



МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего
профессионального образования
«Российский экономический университет им. Г.В.Плеханова»

Магистерская диссертация на тему:

«Развитие методологии экспертизы отчетов об оценке пакетов акций»

Магистрант: Петруня Людмила Николаевна

Научный руководитель: д.э.н., профессор Семенова Елена Вадимовна


2014



Планы приватизации на 2014-2016г.г.



Актуальность темы

- ▶ - стоимость бизнеса, оцениваемая различными компаниями, может отличаться в разы;
 - ▶ - оценку активов крупных компаний относят к проблемной, заведомо упреждая пользователя отчета о невозможности получения достоверных результатов оценки;
 - ▶ - неоднозначность экспертных заключений;
- 
- ▶ - неразрешимый конфликт интересов;
 - ▶ - ответственность оценщика и эксперта;

*основания выдачи отрицательного
экспертного заключения
отсутствуют*



в 5 раз

отличаются результаты оценки стоимости ООО «Руссагропром» оценочными подразделениями российских филиалов международных фирм E&Y и D&T

в 16,3 раза

превысила оценочную стоимость цена продажи 55% пакета акций уставного капитала ОАО «Ванинский морской торговый порт»

Проблема:

- неопределенность и неоднозначность концептуальных основ теории оценки;
- несогласованность в терминологии, наличие противоположных точек зрения в вопросах оценки на различных ее этапах;
- отсутствие научно - обоснованных критериев проверки достаточности, существенности информации, используемой при оценке пакетов акций акционерных обществ;
- отсутствие инструментов контроля качества при проведении экспертизы;
- отсутствие методологии (алгоритма) проверки отчетов, учитывающей специфику объектов оценки -пакетов акций

Широкий спектр востребованности оценки рыночной стоимости пакетов акций, обусловленный:

- ▶ -предстоящими планами приватизации;
- ▶ -формированием активно функционирующего фондового рынка;
- ▶ -возросшей ролью процессов реорганизации предприятий;
- ▶ -использованием акций в качестве финансового инструмента и иными факторами, которые предполагают как обязательную, так и необязательную оценку пакетов акций

и в тоже время:

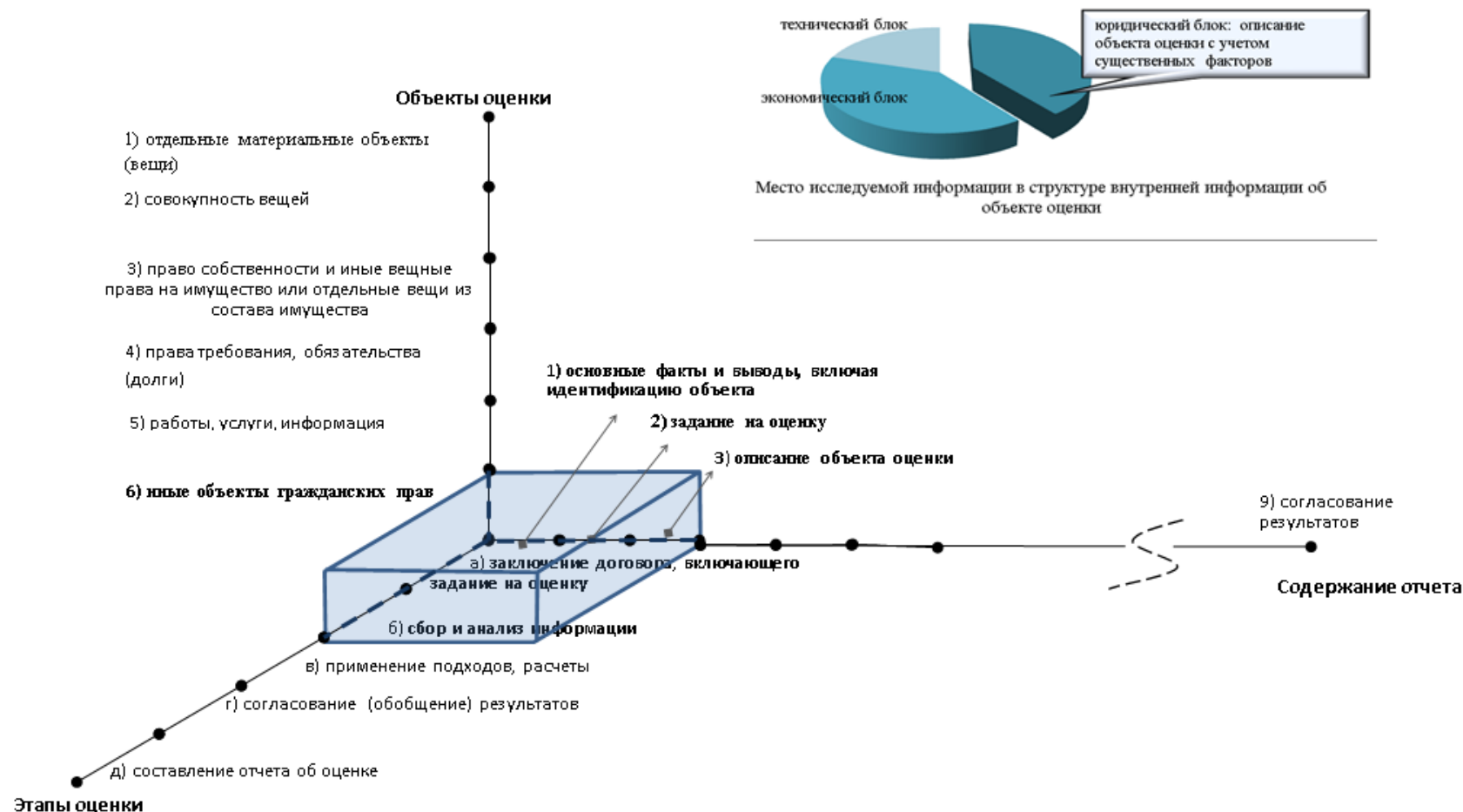
- ▶ неопределенность концептуальных основ теории оценки, размытость базовых понятий, несогласованность терминов и определений;
- ▶ отсутствие научно обоснованных критериев и алгоритма проверки достоверности результатов расчётов, представленных в отчетах по оценке бизнеса

