценными бумагами, номинальным держателем которых она является.

Держатели реестра и номинальные держатели прекращают совершение операций по счетам организаций, кроме передачи ценных бумаг на лицевые счета в реестре или на счета депо в депозитариях, а по истечении срока перевода ценных бумаг прекращают совершение всех операций по счетам этих организаций.

Организация, имеющая счет депо или другой регистр учета, на котором учитываются ценные бумаги ее клиентов у номинального держателя, обязана предоставить данному номинальному держателю списки клиентов, номинальным держателем ценных бумаг которых она является, на день, следующий за днем истечения срока перевода ценных бумаг, в течение 20 дней со дня истечения срока перевода ценных бумаг. При этом по каждому клиенту организации, исполняющему функции номинального держателя и обязанному прекратить их исполнение, представляется список его клиентов. Номинальный держатель в течение 10 дней со дня получения списков клиентов сверяет содержащиеся в них сведения со значениями остатков соответствующих ценных бумаг на счете депо или в другом регистре учета, на котором учитываются ценные бумаги его клиентов, и представляет данные списки держателям реестра владельцев этих ценных бумаг или, если эти ценные бумаги учитывались на счете депо или в другом регистре учета ценных бумаг у номинального держателя, данному номинальному держателю.

Организации, имеющие лицевой счет номинального держателя, на котором учитываются ценные бумаги их клиентов, обязаны предоставить держателю реестра списки клиентов в течение 30 дней со дня истечения срока

перевода ценных бумаг. При этом по каждому клиенту организации, исполняющему функции номинального держателя и обязанному прекратить их исполнение, представляется список его клиентов. Списки клиентов составляются по каждому выпуску ценных бумаг.

В течение 3 дней после направления списков клиентов организация отправляет каждому клиенту заказным письмом уведомление и документ, отражающий количество его ценных бумаг на конец дня окончания срока перевода ценных бумаг. Держатель реестра в течение 10 дней с момента получения списков клиентов при соответствии остатков ценных бумаг на лицевом счете номинального держателя организации, составившей списки клиентов, либо лицевого счета номинального держателя лица, представившего списки клиентов, открывает всем лицам, указанным в списках клиентов, лицевые счета и зачисляет на них ценные бумаги. При этом с указанных лицевых счетов номинальных держателей списываются соответствующие ценные бумаги, о чем в течение 3 дней держатель реестра направляет уведомление соответствующему номинальному держателю.

Держатель реестра осуществляет блокирование ценных бумаг на лицевых счетах до представления их владельцами документов, необходимых для открытия лицевых счетов, и внесения ими платы за открытие лицевых счетов и зачисление на них ценных бумаг. После получения от держателя реестра уведомления организация прекращает исполнение функций номинального держателя по выпускам ценных бумаг, указанным в уведомлении. Все документы, связанные с исполнением функций номинального держателя, хранятся организацией не менее 3 лет с момента получения уведомления.

При наличии в представленном списке клиентов нарушений, выявленных в результате сверки, держатель реестра в течение 5 дней с даты окончания сверки направляет организации мотивированный отказ в зачислении указанных в списках клиентов ценных бумаг на лицевые счета владельцев ценных бумаг. Держатель реестра и организация совместно в течение 15 дней со дня представления держателем реестра отказа обязаны устранить выявленные нарушения.

Рассмотрим *порядок приостановления действия и аннулирования лицензий на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг*.

Приостановление действия или аннулирование лицензий осуществляется ФКЦБ и соответствующими лицензирующими органами. Эти органы имеют право приостанавливать действие или аннулировать лицензии профессиональных участников, которым они ранее выдали лицензии. ФКЦБ, лицензирующие органы принимают решение о приостановлении действия лицензии при наличии одного из следующих оснований:



- несоблюдения профессиональным участником установленных ФКЦБ требований к размеру собственного капитала;
- осуществления профессиональным участником видов деятельности, совмещение которых не предусмотрено нормативными правовыми актами ФКЦБ;
- проведения профессиональным участником недобросовестной рекламы;
- противодействия проведению ФКЦБ или лицензирующим органом проверки деятельности профессионального участника;
- несвоевременного исполнения предписаний ФКЦБ или лицензирующего органа;
- непредставления отчетности и информации, или нарушения установленных сроков, порядка и формы представления отчетности и информации;
- наличия в отчетности или документах, представленных в ФКЦБ или лицензирующий орган, недостоверной информации;
- приостановления деятельности на рынке ценных бумаг из-за наложения ареста на имущество организации, являющейся профессиональным участником. Решение о приостановлении действия лицензии принимается на время расследования, проводимого следственными органами;
- непредставления в установленный срок заявления о переоформлении лицензии в случае неосуществления профессиональным участником в течение 6 месяцев хотя бы одного вида профессиональной деятельности, указанного в лицензии;
- других нарушений законодательства и нормативных правовых актов ФКЦБ;
- заявления профессионального участника о приостановлении действия выданной ему лицензии.

ФКЦБ, лицензирующие органы вправе принять решение об аннулировании лицензии при наличии одного из следующих оснований:

- ✍ признания арбитражным судом профессионального участника неплатежеспособным или объявления профессиональным участником о своей несостоятельности;
- ✍ неосуществления профессиональным участником всех видов профессиональной деятельности, указанных в лицензии, в течение 6 месяцев;
- ✍ неоднократного или грубого нарушения требований законодательства о ценных бумагах и нормативных правовых актов ФКЦБ (совершение организацией двух и более нарушений в течение последних двух лет);
- ✍ неисполнения предписаний ФКЦБ или лицензирующего органа;
- ✍ признания в судебном порядке факта манипулирования ценами на рынке ценных бумаг;
- ✍ заявления профессионального участника об аннулировании выданной ему лицензии.

При рассмотрении вопроса о приостановлении действия или аннулировании лицензии ФКЦБ и лицензирующий орган в случае необходимости осуществляют проверку деятельности профессионального участника. Для защиты прав владельцев ценных бумаг и клиентов профессиональных участников ФКЦБ и лицензирующий орган вправе *до* проведения проверки или *во время* ее проведения принять решение о приостановлении действия лицензии.

Не позднее дня, следующего после принятия решения о приостановлении действия или аннулировании лицензии, ФКЦБ или лицензирующий орган доводят до сведения профессионального участника принятое решение и в течение 3 дней направляют профессиональному участнику копию документально оформленного решения. ФКЦБ и лицензирующие органы вправе направить обязательное для исполнения предписание профессиональному участнику.

