
На сегодняшний день залог акций является одним из самых распространенных финансовых инструментов обеспечения выполнения гражданско-правовых обязательств, особенно когда речь идет о крупных компаниях и значительных по суммам займах. Практика использования в качестве залога именных ценных бумаг, в частности акций крупных компаний и холдингов, при привлечении финансирования (обращении за займами в кредитные организации) — довольно перспективное направление на рынке банковских услуг. Какова роль независимой оценки при залоге акций?

Привлечение финансирования под залог акций: роль независимой оценки

Акция представляет собой один из видов эмиссионных ценных бумаг, закрепляющий за правообладателем (акционером) формальное право на участие в управлении компанией, получение доли прибыли в виде дивидендов акционерного общества, а также право на часть имущества этого общества. Стоимость акции отражает долю собственника (инвестора) в уставном капитале.

Классификация акций и их стоимости

Акции подразделяются на две категории в зависимости от способа получения дивидендов:

1) обыкновенные (простые) акции закрепляют за их владельцем право на формальное участие в управлении обществом и распределении дивидендов между акционерами пропорционально количеству приобретенных акций. Размер выплачиваемых дивидендов не является ни фиксированным, ни гарантированным и находится в прямой зависимости от доходности акционерного общества;

2) привилегированные акции закрепляют за их владельцем специальные права, такие как получение фиксированного и гарантированного размера дивидендов, но и накладывают специальные ограничения: не дают права участия в управлении капиталом.



А.С. СЕРГЕЕВ,
Swiss Appraisal
в России и СНГ, директор
Департамента
оценки и консульта-
ционных услуг



Кредитный процесс

Акционерные общества нередко используют эмитированные акции в качестве залогового инструмента в целях обеспечения предоставляемых банками кредитных средств или ссуд. В соответствии с Федеральным законом от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» в случае использования акций в качестве залога возникает необходимость их оценки. Процедура оценки акций предполагает прежде всего определение стоимостной категории акций.

Существует классификация видов стоимости акций в зависимости от подхода к их оценке:

1) нарицательная (номинальная) стоимость акции пропорциональна объему реально привлеченных денежных средств общества, то есть сумма номиналов всех эмитированных акций равна величине уставного капитала. Наричательная стоимость всех простых акций одинакова и не отражает их реальную стоимость. При первом публичном размещении (IPO) акции предлагаются не ниже их номинальной стоимости;

2) эмиссионная стоимость акции — стоимость акции при первом публичном размещении, по которой она уступается первому держателю. Как правило, эмиссионная стоимость акции равна нарицательной или превышает ее;

3) рыночная (курсовая) стоимость акции — стоимость акции, формирующаяся на вторичном рынке ценных бумаг и отражающая биржевую конъюнктуру спроса и предложения. Рыночная стоимость акций дает представление о совокупной стоимости активных и пассивных ресурсов компании;

4) балансовая (бухгалтерская) стоимость акций — показатель отношения собственного капитала компании к количеству находящихся в обращении акций. Превышение балансовой стоимости акции над рыночной отражает тенденцию к дальнейшему росту биржевой цены;

5) ликвидационная стоимость акции представляет собой фактический объем денежных средств, приходящихся на одну акцию при реализации имущества компании в случае ее ликвидации или аукционной продажи.

Подходы к определению стоимости акций

Для определения стоимости акции в мировой финансовой практике используется множество методов оценки в рамках трех подходов. Оценка акций компании по сути отражает рыночную стоимость бизнеса. При определении стоимости ценных бумаг анализируются такие инвестиционные характеристики, как уровень ликвидности, доходность, надежность, оценивается степень их экономического

Привлечение финансирования под залог акций: роль независимой оценки

риска. При условии доступа ко всему объему внутренней и внешней информации о компании применяются следующие подходы к определению рыночной стоимости акционерного капитала:

- доходный;
- сравнительный;
- затратный.

Доходный подход при определении стоимости акций основывается на комплексной оценке показателей доходности компании: исследуются ретроспективные результаты финансовой деятельности компании, анализируется текущее финансовое положение, составляются прогнозы предполагаемых результатов финансовой деятельности компании, ожидаемых доходов и рисков в будущих периодах. Наиболее распространенными в рамках данного подхода являются следующие методы оценки:

- метод капитализации доходов;
- метод дисконтирования денежных потоков.