приводят к получению: :

- ▶ заведомо искаженных, не достоверных результатов оценки,
- ▶ неоднозначных экспертных заключений, основанных на неопределенных положениях, терминах и определениях, которые вызывают множество вопросов, являются неоднозначными и неопределенными по существу, а поэтому не могут обеспечить не только приемлемое качество работ по оценке, но и должное качество экспертизы отчетов об оценке.

Все вышеперечисленные аспекты свидетельствуют о необходимости разработки методологии экспертизы отчетов об оценке рыночной стоимости пакета акций посредством формирования корректной нормативной базы путем уточнения понятий, терминов, определений, методик, алгоритмов проверки отчетов и обеспечения их внедрения в сферу оценочной деятельности.

Экспертиза отчетов об оценке - основной инструмент снижения рисков пользователей отчетов об оценке!!



Границы анализа, область исследования и применения исследуемых вопросов при проведении экспертизы отчетов об оценке пакетов акций и их место в структуре информации об объекте оценки

- исследуемые вопросы специальной части методологии в части описания и идентификации объекта оценки – основа обеспечения качества экспертизы на последующих этапах оценки

Теоретической и методологической основой исследования явились:

- кодифицированные законы, нормативно-правовые акты,
- теория оценки стоимости бизнеса и стратегического менеджмента,
- материалы Рабочей группы по разработке методологии экспертизы отчетов об оценке (2009 - 2014 годы, руководитель – Калинкина К.Е.),
- учебник «Экспертиза отчетов об оценке: авторы: Каминский А.В., Ильин М.О., Лебединский В. И, Калинкина К.Е., Лапин М.В., - М.: Книжная Линия, 2014 год
- в качестве теоретической базы исследования использованы материалы проводимых НП СРОО «Экспертный совет» мастер - классов, семинаров.
- опыт практического участия в исследовании вопросов оценки и экспертизы отчетов об оценке пакетов акций, приобретенный в рамках учебного процесса в магистратуре РЭУ имени Г.В.Плеханова

Методы исследования во многом определены сферой оценочной деятельности и задачами, которые поставлены:

- -системно-правовой,
- -детализации и систематизации,
- -методы дедукции (получение частных выводов, следствий из общих положений),
- -метод синтеза (соединение):

Описание и идентификация при оценке пакетов акций

- ▶ ценная бумага - это документ, соответствующий установленным законом требованиям и удостоверяющие обязательственные и иные права, осуществление или передача которых возможны только при предъявлении такого документа (ДОКУМЕНТАРНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ).
- ▶ ценными бумагами признаются также обязательственные и иные права, которые закреплены в решении о выпуске в соответствии с требованиями закона, и осуществление и передача которых возможны только с соблюдением правил учета этих прав в соответствии со статьей 149 ГК РФ (БЕЗДОКУМЕНТАРНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ).