Приостановление действия лицензии влечет запрет на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг до принятия ФКЦБ или лицензирующим органом решения о возобновлении действия лицензии. Профессиональный участник, действие лицензии которого приостановлено, обязан приостановить осуществление указанных в лицензии видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

В целях защиты прав владельцев ценных бумаг и клиентов профессиональный участник, лицензия которого приостановлена, обязан по их требованию осуществлять действия, связанные с возвратом полученных денежных средств и ценных бумаг, с погашением ценных бумаг.

ФКЦБ и лицензирующий орган осуществляют контроль за исполнением решения о приостановлении действия лицензии.

В целях обеспечения мер по защите прав участников рынка ценных бумаг ФКЦБ может поручить осуществление контроля за исполнением решения саморегулируемой организации, членом которой является профессиональный участник.

ФКЦБ и лицензирующий орган проверяют исполнение профессиональным участником предписанных мер, направленных на устранение допущенных нарушений.

В отношении профессионального участника, действие лицензии которого приостановлено, ФКЦБ или лицензирующий орган вправе принять решение или о ее возобновлении, либо об аннулировании лицензии.

В случае, если профессиональному участнику, действие лицензии которого приостановлено, ФКЦБ или лицензирующим органом было направлено предписание, решение о возобновлении действия лицензии может быть принято только после получения письменного отчета профессионального участника, представленного в соответствии с предписанием.

Аннулирование лицензии означает запрет на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Юридическое или физическое лицо, лицензия которого аннулирована, обязано:

- ✍ прекратить осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- ✍ вернуть подлинный экземпляр лицензии органу, выдавшему ее;
- ✍ осуществлять по требованию владельца ценных бумаг, клиента действия по возврату полученных денежных средств и ценных бумаг или связанные с погашением ценных бумаг.

Юридическое или физическое лицо, лицензия которого аннулирована, вправе подать заявление на получение лицензии в зависимости от причин аннулирования не ранее чем через два или три года после аннулирования лицензии.

ФКЦБ после принятия решения о приостановлении, возобновлении действия, аннулировании лицензии или получения копии документально оформленного решения лицензирующего органа вносит запись в единый реестр выданных, приостановленных и аннулированных лицензий профессиональных участников.

## **6.4. ОЦЕНКА И ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ В УСЛОВИЯХ БАНКРОТСТВА**

В процессах, связанных с банкротствами и реорганизацией, обязательными участниками являются специалисты по оценке недвижимости. Однако, заинтересованные стороны очень часто не используют полностью их опыт и знания по оценке недвижимости. Должники, кредиторы и консультанты нередко недоучитывают важность аналитического арсенала и практического багажа профессиональных оценщиков, в частности в ситуациях, связанных с банкротствами и реорганизацией. Эта недооценка обусловлена двумя причинами: во-первых, участники процесса реорганизации неясно представляют себе, как сформулировать задачу для специалиста, проводящего оценку, и как интерпретировать результат оценки; во-вторых, они не представляют себе всей широты экспертизы, связанной с консультированием по вопросам оценки, политикой ценообразования в контексте различных типов сделок и структурирования.

Считаем полезным рассмотреть здесь некоторые традиционные и нетрадиционные способы, которые могут быть использованы оценщиками при оказании содействия заинтересованным сторонам в процессе реорганизации. Внимание будет сосредоточено на некоторых специфичных факторах, которые должны учитываться при применении традиционных подходов к оценке собственности или недвижимости фирмы, оказавшейся в состоянии банкротства.

### *Традиционные услуги по оценке недвижимости*

Оценка активов, недвижимости и отдельных сторон деятельности предприятия в случаях банкротств является стандартной процедурой. На результаты проведенных оценок полагаются в таких вопросах, как:

- финансирование должника-владельца;
- реструктурирование;
- реорганизационное финансирование;
- реорганизации, предпринимаемые в результате договоренности, без передачи дела в суд по банкротствам;
- благоприятные изменения конъюнктуры.

К различным типам традиционных услуг по оценке относятся:

- ① *определение стоимости или ценности (valuation)*. Выявляется текущая рыночная цена четко определенных прав собственности, реализованных во владении конкретным объектом. Эта процедура предполагает учет соответствующего вторичного рынка и оправданные допущения относительно покупателей и продавцов конкретного объекта. Проводится она со ссылкой на фактические данные по сделкам с аналогичной собственностью, имевшим место в аналогичных обстоятельствах;
- ② *оценка стоимости (cost estimate)*. Предполагается денежная сумма, которая потребуется на определенную дату, чтобы создать, заменить, восстановить или воссоздать объект оценки. Оценка стоимости осуществляется безотносительно владельца данного объекта. Она проводится обычно со ссылкой на анализ полезности, функциональности, предназначения и применения объекта;
- ③ *прогноз доходности (earning forecast)*. Предполагаются возможные денежные поступления, проистекающие из владения данным объектом.

Прогноз о поступлениях проецирует в будущее один или несколько параметров, по которым определяются экономические преимущества, проистекающие из владения объектом. Помимо подобной экстраполяции в будущее, прогноз о поступлениях включает обычно и анализ риска (или степень неопределенности) экстраполированных экономических преимуществ.

*Оценка* — это зафиксированный результат рассмотренных выше процедур (valuation, cost estimation, earning forecast). Обычно она строится на синтезировании выводов двух или более упомянутых процедур.

*Категории собственности*. В ситуации банкротства общепринятая ошибка заключается в том, что думают об оценке исключительно земли и недвижимости. Однако оценщики-профессионалы подразделяют весь мир собственности на две категории при двух разновидностях в каждой из них: (1) недвижимая и движимая собственность и (2) материальная и нематериальная собственность. Соответственно, каждый объект владения или аспект деятельности предприятия подпадают под одну из четырех разновидностей,

образуемых пересечением двух упомянутых категорий: материальная недвижимость; нематериальная недвижимость; нематериальная движимая собственность, материальная движимая собственность.

Материальная недвижимая собственность именуется “real estate” — недвижимость. В основополагающей работе “Оценка недвижимой собственности” предлагается следующее определение: “Недвижимость включает в себя реальную территорию и находящиеся на ней постоянно строения”. Таким образом, недвижимая собственность, по определению, материальна и недвижима, как, например, земля, здания на ней, дороги и инфраструктура (коммуникации).