Суть метода капитализации доходов заключается в том, что стоимость активов компании рассчитывается на основе притока денежных средств в будущем при условии, что доходы являются стабильными или равномерно меняющимися в долгосрочном периоде времени.

Метод дисконтирования денежных потоков позволяет дать адекватную оценку текущей стоимости активов компании на основе прогнозирования ожидаемых доходов, возможно неравномерных, на определенном временном отрезке с учетом ставки дисконта. Преимущество данного метода заключается в возможности учитывать фактор времени, прогнозировать риски и анализировать рыночную конъюнктуру.

Затратный подход при определении стоимости акций основан на принципах замещения и воспроизводства аналога объекта оценки. В соответствии с данным подходом рыночная стоимость объекта оценки представляет собой величину затрат на его производство за минусом величины износа, то есть оценивается рыночная стоимость активов и обязательств компании на текущий момент. Использование затратного подхода предполагает корректировку стоимости активов компании с учетом изменений конъюнктуры фондового рынка и инфляции. При расчете рыночной стоимости собственного капитала компании в рамках затратного подхода применяются следующие методы:

- метод чистых активов;
- метод ликвидационной стоимости.



Кредитный процесс

При использовании метода чистых активов определяется индивидуальная рыночная стоимость активов компании, из которой вычитается рыночная стоимость обязательств оцениваемой компании.

При использовании метода ликвидационной стоимости определяется реализационная (ликвидационная) стоимость активов компании, из которой вычитаются все расходы, связанные с выполнением долгосрочных и краткосрочных обязательств оцениваемой компании.

Сравнительный подход при определении стоимости акций основывается на анализе уровня рыночных цен на акции сопоставимых компаний, находящиеся в свободном обращении на фондовом рынке, с учетом необходимых корректировок. Преимущество данного подхода заключается в реальном отражении сложившейся на фондовом рынке конъюнктуры спроса и предложения, позволяющем адекватно оценить возможные риски. В рамках сравнительного подхода применяются следующие основные методы определения стоимости акций:

- метод рынка капиталов;
- метод сделок;
- метод отраслевых коэффициентов.

Метод рынка капиталов основан на анализе детальной и достоверной информации о финансовой деятельности на рынке ценных бумаг публичных компаний, сопоставимых по структуре и размеру акционерного капитала. В рамках метода сделок анализируется информация о реальных сделках купли-продажи пакетов акций акционерных компаний, сопоставимых по стоимости и основным характеристикам деятельности. Метод отраслевых коэффициентов основан на применении рекомендуемых отраслевых финансовых и фондовых индексов, рассчитанных на базе статистических данных.

Особенности оценки стоимости акций

Активное развитие залогового сектора российского рынка именных ценных бумаг объясняется их, как правило, высокой ликвидностью, а также существованием единой системы регистрации прав собственности на именные ценные бумаги, что снижает риски, связанные с сохранностью объекта залога. В то же время при проведении процедуры кредитования под залог акций помимо традиционных рисков, сопутствующих данной кредитной операции, появляются дополнительные виды рисков в виде необъективной оценки рыночной стоимости акций или их обесценивания вследствие изменений конъюнктуры на фондовой бирже. Также возрастает риск недополучения прибыли и даже прямых убытков у кредитора-залогодержателя в случае ошибочного анализа финансовых показателей,

Привлечение финансирования под залог акций: роль независимой оценки

определяющих динамику фондового рынка, и, следовательно, некорректного прогноза доходности акций компании-залогодателя. Именно по этой причине сумма краткосрочной ссуды всегда меньше совокупной стоимости заложенных акций. Сумма выдаваемых кредитных средств напрямую зависит от эффективной оценки рыночной стоимости акций, наличия твердых котировок. Процентная ставка по кредиту устанавливается в индивидуальном порядке и зависит от рыночной стоимости и ликвидности акций, а также от величины кредита и срока займа.