Корпоративные отношения -самостоятельный предмет правового регулирования

«Бизнес» - совокупность имущественных и неимущественных прав, удостоверенных 100% пакетом акций предприятия.

С переходом права на документарную ценную бумагу переходят все удостоверенные ею права в совокупности (ст.146 ГК РФ)

Оценка стоимости ценных бумаг, прежде всего, предполагает определение стоимости совокупности прав, удостоверенных ценной бумагой:

- вещных (имущественных) и обязательственных прав;
- корпоративных прав (учет организационно-распорядительных прав)

Право собственности не применимо!!

- ▶ 50 % голосующих размещенных акций на собрании может быть и в случае владения иным, значительно меньшим по объему пакетом: владения 32,6 % уставного капитала общества: то есть: $32,6 / (100 - 25 \text{ (привилегированные)} - 10 \text{ (выкупленные)}) * 100 = 50,15\%$.



Соответственно, при оценке, мы должны сначала определить **правомочие акции**, как ценной бумаги, а затем определить **стоимость управленческих возможностей акций в составе оцениваемого пакета**.



Проблема идентификации при оценке пакетов акций, а значит и определения характеристик как объекта оценки, связана с его дуалистичностью.

Описание и идентификация при оценке пакетов акций

Проблема идентификации при оценке пакетов акций, а значит и определения, как объекта оценки, такого объекта связана с его дуалистичностью (два начала)

пакет акций составляет
определенную
**долю в уставном
капитале общества**

доля представлена
**ценными
бумагами в виде
акций**

«Договор на проведение оценки должен
содержать **описание объекта или объектов
оценки, позволяющее провести их
идентификацию**»
(ст.10 135-ФЗ)



Объект оценки: (в описании, достаточном для целей идентификации объекта оценки)

**«Пакет акций в количестве (.....) штук
акций (обыкновенных), составляющих
(.....) долю в уставном капитале
акционерного общества (.....)».**

«...к иным объектам гражданских прав....»
(ст.5 135-ФЗ)

Документы, удостоверяющие права, закрепленные ценной бумагой(ст.18 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»:

При документарной форме :

- ▶ – сертификат
- ▶ - и решение о выпуске ценных бумаг

При бездокументарной форме:

Решение о выпуске ценных бумаг - документ, содержащий данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой (правоустанавливающий документ).

Права владельцев на эмиссионные ценные бумаги бездокументарной формы выпуска удостоверяются в системе ведения реестра – записями на лицевых счетах у держателя реестра.



Правоподтверждающим документом является выписка из реестра акционеров, либо выписка по счету депо из депозитария

ФСО-1 п. 4: «В отчете должна быть изложена вся информация, существенная с точки зрения стоимости объекта оценки (принцип существенности)»

П.13. статьи 30. - 39 - ФЗ -1996 г. «О рынке ценных бумаг»

«Существенными фактами признаются сведения, которые в случае их раскрытия могут оказать существенное влияние на стоимость или котировки эмиссионных ценных бумаг эмитента»

П.14. статьи 30. - 39 - ФЗ -1996 г. «О рынке ценных бумаг»:

всего 50 пунктов

Проблема идентификации при оценке пакетов акций, а значит и определения характеристик как объекта оценки, связана с его дуалистичностью, в связи с чем предполагается разумным производить отдельным блоком описание и проверку блоков информации, касающихся:

-пакета акций

-и эмитента

Определение фактов и характеристик, которые являются существенными

(Составляющие алгоритма проверки информации, необходимой для описания объекта при оценке пакета акций акционерных обществ с целью идентификации объекта оценки)