Нематериальная недвижимая собственность включает в себя выгоды, преимущества и привилегии, внутренне и неразрывно связанные с владением и/или пользованием материальной недвижимостью. Нематериальная недвижимость представляет собой составную часть всей совокупности прав, проистекающих из владения недвижимостью. Ее примерами могут служить арендное право, сервитут (например, право пользования дорогами), право на воздушное и водное пространство.

Материальная движимая собственность включает в себя все материальные объекты владения, не являющиеся неотъемлемой или навечно фиксированной принадлежностью реальной недвижимости. Так, в материальную индивидуальную собственность входят вся транспортируемая и допускающая перемещение собственность. Таким образом, индивидуальная собственность включает все юридически закрепленные права владения, не входящие в права владения недвижимостью. Примерами материальной движимой собственности могут служить оборудование и оснащение, произведения искусства, книги, коммерческие товарные запасы, драгоценности, яхты, автомобили.

Нематериальная движимая собственность включает в себя выгоды, преимущества и привилегии, проистекающие из владения и/или использования материальной индивидуальной собственности. Аренда или какие-либо иные виды передачи прав пользования материальной индивидуальной собственностью именуется “движимое имущество”. Нематериальная индивидуальная собственность представляет составную часть всей совокупности прав, проистекающих из материальной индивидуальной собственности. Примерами нематериальной индивидуальной собственности могут служить льготные соглашения, фирменный знак, фирменные названия, контракты и договоры об управлении, укомплектованный квалифицированный штат.

В ситуациях банкротства важно должным образом классифицировать все объекты, подлежащие оценке, в соответствующие классы по целому ряду причин, каждая из которых отразится на стоимости имущества:

1. Различные категории имущества подлежат различному налогообложению на недвижимость от объявленной стоимости имущества.

2. Различные категории имущества подлежат различному подоходному налогообложению и требуют применения разных принципов финансовой отчетности;
3. Различные категории имущества могут быть предметом конкретных долговых обязательств с точки зрения их использования как залогового или страхового покрытия.
4. Различные категории активов могут по-разному защищаться страховыми гарантиями.
5. Различные категории активов могут быть предметом разнообразных ограничений в отношении продажи, передачи, уступки или ликвидации.
6. Различные категории имущества имеют выход на разные вторичные рынки и должны оцениваться с учетом особенностей и конъюнктуры каждого из них.

Соответственно, в процедуре традиционной оценки, связанной с банкротством, специалист по оценке сначала проведет категоризацию объекта оценки по линии: недвижимость — индивидуальная стоимость, а затем по линии материальности — нематериальности. На втором этапе оценщик осуществит определение стоимости (valuation), оценку стоимости и/или прогноз доходности. Основываясь на результатах двух или более из этих процедур, он определит, какова уточненная стоимость данного объекта на данный день. Этот результат и является оценкой объекта.

### *Нетрадиционные услуги по оценке*

В дополнение к перечисленным традиционным услугам по оценке недвижимости профессионалы-оценщики могут использовать и нетрадиционные для анализа по широкому кругу вопросов, связанных с неплатежеспособностью и проблемными долгами. Их навыки и опыт могут быть востребованы владельцами недвижимости, инвесторами и прочими заинтересованными сторонами в таких областях, как:

- ✍ определение стратегии реструктурирования с целью восстановления стоимости имущества;
- ✍ выработка планов постепенного восстановления имущественных прав на собственность;
- ✍ оценка экономического обоснования таких планов;
- ✍ выявление возможностей по выделению активов и отдельных производств в самостоятельные предприятия;
- ✍ оценка таких возможностей;
- ✍ оценка планов адекватной защиты имущества;
- ✍ оценка заявок на куплю-продажу;
- ✍ анализ мошеннических актов по передаче прав собственности;
- ✍ анализ реорганизации, рекапитализации, реструктурирования.

Профессионалы-оценщики могут оказывать помощь владельцам недвижимости как до, так и после получения последними реорганизацион-

ного статуса. Они могут удовлетворить информационные, аналитические и оценочные потребности владельцев-должников, кредиторов, предоставивших как покрытые страховкой, так и не покрытые страховкой кредиты, и даже судов, рассматривающих дела о банкротстве. Анализ, осуществляемый специалистами по оценке, имеет целью выявить (и максимизировать) все элементы, составляющие стоимость недвижимости (как материальной, так и нематериальной) на пользу всех заинтересованных сторон реорганизации.

Подобная разновидность услуг по оценке недвижимости часто именуется «evaluation» в специальной литературе по оценке (в отличие от «valuation»). При «valuation» и при «evaluation» процедурах заключения делаются, исходя из анализа соответствующих данных в полном соответствии с профессиональной практикой и ее нормами.

### *Процедура оценки в ситуации банкротства*

Вполне естественно, что большинство процедур оценки недвижимости остаются неизменными вне зависимости от того, оказалась ли собственность (или владелец собственности), вовлеченной в процесс по банкротству.

*Категоризация имущества.* Первым шагом в оценке, связанной в частности с банкротством, является точная и исчерпывающая категоризация всего имущества, материальных-нематериальных активов.

Эта процедура существенна для всех оценок недвижимости в ситуациях, связанных с банкротством. Хотя все четыре категории имущества могут быть включены в предмет оценки, разные его категории могут поступить при распродаже на свойственный только им вторичный рынок. Совокупность имущественных материальных активов и совокупность нематериальных прав на владение в актах купли-продажи, не связанных с банкротством, как правило, реализуются в единстве. Однако, в условиях банкротства они могут стать объектами самостоятельных и независимых актов купли-продажи. Отдельные сделки могут выступать составными частями общего плана реорганизации, или же частями общей стратегии, направленной на максимизацию стоимости распродаваемого имущества.

Подобная стратегия может быть общей и для владельца собственности, и для других заинтересованных сторон.

*Определение терминов “стоимость” и “предпосылки стоимости”.* Вторым шагом процедуры оценки в ситуации банкротства является уточнение понятий стоимости и предпосылок стоимости в соответствии с предназначением оценки. Вполне очевидно, что определения “стоимость” и “предпосылки стоимости” должны фигурировать в каждом оценочном акте. Однако, в оценках, связанных с банкротством, могут быть использованы несколько довольно распространенных и широко используемых описаний при одних и тех же определениях стоимости и предпосылок

стоимости. При этом различные описания могут иметь весьма ощутимое воздействие как на заключение, сделанное специалистом по оценке, так и на полезность данной оценки применительно к заинтересованным сторонам.

