

ОЦЕНКА СПРАВЕДЛИВОЙ СТОИМОСТИ В ТЕКУЩИХ УСЛОВИЯХ. СЛОЖНОСТИ И ПРАКТИЧЕСКИЕ СООБРАЖЕНИЯ

*А. Н. Лопатников,
ASA, MRICS,
управляющий
партнер
компании AAR*



*А. Ю. Румянцев,
CFA, директор,
финансовая оценка
и моделирование,
AAR*



Одним из наиболее амбициозных проектов Международного комитета по стандартам финансовой отчетности (IASB) за последние четверть века, безусловно, стало более широкое использование компаниями справедливой стоимости. Любая новация требует времени на адаптацию и признание рынком. На период внедрения принципов измерения и раскрытия справедливой стоимости пришлось несколько глобальных финансовых кризисов, пандемия и переосмысление рынками примата глобализации. Тем не менее инновация была признана рынком полезной, а фокус дискурса сместился с вопроса, полезна ли справедливая стоимость, на то, как ее измерять достаточно надежно и при этом не слишком затратно для составителей отчетности.

Концепция справедливой стоимости исходит из разумного и интуитивно понятного желания сделать финансовую отчетность приближенной к потребностям и реалиям финансового рынка. В определении МСФО, справедливая стоимость — это цена в сделке на условиях, типичных для сделок с измеряемым активом или обязательством, проводимой типичными для этого сегмента рынка участниками.

Поскольку рынки давно доказали, что могут быть и иррациональными, и неликвидными, а рыночная цена ненаблюдаема для многих, если не большинства активов и обязательств, МСФО ввели иерархию качества данных для измерения справедливой стоимости:

- Уровень 1 — сделки с идентичным активом (на ликвидном рынке).
- Уровень 2 — сделки с аналогичными активами (на ликвидном рынке).
- Уровень 3 — все остальное.

Не будет преувеличением сказать, что данные ни первого уровня, ни второго уровня надежности данных при измерении справедливой стоимости активов и обязательств большинства российских компаний сегодня недоступны. Для значительной части активов и обязательств составителям отчетности остаются данные и методы измерения третьего уровня иерархии МСФО.

Для заметок

Доминирование косвенных данных и собственных оценок компаний приводит к использованию значительных поправок или субъективных предположений тех, кто сегодня проводит измерение справедливой стоимости.

Первый и наиболее надежный с точки зрения стандартов МСФО и многих регуляторов способ — сравнительный анализ. Сложность текущего момента состоит в том, что, даже если какие-то данные о сделках становятся доступными публично, непонятно, как определить, все ли сделки соответствуют определению обычной сделки, как она трактуется в МСФО.

Глобальные финансовые рынки не только заметно разошлись за последние несколько лет, но и пережили несколько периодов резкого прилива энтузиазма и последующей коррекции, словно испугавшись собственного оптимизма. Особенно ярко это проявилось в сегментах, которые росли быстрее всех, — это сегмент ИТ и технологических компаний. Такая динамика делает крайне важным выбор периода для проведения сопоставимого анализа и определения уровня надежности при сопоставлении показателей компаний.

Это тем более важно при анализе российского рынка, который теперь существует фактически автономно. В такой ситуации любые сопоставления с компаниями, чьи акции обращаются на крупных и ликвидных финансовых рынках других стран, должны будут учитывать страновой дисконт. Он будет разным для разных отраслей и компаний, но важно помнить, что он может быть значительным и существенно влиять на оценку с использованием мультипликаторов, которая при этом будет ограничено надежной.

Еще один фактор, который неожиданно привлек внимание к МСФО и ГААП США, связан с недавними банкротствами в американском банковском секторе, причиной которых стали, как считают многие, не только особенности бизнес-моделей банков, но и различия в трактовке стандартами учета некоторых видов финансовых активов. Текущие редакции стандартов финансовой отчетности не только позволяют часть активов измерять по исторической стоимости, а часть по справедливой, но в отношении финансовых активов используют два разных подхода при отражении их в отчетности: финансовые инструменты, которые компания по своему усмотрению решила объявить удерживаемыми до погашения (так называемые инструменты held to maturity), могут учитываться по исторической стоимости, тогда как инструменты, отнесенные к торговому портфелю, должны отражаться по справедливой стоимости. Таким образом, одни и те же активы могут по-разному отражаться на балансе разных компаний.