- ▶ Наименование ценной бумаги с указанием вида
- ▶ Категория ценной бумаги (обыкновенная, привилегированная)
- ▶ Эмитент
- ▶ Тип ценной бумаги (для привилегированных акций)
- ▶ Количество ценных бумаг в уставном капитале общества, шт.
- ▶ Номинальная стоимость акций, руб.
- ▶ Количество оцениваемых ценных бумаг, шт.
- ▶ Наличие дробных акций
- ▶ Структура уставного капитала с указанием доли государства (муниципального образования) в структуре капитала и основных акционеров и наличие специальных прав
- ▶ Информация об акциях, обращающихся за пределами Российской Федерации
- ▶ Доля оцениваемых ценных бумаг в уставном капитале, %
- ▶ Количество выкупленных на общество акций у акционеров, шт.
- ▶ Количество привилегированных акций, шт.
- ▶ Информация о выплате дивидендов по привилегированным акциям
- ▶ Доля оцениваемого пакета акций в уставном капитале (от количества голосующих акций с учетом привилегированных акций, акций, выкупленных в акционеров и не имеющих права голоса), %
- ▶ Информация о выпусках ценных бумаг
- ▶ Государственный регистрационный номер выпуска
- ▶ Правоустанавливающий документ на акции
- ▶ Правоудостоверяющий документ
- ▶ Информация об учете акций в системе ведения реестра (на лицевых счетах у держателя реестра с указанием информации о регистраторе, или записями по счетам депо в депозитарии)
- ▶ Виды зарегистрированных лиц в реестре: владелец, доверительный управляющий, номинальный держатель, залогодержатель
- ▶ Распорядительные права (...) доли голосующих акций согласно законодательству РФ в соответствии с объемом прав, удостоверяемых оцениваемым пакетом
- ▶ Информация о публичном размещении ценных бумаг (открытая подписка, в том числе размещение ценных бумаг на организованных торгах)*
- ▶ Информация о публичном обращении ценных бумаг (на организованных торгах или обращение путем предложения ценных бумаг неограниченному кругу лиц)*

Определение фактов и характеристик, которые являются существенными

(Составляющие алгоритма проверки информации об эмитенте, включая факты, которые могут оказать существенное влияние на стоимость объекта оценки)

► **Общая информация об эмитенте:**

- Наименование эмитента: полное и сокращенное
- Место нахождения эмитента
- Данные о государственной регистрации эмитента как юридического лица
- Информация о постановке на налоговый учет
- Филиалы и представительства
- Дочерние и зависимые хозяйственные общества эмитента
- Подконтрольные эмитенту организации, имеющие для него существенное значение
- Сведения о структуре и компетенции органов управления эмитента
- Лица, входящие в состав органов управления эмитента
- Сведения о структуре и компетенции органов контроля за финансово - хозяйственной деятельностью эмитента
- Сведения об аффилированных лицах акционерного общества
- Капитализация компании (при наличии информации о рыночной цене акций)
- Информация о привлеченном капитале (информация по видам ценных бумаг и информация об инвесторах, в том числе институциональных)
- Информация о сплите акций (в случае, если происходило дробление акций)

► **Информация об отраслевой принадлежности, хозяйственной деятельности**

- Отраслевая принадлежность эмитента
- Основная хозяйственная деятельность эмитента
- Рынки сбыта продукции (работ, услуг) эмитента
- Сведения о наличии у эмитента разрешений (лицензии), или допусков к отдельным видам работ, о получении, приостановлении действия, возобновлении действия, переоформлении, об отзыве или о прекращении по иным основаниям действия разрешения (лицензии) эмитента на осуществление определенной деятельности
- Участие эмитента в промышленных, банковских и финансовых группах, холдингах, концернах и ассоциациях
- Обязательства эмитента
- **Сведения о составлении эмитентом финансовой отчетности в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) и иными иностранными стандартами отчетности, об наличии аудиторского заключения, подготовленного в отношении такой отчетности**

(Составляющие алгоритма проверки информации об эмитенте, включая факты, которые могут оказать существенное влияние на стоимость объекта оценки)

- **Раскрытие информации эмитентом, либо его уполномоченным органом***
 - Уникальный код эмитента
 - Адрес страницы в сети Интернет
 - Перечень информации, подлежащей раскрытию обществом, которая является существенной
- **Сведения, которые могут оказать существенное влияние на стоимость пакета акций общества - в соответствии с Положением о раскрытии информации***

(информация, касающаяся структуры управления, общества, соблюдения прав акционеров менеджментом компании)

- информация о созыве и проведении общих собраний эмитента, заседаний совета директоров, которые являются существенными: касающаяся избрания председателя совета директоров, об образовании и деятельности исполнительного органа, размещении акций, размере дивидендов, об утверждении регистратора, учреждении филиалов и т. д. и о фактах непринятия советом директоров таких решений