*Стоимость.* Очень многие полагают, что они достаточно хорошо понимают, что такое “рыночная стоимость”. Это понятие широко используется в каждом оценочном акте, направленном на определение “рыночной цены”. Однако в ситуациях, связанных с банкротством, на окончательном заключении могут существенно сказаться некоторые нюансы и неопределенности в данном понятии:

- ⇒ стоимость, переведенная исключительно в термины наличности, или стоимость с точки зрения некоторого финансового неналичного эквивалента;
- ⇒ стоимость четко оговоренных прав собственности или прав на получение доходов;
- ⇒ стоимость как наиболее вероятная цена или стоимость как максимальная возможная цена;
- ⇒ стоимость в условиях сбалансированного рынка или стоимость в условиях рыночной депрессии.

Рассмотрим каждое из этих различий.

- ① Обычно рыночная цена определяется и выражается в терминах наличности. Однако часто имущество, связанное с банкротством, или собственность, оказавшаяся под угрозой, продаются под условия финансирования. Несомненно, условия финансирования, неравноценные наличности, влияют на стоимость собственности. Однако, если таковые условия являются нормой в случаях имущества, оказавшегося под угрозой, или при банкротстве, то естественно включать влияние этих условий в определение рыночной стоимости. В этих случаях условия финансирования отражают нормальную деятельность рынка с подобным имуществом, т.е. рыночную стоимость.
- ② В теории рыночная стоимость недвижимости определяется оценкой некоторых оговоренных прав в связи с материальным имуществом, а не оценкой самой материальной недвижимости. В норме эти права, входящие в рыночную стоимость, предоставляют право на получение доходов.

Однако, это могут быть права, отличающиеся от той совокупности прав, которые “привязаны” к собственности в условиях банкротства. В таких случаях оговоренные права, которые подлежат переводу вместе с данным имуществом, это “как бы арендованное” имущество или “заложенное”, или какое-либо аналогичное участие в рассматриваемой недвижимости. В таком случае в рыночную стоимость должны входить именно эти оговоренные права.



- ③ Рыночная стоимость при оценке недвижимости, как правило, предполагает деятельность достаточного числа потенциальных покупателей и потенциальных продавцов при наличии достаточного товара для удовлетворения спроса и предложения. При этих условиях возможно выведение средней цены или каких-либо математических ожиданий относительно наиболее вероятной цены сделки. В условиях банкротства, однако, пользователи оценки вовсе не озабочены наиболее вероятной ценой, по которой может быть продана собственность. Скорее, и владельцы собственности, и инвесторы, и другие заинтересованные стороны озабочены наивысшей ценой, по которой она может быть продана, при наличии определенной совокупности условий. Максимальная цена и является в таком случае рыночной ценой данного имущества, поскольку продавец будет стремиться к максимальной цене и отстаивать ее.
- ④ В концептуальном плане рыночная стоимость недвижимости — это та цена, по которой она будет продана, если спрос и предложение сбалансированы, т.е. предполагается равновесие рынка. Однако рынок собственности, связанной с банкротством или затруднительными обстоятельствами, далеко не всегда находится в состоянии равновесия. Чаще всего наблюдается ситуация, когда предложение превышает спрос. Этот дисбаланс в сторону предложения непосредственно влияет на ожидаемую стоимость имущества, которое предлагается в таких условиях. И владельцы недвижимости, и инвесторы, и прочие заинтересованные лица озабочены реально прежде всего той ценой, которая будет предлагаться на конкретном рынке, в конкретный момент и в конкретных условиях, а не только на рынке в равновесии. В таком случае именно эта цена и представляет рыночную стоимость собственности.

*Предпосылки стоимости.* Описание предпосылок стоимости в равной мере должно быть специально оговорено и приемлемо для оценки в условиях банкротства. Понятно, что определение стоимости, исходя из предпосылки действующего предприятия, будет бессмысленным, если недвижимость реально бездействует и находится во владении фирмы, не являющейся в данный момент действующим предприятием. В ситуации банкротства владельцы недвижимости, инвесторы и прочие заинтересованные стороны проявляют внимание к той предпосылке стоимости, которая наиболее точно отражает использование данной собственности.

#### *Подходы к оценке в условиях банкротства*

При любых обстоятельствах отправными точками в оценке недвижимости являются три традиционных подхода к стоимости. Однако в условиях банкротства имеется ряд специфических факторов, которые должны быть приняты во внимание оценщиком в отношении применимости стоимостного подхода, рыночного подхода, и подхода “от прибыльности”.

*Стоимостный подход.* Стоимостный подход имплицитно предполагает, что покупатель, принявший такое решение, может получить значительную прибыль, вкладывая средства в приобретение (это справедливо и при определении стоимостного капиталовложения через амортизированную восстановительную стоимость или иным аналогичным методом). Но это предположение далеко не всегда справедливо относительно недвижимости в условиях банкротства. В этих условиях оценщик должен особенно тщательно выявить и оценить все устаревшее функционально или экономически (внешне) и непосредственно относящееся к оцениваемому имуществу.

Нередко функциональное старение имущества может оказаться одной из причин банкротства.

Квалифицируя факторы устаревания для их последующего использования в стоимостном подходе, оценщик должен делать различие между теми факторами, которые внутренне присущи недвижимости, или непосредственно связаны с ней, и теми факторами, которые связаны с текущим владением или управлением собственностью. Например, о банкротстве заявила компания, владеющая сетью отелей или розничных торговых точек. Причин этого может быть множество, включая неэкономичное и неэффективное управление. Однако, само по себе имущество прогоревшего бизнеса может оказаться в полном порядке. В случае, если местоположение, использование, проект или особенности имущества не способствовали банкротству, стоимостный подход к оценке имущества не должен отражаться негативно на его стоимости из-за банкротства владельца. Таким образом, оценщики недвижимости должны принимать во внимание причины банкротства, чтобы установить его воздействие на стоимость имущества, если таковое воздействие имеется.