На момент кредитования пакет акций компании должен быть освобожден от обременений и требований третьих лиц. При оформлении займа под залог акций кредитной организацией устанавливается вариационная маржа — величина допустимой корректировки текущей стоимости акции по отношению к ее рыночной стоимости на момент оформления ценной бумаги в залог. При уменьшении текущей стоимости акций на величину, выходящую за границы вариационной маржи, залогодателю необходимо погасить соответствующую сумму задолженности по займу или оформить дополнительный залог. При увеличении текущей стоимости акций залогодатель может высвободить из залога соответствующую часть своих акций.

Предположим, Банк N принял в залог акции компании M, которые были оценены независимым оценщиком. В течение года в оцениваемой компании была введена новая производственная линия, что привело к увеличению объемов производства. Спрос на продукцию компании сохранился на высоком стабильном уровне. Данные обстоятельства привели к тому, что при мониторинге стоимости пакета акций, находящегося в залоге, оценщик оценил их стоимость на 30% выше. Банк согласился с проведенной оценкой. Это позволило компании M вывести из-под залога часть акций.

Другой пример: Банк X принял в залог акции компании Y по установленной независимым оценщиком (или залоговым департаментом банка) стоимости. Банк X установил вариационную маржу в размере $\pm 15\%$ от залоговой стоимости акций. Если при мониторинге и переоценке залога выяснится, что стоимость акций меньше нижней границы, компания Y должна дополнительно внести акции в залог, а в случае, если стоимость акций окажется выше верхней границы, напротив, возможно высвобождение части акций из залога.

Необходимо учесть, что решение о погашении кредита в конце срока таит в себе большие риски. В случае снижения залоговой стоимости пакета акций до нижней допустимой границы кредитор-залогодержатель обладает правом реализовать залог. В то же

Оценка акций компании по сути отражает рыночную стоимость бизнеса. При определении стоимости ценных бумаг анализируются такие инвестиционные характеристики, как уровень ликвидности, доходность, надежность, оценивается степень их экономического риска.



Кредитный процесс

При оформлении займа под залог акций кредитной организацией устанавливается вариационная маржа – величина допустимой корректировки текущей стоимости акции по отношению к ее рыночной стоимости на момент оформления ценной бумаги в залог.

время не исключено, что заложенный пакет ценных бумаг будет реализовываться длительный период времени (ввиду низкой ликвидности), за который его стоимость может существенно снизиться. В условиях сегодняшнего финансового рынка быстрая потеря стоимости (в течение нескольких дней) может грозить даже высоколиквидным акциям крупных публичных компаний.

Изменившаяся экономическая ситуация и последовавшие за этим изменения конъюнктуры на фондовом рынке внесли существенные коррективы в требования банков в сфере кредитования как публичных, так и непубличных компаний. При работе с акциями непубличных компаний риски кредитных организаций повышаются, что связано с менее прозрачной операционной и финансовой информацией. При определении рисков необходимо провести тщательный ретроспективный и прогнозный анализ доходности закладываемых активов. Необходимо адекватная оценка реальной рыночной стоимости акций непубличной компании в условиях недостатка объективных данных на рынке слияния и поглощения с учетом информации о ликвидности активов в условиях кризиса и изменении ставок дисконтирования. В связи с рисками, возникающими у банков вследствие рыночных колебаний цен на акции, в банковской системе принято формировать комплекс последовательных мероприятий по мониторингу деятельности компаний-залогодателей. Такие мероприятия направлены на обеспечение контроля и анализа показателей динамики акций на фондовом рынке и могут реализовываться собственными силами или с привлечением специалистов независимых оценочных компаний. В случае уменьшения залоговой стоимости пакета акций кредитор-залогодержатель может потребовать у заемщика дополнительное обеспечение кредита или его частичное погашение, а при необходимости начать процедуру реализации залоговых активов. Мониторинг деятельности компаний является важным механизмом защиты интересов банковской системы в сфере кредитования с залоговым обеспечением.

В завершение необходимо отметить, что формирование структуры и условий залогового обеспечения является одним из основных приоритетов кредитной организации. На сегодняшний день широко распространена практика привлечения банками независимых оценочных компаний для получения грамотной и адекватной оценки объекта залога. Независимые оценщики на основе знания специфики финансовых операций под залог ценных бумаг разрабатывают объективные критерии формирования структуры залога с учетом характера кредитной операции, что существенно снижает риски банка при принятии решения о выдаче кредита. ER