(информация о фактах реорганизации, появления признаков банкротства, прекращения деятельности, наличии судебных споров, касающихся эмитента, либо подконтрольных организаций и лиц, контролирующих эмитента, лиц, предоставивших обеспечение по облигациям эмитента)

- о направлении эмитентом заявления о внесении в единый государственный реестр юридических лиц записей, связанных с реорганизацией, прекращением деятельности, или с ликвидацией эмитента,
- о появлении подконтрольных организаций и лиц, контролирующих эмитента, либо лица, предоставившего обеспечение по облигациям этого эмитента, а также информации о признании их банкротами, о судебных разбирательствах
- о спорах, связанных с созданием эмитента, о возбуждении арбитражным судом производства по делу, о принятии судебных актов, исков, в том числе по искам, размер требований по которым составляет 10 или более процентов балансовой стоимости активов указанных лиц, заключении мировых соглашений.
- о совершении организацией, контролирующей эмитента, и подконтрольной, крупных сделок, сделок, в совершении которых имеется заинтересованность, и прочих фактах, имеющих существенное значение.

(Составляющие алгоритма проверки информации об эмитенте, включая факты, которые могут оказать существенное влияние на стоимость объекта оценки)

(информация, касающаяся процедуры эмиссии ценных бумаг, погашения, начисленных и выплаченных доходах, организации обращения ценных бумаг, поддержания (стабилизации) цен на эмиссионные ценные бумаги, о дивидендной политике)

- об этапах процедуры эмиссии эмиссионных ценных бумаг эмитента, о признании выпуска несостоявшимся, о погашении ценных бумаг эмитента
- о допуске ценных бумаг к торгам на фондовой бирже, о включении в котировальный список российской фондовой биржи, к торгам на иностранном организованном (регулируемом) финансовом рынке, либо об исключении из указанного списка
- об утверждении регистратора, осуществляющего ведение реестра владельцев именных ценных бумаг, , условий договора с ним
- о заключении или прекращении договоров с управляющей компанией, специализированным депозитарием, регистратором, оценщиком, аудитором эмитента
- о заключении эмитентом договора о поддержании (стабилизации) цен на эмиссионные ценные бумаги эмитента
- о начисленных и (или) выплаченных доходах по эмиссионным ценным бумагам эмитента
- о неисполнении обязательств эмитента перед владельцами его эмиссионных ценных бумаг

Продолжение

(Составляющие алгоритма проверки информации об эмитенте, включая факты, которые могут оказать существенное влияние на стоимость объекта оценки

(информация о структуре капитала, сведений об участниках (акционерах) эмитента, о контролирующих и подконтрольных эмитенту организаций и лиц)

- о приобретении лицом права, или прекращении у лица права распоряжаться определенным количеством голосов, приходящихся на голосующие акции (доли), составляющие уставный капитал эмитента, если указанное количество голосов составляет 5 процентов либо стало больше или меньше 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 75 или 95 процентов общего количества голосов, приходящихся на голосующие акции, составляющие уставный капитал эмитента, о поступившем предложении приобретения эмиссионных ценных бумаг, а также об изменениях, внесенных в указанные предложения; уведомлении о праве выкупа эмиссионных ценных бумаг эмитента
- сведения об участниках (акционерах эмитента), владеющих не менее чем 5% обыкновенных акций эмитента
- об изменении размера доли участия в уставном капитале эмитента и подконтрольных эмитенту организаций и лиц, являющихся членами совета директоров (наблюдательного совета), членами коллегиального исполнительного органа эмитента, а также лица, занимающего должность единоличного исполнительного органа эмитента (полный перечень представлен в Приложении 6)

➤ **Сведения о кредитных рейтингах эмитента**

о присвоении рейтинга эмиссионным ценным бумагам и (или) эмитенту, об изменении его рейтинговым агентством

➤ **Сведения о корпоративном управлении (представлены в схеме учета рисков корпоративного управления: Приложение 8)**

(Существенными фактами признаются сведения, которые в случае их раскрытия могут оказать существенное влияние на стоимость или котировки эмиссионных ценных бумаг эмитента» (П.14. статьи 30. 39 - ФЗ -1996 г. «О рынке ценных бумаг)