*Рыночный подход.* Рыночный подход предполагает, что имеются покупатель и продавец, имеющие намерения совершить сделку купли-продажи по данной недвижимости. Этот подход строится и на предположении, что все участники рынка имеют неограниченный доступ к существенной информации касательно рассматриваемого имущества. Использование данного подхода основывается также на том, что специалист по оценке может получить соответствующую надежную информацию относительно сделок, заключенных по аналогичному имуществу. Однако это условие не всегда соблюдается в ситуациях, связанных с банкротством.

*Во-первых,* оценщику предстоит рассмотреть возможные типы покупателей рассматриваемого имущества. Анализ вероятных мотивировок покупателей должен помочь ему сфокусироваться на динамике стоимости данного имущества в условиях банкротства.

*Во-вторых,* оценщику предстоит отобрать критерии для выбора и анализа сделок по аналогичной собственности. Эти критерии должны обязательно включать связанный с банкротством статус имущества. Вполне понятно, что наиболее сопоставимым типом имущества будет имущество, вышедшее на рынок точно в такой же ситуации.

*В-третьих*, оценщику предстоит собрать, проверить и “очистить” данные по сопоставимым сделкам по имуществу. Процесс «очистки» может включать соответствующую коррекцию после анализа каждой аналогичной сделки. Эти коррективы могут касаться условий финансирования, распределения покупной цены между недвижимостью и прочими активами, предоставления бесконкурентных соглашений как составной части сделок купли-продажи, предоставления гарантий от третьей стороны, предоставления деловых концессий от третьей стороны или любых иных специфических условий сделки, налагаемых судом по банкротствам или комиссией кредиторов при одобрении аналогичных сделок. Оценщик должен учитывать все частные условия сделок и вносить соответствующие коррективы в сопоставимые данные, выбирая однотипные сделки и устанавливая ориентиры оценки. В описываемую процедуру “очистки данных” он должен вводить и оценку динамики соответствующего рынка. Так, следует установить, уместны ли для данного рынка методы анализа по эквиваленту (термин применяется к тем видам активов, которые быстрее всего превращаются в денежные средства; обычно высоколиквидные ценные бумаги сроком не более 3 месяцев), или же здесь необходимо принимать во внимание специальные условия финансирования.

*Подход с точки зрения доходности (от прибыльности)*. Он предполагает, что поток предсказуемого дохода может быть связан с рассматриваемым имуществом. Этот подход основывается на том, что ставка капитализации может быть квантифицирована и увязана с потоком дохода от данной собственности.

*Определение потока дохода*. Первое затруднение, возникающее на пути оценки в ситуации банкротства, касается квантификации потока дохода от конкретной собственности. Собственность в условиях банкротства владельца может не порождать никакого притока дохода. В этих условиях она может порождать даже отрицательный доход (определяемый почти так же, как и любой другой хозяйственный показатель). Естественно, предстоит оценить, какой именно доход (если таковой вообще имеется) порождается рассматриваемым имуществом. Оценщик должен также установить, какой доход (если таковой ожидается) будет получать типичный покупатель этого имущества. Последняя оценка предназначена служить фильтром, позволяющим отделить средневзвешенные дополнительные затраты (а соответственной снижение стоимости), связанные с самим рассмотрением банкротства (судебные, бухгалтерские, административные и прочие издержки).

Естественно, что оценщик должен проанализировать, какое место рассматриваемая собственность занимает в соответствующем бизнес-цикле, прежде чем делать выводы относительно ее доходности. При соответствующем анализе бизнес-цикла и условий банкротства оценщик сможет определить, насколько долгим будет предполагаемый срок капитализации дохода.

При всех данных условиях оценщик принимает решение относительно того, что является приемлемой мерой нормализованного дохода (т.е. что “нормально” для данного имущества).

*Определение приемлемой предельной ставки.* Другой трудностью, которую предстоит преодолеть оценщику в условиях банкротства, является установление приемлемой ставки капитализации или дисконтной ставки. Помимо рассмотрения вопроса о том, какой тип покупателя будет заинтересован в данной собственности, оценщик должен определить, какой тип финансиста будет готов предоставить ссуду под покупку этой собственности. Принимая во внимание мотивы, которыми будут руководствоваться потенциальные кредиторы, оценщик сможет легче уловить динамику финансового рынка и ожидаемую стоимость капитала применительно к конкретному имуществу.

В дополнение к традиционным расчетам стоимости долгового и акционерного капиталов оценщик должен рассмотреть и установить те премии за риск, на которые претендуют акционеры при инвестировании в собственность, связанную с банкротством или критическим финансовым положением. Данные для этого можно получить из анализа сделок по сопоставимому имуществу и из текущих ожиданий инвесторов в аналогичную (с точки зрения банкротства) собственность.

Оценка будет зависеть от количества и качества данных, оказавшихся доступными при каждом из примененных подходов, и от уверенности оценщика в количественном и качественном анализе. В то же время оценщики осознают, что и анализ, и заключения по оценкам в ситуации банкротства должны иметь меньше теоретический, а более практический характер, нежели те, что проведены в иных целях. В отличие от информативных оценок активные оценки могут очень быстро пройти испытание практикой (если имущество выставляется на продажу и фактически продается).

Кредиторы, должники, консультанты, юристы и другие лица, вовлеченные в процесс банкротства и реорганизации, часто полагаются в своих действиях на оценщиков недвижимости. На них полагаются и в случаях оценки ряда традиционных материальных активов, или оценки объекта с точки зрения его вклада в бизнес. Однако оценщиков иногда неумышленно снабжают неадекватными инструкциями, ложным образом интерпретируют вынесенное ими количественно-оценочное суждение, или попросту не используют в полном объеме их опыт и профессионализм. Рассмотрим некоторые аспекты, которые должны учитываться при проведении оценки в ситуациях банкротства или реорганизации всеми заинтересованными сторонами (т.е. заказчиком оценки и прочими третьими сторонами).

Недвижимость зачастую является наибольшим из активов в случаях банкротства и реорганизации компаний, и при принятии решения относительно управления имуществом, развития, инвестирования, финансирова-

ния или ликвидации заинтересованные стороны часто полагаются на результаты ее оценки. Фактически оценки недвижимости, подготовленные в случае банкротства, непосредственно влияют на ликвидацию собственности неудачника-банкрота.

#### *Факторы, характерные для оценки в ситуации банкротства*

Имеется целый ряд особенностей, характерных для оценки в ситуации банкротства. Они должны учитываться всеми теми, кому предстоит принять решения исходя из результатов оценки. Одной из особенностей является исключительно высокая степень зависимости третьих сторон и их действий от результатов оценки.