Спор относительно подобной практики начался в инвестиционном сообществе не вчера, последние события снова вернули актуальность дискуссии относительно того, насколько разумно и рационально использовать в отчетности, особенно в отчетности финансовых компаний и банков, два разных подхода к отражению активов. Некоторые аналитики считают, что такая дихотомия в том числе стала причиной низкой активности в сделках по слияниям/поглощениям в европейском банков-

Эта и другие публикации доступны подписчикам в электронном виде в личном кабинете на сайте

fnotchet.ru

Активируйте код доступа подписчика.

Техническая поддержка:
msfo@fnotchet.ru

ском секторе в последние два года. Поскольку активы, удерживаемые до погашения, в случае покупки этих банков и распределения цены приобретения по правилам МСФО должны будут переоцениваться по их текущим ценам на рынке, это может привести к изменению размера капитала приобретенного банка.

Тенденция, проявившаяся в последнее время, — расхождение цен, запрашиваемых за некоторые активы с фундаментальными показателями их доходности. Показательный пример — земли, пригодные для ведения агробизнеса. Участники рынка, похоже, стали рассматривать их как защитные активы, не соотнося справедливую, по их мнению, цену с потенциальной экономической выгодой и рисками их использования. Результат получается парадоксальным, что, однако, не исключает возможности ценовой коррекции, которая сбалансирует ожидания продавцов и доходность, которую можно получить с гектара пахотной земли.

Стоит отметить еще два технических, но, на наш взгляд, важных момента, которые касаются поправок и премий при оценке справедливой стоимости сегодня. Первый — коррекция стоимости компаний может приводить к перемещению их в рэнкингах капитализации (деление компаний большой, средней и малой капитализации на децили, десять групп по размеру), которые используются при выборе премий за размер для расчета стоимости капитала. Аудиторы и некоторые инвесторы активно используют премии за размер при расчете ставки дисконтирования для расчетов на основании денежных потоков. Нелинейность премии за размер при снижении размера капитализации может переводить ее в «более низкую лигу» и тем самым заметно влиять на изменение оценки компании. Переход в обратном направлении может, наоборот, заметно повысить стоимость за счет более низкой премии за размер, однако сегодня такая проблема выглядит менее актуальной для компаний и их инвесторов.

Второе, что следует учесть, относится к сделкам по приобретению контроля, где традиционно принято рассматривать возможные премии за получение контроля, которые измеряют как превышение уплаченной цены за акцию над стоимостью той же акции на рынке до объявления о покупке компании. В разные периоды на рынке, для разных отраслей и компаний эти премии могли составлять от нуля до 50 и более процентов. Негласным правилом считалось, что ожидаемая премия может составить 20–40 %. При этом многие сделки, особенно в случае приобретения публичных компаний, прозрачных для рынка и не имевших проблем с качеством корпоративного управления, могли иметь более низкие премии за контроль, особенно если покупатель не имел заметной синергии от приобретения. Покупка компаний в сложном финансовом положении или внутригрупповые приобретения могли происходить с отрицательными премиями, хотя это скорее можно было считать исключительными случаями, например в периоды рецессий на рынке. Сегодня для сделок на российском рынке вопрос о том, стоит ли ожидать премии в случае приобретения контроля, является особенно сложным. Доступные данные и раньше не всегда указывали на наличие премий за контроль в сделках на российском рынке, сегодня тем более сложно

Для заметок

ожидать, что покупатель захочет что-то заплатить сверх рыночной капитализации компании. Не исключено, что ценность владения контролем на сегодняшнем сложном рынке для покупателя не так высока, как показывает анализ средних многолетних премий.

Эта и другие публикации доступны подписчикам в электронном виде в личном кабинете на сайте

fnotchet.ru

Активируйте код доступа подписчика.

Техническая поддержка:
msfo@fnotchet.ru

Поскольку большинство измерений справедливой стоимости сегодня делаются на основании тех или иных моделей, они представляют собой измерения mark-to-model, а не mark-to-market, как предполагалось IASB, когда комитет предлагал использовать справедливую стоимость как предпочтительный способ оценки актива или обязательства. В иерархии МСФО любая финансовая модель — это измерение на данных третьего уровня. Сегодня выбор и обоснование прогноза для финансового моделирования особенно сложная задача. Традиционный подход к прогнозированию в ситуации кризиса и спада на рынке состоял в учете трех основных факторов: какой будет глубина падения рынка, какой будет длительность падения и какой будет форма восстановления. При этом предполагается, что любой кризис будет относительно кратковременным и ситуация вернется в состояние, в котором рынок находился до его начала. Сегодня сложности с пониманием того, когда наступит и каким будет новое равновесие рынка, заметно осложняют финансовое моделирование.