- **Инсайдерская информация*** (информации, которая не была распространена или предоставлена, в том числе сведения, составляющие коммерческую, служебную, банковскую тайну, тайну связи и иную охраняемую законом тайну, распространение или предоставление которой может оказать существенное влияние на стоимость)

*

Определение фактов и характеристик, которые являются существенными

Схема (алгоритм) учета рисков корпоративного управления при оценке пакетов акций акционерных обществ, осуществляющих публичное размещение ценных бумаг

№ п/п	Составляющая риска	Факторы риска*
1	2	3
1.	Риски нарушения права акционеров на участие в управлении и отношения с финансово заинтересованными лицами	Нерегулярность проведения собраний акционеров, ограничение доступа на собрания, нарушение порядка голосования и процедуры подготовки и проведения общего собрания акционеров. Ограничение участия доверительных управляющих.
2	Риск размывания доли участия акционера в уставном капитале общества	Дополнительная эмиссия, реорганизация общества, конвертация ценных бумаг
3	Риск недополучения компанией прибыли	Реализация продукции, услуг по нерыночным ценам в пользу компаний-агентов, контролируемых основным акционером или менеджментом, иным аффилированным лицам с использованием различных схем, осуществление деятельности в интересах государства.
4	Риск снижения стоимости чистых активов на одну акцию	Вывод активов, реорганизация, дополнительная эмиссия

Источники получения информации, существенной с точки зрения влияния на достоверность результатов оценки

Обязательными к учету и рассмотрению источниками, которые могут содержать существенные факты, оказывающими влияние на стоимость пакета акций общества, являются:

- ▶ материалы общих собраний акционеров, совета директоров, исполнительных органов общества;
- ▶ акционерные соглашения;
- ▶ принятые корпоративные решения, в том числе решения, принятые по урегулированию корпоративных конфликтов, и их соответствие требованиям кодекса корпоративного поведения;
- ▶ проспекты эмиссии ценных бумаг;
- ▶ информация, подлежащая раскрытию в составе форм, предусмотренных Положением о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг в составе:
 - ежеквартального отчета эмитента
 - годового отчета акционерного общества,
 - сообщений о существенных фактах эмитента ценных бумаг.*

Результаты исследования концептуальных основ теории оценки пакетов акций в исследуемой области, с учетом новелл в законодательстве, позволили решить поставленные задачи:

- ▶ Исследованная структура прав, которые несет в себе акция, как ценная бумага, и пакет акций, как доля в уставном капитале, позволили дать определению понятиям: «бизнес» и «объект оценки».
- ▶ Обоснован перечень правоподтверждающих и правоустанавливающих документов, достаточный для целей установления имущественных и неимущественных прав на объект оценки - пакет акций.
- ▶ С учетом дуалистичности объекта оценки, обоснован и структурирован перечень информации, необходимой и достаточной для описания объекта оценки при оценке пакета акций акционерных обществ с целью его идентификации.
- ▶ Обоснован перечень фактов и характеристик, которые являются существенными с точки зрения влияния на итоговое значение стоимости и обеспечения достоверности результатов оценки.
- ▶ Исследованы и определены источники получения информации о существенных фактах и характеристиках объекта оценки.
- ▶ В рамках исследования обоснована гипотеза о том, что для целей соответствия указанному принципу, и установления полноты учета фактов и характеристик, которые могут оказать существенное влияние на стоимость пакета акций, с учетом дуалистичности объекта оценки, методика экспертизы пакетов акций должна охватывать определенную совокупность сведений как о пакете акций, так и об эмитенте. Алгоритм проверки представлен в таблице 9 Приложения 6 диссертации.
- ▶ Обоснован теоретически и предложен в практическом плане блок экспертизы отчетов, в части, касающейся установления экспертом требований достаточности к информации, составляющей юридический блок, используемой оценщиком при оценке пакета акций.

Основные положения, раскрытые в исследовании, могут служить отдельным звеном в построении структурированной модели лексического поля оценки, единой методологии экспертизы отчетов по оценке бизнеса, в частности - пакетов акций акционерных обществ.

Обоснованные и структурированные перечни могут использоваться в практической работе: как при оценке пакета акций акционерных обществ, так и в качестве алгоритма для проверки отчетов в рамках экспертизы с целью обеспечения возможности выявления и объективной оценки экспертом допущенных в отчете нарушений.