В ситуациях банкротства или реорганизации пользователь отчета по оценке не является непосредственным клиентом оценщика. Результатами отчета пользуются скорее третьи стороны, не имеющие непосредственного отношения к соглашению о проведении оценки, но полагающиеся на ее результаты в своих решениях, касающихся финансирования, инвестирования и др. Так кредиторы, должники, инвесторы, судебные инстанции и многие другие могут полагаться (частично) на оценки, связанные с ситуацией банкротства. Они могут не иметь непосредственного контакта с оценщиком и поэтому не обладать полной информацией о заказе на оценку, т.е. задачах, поставленных перед оценщиком. Соответственно, они могут ложным образом интерпретировать результат оценочной деятельности.

*Основание оценки.* Как заказчик, так и оценщик должны достаточно четко осознавать степень зависимости третьих сторон от результатов оценки в ситуациях банкротства. В силу этого особенно важно, чтобы заказчик оценки точно и исчерпывающим образом определил основание для нее (т.е. цель осуществляемого мероприятия, определение стоимости, концепцию стоимости и т.д.). Долгом оценщика является также четкое понимание основания оценки до окончательного согласия на ее проведение. Фактически все компоненты, входящие в совокупность положений, именуемых основанием оценки, должны быть четко расписаны в письменном заказе на ее проведение.

#### *Оценка как получение данных и как основа для осуществления действий: информативность и активность оценки*

Любая оценка недвижимости представляет собой количественный анализ на основе качественного суждения. Информативные оценки осуществляются исключительно для отчетности или для представления управленцам. Никакой продажи собственности при проведении оценки в этом случае не планируется. Примером информационной оценки может служить периодическая оценка портфеля недвижимости с целью определения динамики изменения ее стоимости (возможно в сопоставлении с динамикой общего индекса цен на рынке недвижимости без предполагаемой продажи).

В противоположность информационным оценкам активные оценки проводятся в тех случаях, когда планируется вполне реальная сделка купли-продажи. Эти активные оценки недвижимости могут быть использованы в качестве основания для цены купли-продажи, в качестве аргумента в переговорах, для получения средств на осуществление сделки и т.д. В любом случае фактическая сделка, связанная с недвижимостью, будет основываться в значительной степени на результатах оценки. В силу своей активной природы эти оценки обычно связаны со значительно большей документированностью, нежели оценки информационного характера. Клиенты, пользователи и оценщики должны ясно представлять себе разницу между “информативными” и “активными” оценками в ситуации банкротства.

### *Основание оценки в ситуации банкротства*

В основе всех оценок недвижимости в ситуациях банкротства и реорганизации лежат несколько компонентов, которые обязательно должны быть оговорены письменно в договоре между оценщиком и клиентом-заказчиком, а также специально отмечены в письменном заключении по оценке (ее акте). Эти компоненты должны быть учтены и третьими сторонами, прежде чем они примут заключение по оценке как основание для инвестирования, финансирования или иных практических действий.

Основополагающие компоненты оценки недвижимости в ситуации банкротства включают: цель оценки; ее предназначение; определение термина «стоимость»; посылки определения стоимости; описание недвижимости, подлежащей оценке; дату оценки.

*Цель оценки.* Цель оценки четко и сжато констатирует задачу, поставленную при ее проведении. При банкротстве она может быть более сложной нежели в иных случаях. Тем не менее цель оценки должна укладываться в одно утвердительное предложение, например: “Целью данной оценки является определение “справедливой рыночной стоимости” чистых активов корпорации по состоянию на 31 декабря 1998 г.”. Хотя формулировка утвердительна по форме, в ней содержится вопрос, ответ на который будет получен в процессе оценки.

*Назначение оценки.* Оно предполагает конкретное применение заключения оценки. В этом пункте указывается, какая именно категория пользователей может полагаться на результаты оценки и в каком конкретном контексте, и при принятии каких решений правомерно обращение к таким результатам.

Формулировка предназначения оценки должна включать также указание (и ограничения) относительно степени ответственности оценщика за какие-либо решения, принятые на основании его оценки. Примерная формулировка предназначения оценки может быть следующей: “Назначением данной оценки является представление независимого оценочного

суждения, которое будет принято во внимание должником-владельцем недвижимости при принятии решения относительно соответствующей продажной цены фиксированных активов корпорации”.

Если оценка имеет несколько предназначений, каждое из них должно быть самостоятельно сформулировано в отдельном утвердительном предложении.

Третьи стороны должны уделять особое внимание констатированному предназначению оценки, на которую они будут полагаться при принятии своих решений. Если констатированное в оценочном акте предназначение расходится с задачами, стоящими перед пользователем, то на данную оценку лучше не опираться. В то же время, точно соответствуя сформулированному в акте предназначению, оценочный акт может базироваться на таких предпосылках стоимости объекта, которые внутренне не соответствуют предназначению, необходимому для конкретного пользователя оценки.

*Определение стоимости.* Определение стоимости должно быть обязательно детально описано в отдельном пункте. Чтобы избежать недопонимания, профессионалы-оценщики никогда не употребляют термин «стоимость» сам по себе, поскольку он весьма расплывчат и может ввести в заблуждение, что у собственности может быть одна-единственная стоимость. Выбор уместного в данном конкретном случае уточнения, о какой, собственно, стоимости идет речь, является важной частью процедуры оценки. Определение стоимости должно быть согласовано между клиентом и оценщиком еще до того, как последний приступит к выполнению задания. Действительно, определение стоимости окажет весьма значительное влияние на окончательные выводы.

Имеются различные (даже альтернативные) определения стоимости (цены). Некоторые наиболее распространенные виды стоимости (цены) включают следующие: рыночная цена (стоимость); справедливая цена (стоимость); потребительская цена (стоимость); инвестиционная стоимость; страховочная стоимость; оценочная стоимость и владельческая стоимость.

Каждый из этих видов стоимости может найти применение в процедурах банкротства и реорганизации, но каждый из них имеет свое собственное определение. Пользователи, незнакомые с каждым отдельным определением стоимости, должны быть весьма осторожны, полагаясь на результаты и материалы проведенной оценки.

*Предпосылки определения стоимости.* Имеется несколько альтернативных предпосылок при определении стоимости, используемых в процедуре оценки при банкротстве. Такая предпосылка является общей концептуальной рамкой, определяющей применение количественного анализа и качественных оценок. Даже при одинаковом выборе определения стоимости окончательные результаты оценки могут значительно различаться в зависимости от той предпосылки определения стоимости, которая была положена в ее основу.

Наиболее распространены следующие альтернативные предпосылки:

✍ **Стоимость функционирующего предприятия.**

Данная предпосылка связана с представлением о недвижимости как о составной части в совокупности материальных и нематериальных активов, приносящей определенный доход (например, полностью функционирующий отель).

✍ **Стоимость наличного предприятия как совокупность активов.**

Данная предпосылка рассматривает предприятие как полностью готовую к функционированию собственность, но не используемую для получения доходов в настоящее время (например, тот же отель, но временно закрытый).

✍ **Стоимость продажи, осуществляемой обычным порядком.**

Эта предпосылка исходит из планов продажи собственности в ее данном состоянии на обычном вторичном рынке, но без стоимости, привнесенной какими-либо нематериальными активами (например, готовый к эксплуатации отель, но без лицензий, администрации, штата сотрудников, который продается в обычном порядке, в нормальных условиях купли-продажи).

✍ **Стоимость при вынужденной продаже, осуществляемой в условиях ликвидации.**

Эта предпосылка учитывает, что имущество распродается с молотка, по частям, в условиях аукциона, с искусственно сжатыми сроками реализации на вторичном рынке (например, готовый к эксплуатации отель без какого-либо личного имущества или нематериальных активов продается на аукционе участнику, предложившему наибольшую цену).

Очевидно, что указанные альтернативные предпосылки стоимости повлияют на оценку. Кроме того, каждая такая предпосылка в отдельности имеет непосредственное отношение к оценке в условиях банкротства или реорганизации. В таком случае заинтересованным сторонам может быть далеко небезразлична рыночная стоимость этого мифического отеля при всех четырех альтернативных предпосылках определения стоимости.

Разумеется, пользователи оценок должны давать себе отчет в тонких различиях между этими альтернативными предпосылками в каждом конкретном случае. Определения и предпосылки, уместные в одних случаях и в одних ситуациях, требующих принятия решений, могут оказаться неприемлемыми в других. Специалисты-оценщики должны четко объяснить определения и предпосылки стоимости, используемые в данной оценочной процедуре, и надежные в условиях банкротства.

*Описание имущества.* Такое описание должно быть обязательно включено в констатацию цели оценки, как и непосредственный ее объект, который должен быть детально описан в представленном отчете.



Пользователи должны знать, что именно является непосредственным объектом оценки: какие активы и собственность подвергнуты оценке. Так, в отношении нашего вымышленного отеля, пользователи должны знать, распространяется ли оценка на акции отеля в корпорации по управлению отелями, на все активы в этой корпорации, чистые активы в корпорации или иные способы участия в самом отеле. Каждая из этих составляющих гостиничного бизнеса может быть полноправным объектом оценки в ситуации банкротства, поэтому в обязанности оценщика входит точное указание имущества, подвергнутого оценке.

Типовое описание собственности включает юридическое описание, общее описание и описание фактического состояния имущества. В случае недвижимости юридическое описание дается со ссылками на карты, схемы, планы и иные письменно зафиксированные источники, которые точно определяют юридически фиксированные границы и пределы собственности.

Описание собственности (недвижимости) должно содержать фактические физические характеристики (включая свидетельства ухудшения состояния и старения) объекта. Оно исключительно важно, поскольку должно однозначно гарантировать, что собственность оценивается в ее наличном на данный момент состоянии. Если же собственность описывается в каком-либо ином аспекте, нежели «здесь и сейчас» (например, «будучи улучшенной» или «будучи завершенной»), то это гипотетическое, предполагаемое состояние должно быть однозначно оговорено, равно как и различия (как в оценке, так и в состоянии) между этим гипотетическим состоянием собственности и ее фактическим состоянием на данный момент.

*Дата оценки.* Последний пункт, который должен быть включен в формулировку цели оценки, это дата ее проведения. В отношении недвижимости, оказавшейся в исключительно затруднительном положении, и в особенности связанной с банкротством, дата оценки представляет особое значение для пользователя. Стоимость такой собственности может значительно измениться в относительно короткий срок, особенно, если она подлежит распродаже, но не поддерживается достаточно тщательно в надлежащем состоянии, или, если местный рынок недвижимости начинает перенасыщаться собственностью в аналогичном состоянии.

Довольно резко может меняться стоимость и недвижимости, вовлеченной в процесс реорганизации. При этом реорганизация может оказывать на собственность как положительное, так и отрицательное воздействие.

Таким образом, долг пользователя оценки тщательно проверить ее даты. Оценки, не являющиеся текущими, могут неадекватно отражать сегодняшнее состояние рынка недвижимости и оказаться ненадежным инструментом при принятии каких-либо решений. Это особенно важно из-за непосредственной связи оценок в условиях банкротства с последующими решениями практического характера.

*Рассмотрим систему оценки бизнеса в Восточной Европе.* Ситуация в странах Восточной Европы имеет мало общего с состоянием западных фирм, акции которых свободно продаются и покупаются. Для таких предприятий, как Джeneral Моторс или Экссон, процесс оценки является непрерывным. Аналитики ценных бумаг постоянно сравнивают рыночные цены с предполагаемой внутренней стоимостью их акций. Такая непрерывная оценка невозможна в странах Восточной Европы, поскольку настоящие рынки капитала в них еще только начинают создаваться.

С другой стороны, оценка закрытых предприятий на Западе происходит только тогда, когда для этого существуют особые причины, например, владелец хочет продать акции, или в связи с юридическими требованиями, например, касающимися налогов на наследство.

Процедуры, применяемые оценщиками и другими экспертами, хорошо известны и широко используются особенно в Великобритании и США, где они быстро эволюционировали. Изучение хода данного процесса в этих странах может оказаться полезным и для Восточной Европы.

В США общепризнанными являются несколько методов оценки стоимости предприятий. К ним относятся следующие: ликвидационная стоимость, стоимость замены (восстановительная), отношения цены акций к доходу на акции, балансовая стоимость и метод дисконтированного поступления наличности (DCF).

Ликвидационная стоимость означает, *что* можно выручить от продажи бизнеса. Идея проста, если предприятие должно продать все свои активы и выплатить все долги, сколько останется после этого? Оставшуюся стоимость часто называют “чистой реализуемой стоимостью”, поскольку она представляет собой то, что владелец получает за вычетом всех издержек. Издержки будут включать любые комиссионные при продаже бизнеса, расходы на реализацию товарных запасов, сбор дебиторской задолженности, увольнение персонала и некоторые другие. В практическом плане цена каждого бизнеса равняется как минимум его ликвидационной стоимости.

Подход, основанный на стоимости замены, прямо противоположен ликвидационной стоимости. Вместо того, чтобы оценивать, сколько мы выручим от продажи предприятия, мы рассчитываем, во что обойдется полная замена всего бизнеса. Поскольку при этом методе не вычитаются издержки на собственную ликвидацию предприятия, он всегда дает более высокую цифру, чем ликвидационная стоимость. Данный подход популярен для целей страхования.

Большинство оценок предприятий дают хорошие результаты, когда рассчитывается “текущая стоимость”, которая предполагает, что предприятие продолжает функционировать без каких-либо заметных потрясений. Отношение цены акций к доходу, балансовая стоимость и метод DCF — все эти подходы предполагают текущую стоимость. Теоретически текущая стоимость зависит от будущих благ (таких как доходы, потоки наличных средств и т.д.), которые получают владельцы. При этом стоимость будущих благ дисконтируется в теку-

щую стоимость по соответствующему коэффициенту. Часть коэффициента дисконтирования, представляющая собой поправку на риск, рассчитывается при помощи модели оценки капитальных активов (МОКА), согласно которой премия за риск складывается из рыночной премии за риск и бета-коэффициента конкретной компании. Рыночная премия за риск (т.е. разница между доходом на акцию и на государственную облигацию) рассчитывается на базе анализа представительного индекса фондового рынка за прошлые годы.

Особенно широко используются отношения цены акций и дохода на них. Процесс этот достаточно прост: сначала оценивают доходность компании, затем капитализируют цифру при помощи сравнения с продажами сходных активов или предприятий, имевшими место в недавнем прошлом. Данный подход основан на схожих сделках, анализ которых дает точную ставку, по которой капитализируется цифра доходов. Балансовая стоимость, т.е. разница между активами и пассивами по балансовому отчету, менее популярна, но ее часто используют для оценки холдинговых компаний.

#### *Сложность применения методов оценки закрытых предприятий в Восточной Европе*

Трудностей в этом вопросе великое множество. Отметим лишь некоторые из них. Поскольку в данных странах большая часть капитального оборудования представляет собой лишь антикварную ценность, стоимость его замены вряд ли будет пригодным методом для оценки. Стоимость замены зависит не от первоначальной стоимости или структуры актива, подлежащего замене, а от стоимости замены функций, выполняемых этим активом. Для иллюстрации приведем механические счетные машины 50-х и 60-х годов. В свое время они были самыми современными и стоили сотни долларов, но сегодня их функции могут легко выполнять дешевые электронные калькуляторы. Стоимость калькулятора, поэтому будет представлять стоимость замены механической счетной машины. Восточная Европа заполнена промышленными эквивалентами старых счетных машин. Хотя первоначальные инвестиции могут показаться впечатляющими, такие же производственные мощности можно сегодня купить за малую часть тогдашних затрат.

Следует быть предельно осторожным даже с такими, казалось бы, ясными вещами, как ликвидационная стоимость. Такая стоимость должна представлять некий порог, ниже которого стоимость бизнеса опуститься не может. Бизнес не может стоить меньше, чем выручка от продажи активов за вычетом того, что причитается кредиторам. В Восточной Европе, однако, рынки подержанного капитального оборудования слишком малы для того, чтобы обеспечить надежную ценовую информацию. Во многих случаях для оценки доступна только информация о стоимости металлолома, которая недооценивает активы с сохранившимся производственным потенциалом. Более того, ликвидационная стоимость несет на себе некоторую неопреде-

ленность в этих странах, поскольку до сих пор неясны здесь права собственности, юридические решения не поспевают за экономическими реформами. Очень часто просто неясно, какая именно собственность принадлежит данному предприятию на деле. Поэтому оценщики должны проявлять повышенную осторожность при определении того, действительно ли активы, на которые претендует предприятие, принадлежат ему.

Единственными жизнеспособными подходами к оценке бизнеса в Восточной Европе остаются метод дисконтированного потока наличности и отношения цены и дохода акций. Тем не менее, обычные трудности с применением этих подходов усугубляются здесь ошеломляющими экономическими и политическими неопределенностями. Как, например, оценивать учетные ставки, когда рынки капиталов столь неразвиты? Как оценивать способность компании генерировать наличные средства, если она никогда не работала без субсидий и протекции правительства? Какие коэффициенты доходов следует использовать при отсутствии достаточно эффективного и активного рынка продажи компаний?

Нигде, кроме как в Восточной Европе, не ощущается так остро потребность в параметрическом анализе переменных для целей оценки. Разброс стоимостей здесь (для оборотных средств, доходов и др.) будет очень большим.

Следует отметить, что в экономике Восточной Европы доминируют огромные конгломераты, а иногда даже небольшие предприятия являются монополистами. Компании, которые сегодня сообщают о своих стабильных доходах, часто имеют такую возможность благодаря привилегиям монополистов, ссудам под низкий процент и низкой арендной плате. Уберите эти привилегии, и они на практике окажутся убыточными.

Плохая экономическая обстановка в Восточной Европе еще более осложняет вопрос о будущих потоках наличных средств. Правительство Польши, например, урезает субсидии промышленности и на производство товаров первой необходимости, пытаясь тем самым обуздать инфляционные ожидания, стабилизировать злотый и стимулировать экспорт. Программа эта является необходимым шагом в создании настоящей рыночной экономики, но никто не знает, какой будет судьба существующих предприятий. Политика правительства Венгрии подобна тактике Польши.

Функционирование рынков капиталов в странах Восточной Европы может реально определить важные переменные величины в процессе оценки. До тех пор, пока фондовые рынки Восточной Европы не проработают какой-то период времени, ни о каком практическом использовании МОКА в оценке бизнеса говорить не приходится.

Попытки западных специалистов перевести бухгалтерскую отчетность в этих странах за прошлые годы в западный стандарт являются ключевыми по наведению финансово-отчетной дисциплины, необходимой для рациональной оценки бизнеса. Однако пока нынешние цифры отчетности ограниченно адекватны (а иногда и вовсе неадекватны) оценке.