Дополнительную сложность представляет выбор источников и надежность ценовых прогнозов, прогнозов обменных курсов или инфляции. Во-первых, на глобальных рынках заметен процесс, который называется «разъединение» (decoupling), который выражается в различной динамике цен на многие сырьевые товары на азиатских, европейских и североамериканских рынках. Во-вторых, экспортные цены на сырьевые товары сегодня не публичны и часто непонятны.

Инфляция во все времена являлась источником неопределенности прогнозов и причиной снижения аппетита инвесторов к долгосрочным вложениям. Публикации Банка России показывают, что вмененная инфляция, рассчитанная с использованием инструментов с защитой от инфляции, и прогнозные целевые показатели инфляции расходятся довольно сильно. Также сложно прогнозировать валютный курс, отличающийся повышенной волатильностью.

Проблема, которую раньше, как правило, даже не обсуждали, — является ли базовым предположением для всех еще вчера вполне успешных компаний условие going concern? Сегодня для некоторых компаний имеет смысл проводить дополнительный сценарный анализ, куда следует включить и анализ варианта прекращения деятельности. Сценарный анализ, включая обоснование весов сценариев, сложен не только для проведения, но и при коммуникации — для пользователей отчетности, аудиторов и регуляторов. Тем не менее такой анализ может помочь лучше понять риски и возможности действующей бизнес-модели.

В периоды высокой неопределенности последним редутом оценки стоимости обычно являются затраты, понесенные на создание тех или иных активов, или капитал, инвестированный в компанию. Сегодня затраты на замещение активов посчитать так же сложно, как и спро-

гнозировать будущие доходы от их использования. Причины, которые затрудняют такой расчет, включают не только глобальную инфляцию, инфляцию рубля и волатильный обменный курс, но и длинный список других не менее значимых новых факторов: ограничения на поставку отдельных видов продукции или услуг, логистические сложности и удорожание логистики, необходимость и возможность замены номенклатуры закупаемых изделий и услуг, качество и возможность обслуживания товара новых поставщиков, возможности финансирования.

Важный фактор, который мы уже упоминали выше, — когда на рынке возрастает волатильность, растут ставки и стоимость денег, а аппетит инвесторов к реализации долгосрочных проектов резко падает. Они предпочитают переждать неопределенность, понять, как ситуация будет развиваться дальше, реализуя реальный опцион на откладывание проекта. Такая ситуация наблюдается даже в добывающих отраслях, которые, казалось бы, должны иметь естественный хедж растущей валютной выручки и снижающихся операционных валютных затрат.

Высокий уровень неопределенности и ограниченная надежность измерения справедливой стоимости в текущих условиях означают, что приоритетным для инвестора становится не какая-то отдельная цифра, а раскрытие моделей и допущений, на основании которых она была получена. Требования участников к раскрытию измерений справедливой стоимости будут расти, включая дополнительные раскрытия, которые пока МСФО делать не предписывает. Инвесторы, как люди рациональные и разумные, безусловно, понимают, насколько компаниям сложно сегодня прогнозировать будущее. Вместо жестких цифр в финансовой отчетности и привязки к некоторым якорным индикаторам в модели им важнее понять общую логику расчета и разумность предположений, на которых он основывается.

Подводя итог, можно сказать, что сигналы сегодняшнего рынка противоречивы, их сложно интерпретировать. Не все наблюдаемые цены можно считать индикатором стоимости без тщательного и глубокого дополнительного анализа. Похоже, что коллективный рынок находится в состоянии глубокой задумчивости и ждет какого-то нового равновесия.

Справедливая стоимость — понятие нормативное, призванное обеспечить рационально рассчитанное приближенное значение рыночной цены актива или обязательства в случаях, когда активного рынка на них нет. Поэтому рациональность расчета, дополненная разумностью предположений, лежащих в его основе, призвана обеспечить наиболее надежный из возможных на сегодня вариантов измерения справедливой стоимости. Финансовая отчетность призвана помочь инвесторам принимать взвешенные, обоснованные решения даже на сложных рынках, а ее главная ценность состоит в прозрачности расчетов, раскрытии исходных данных и предположений, а также общей логики, заложенной в оценку.

Для заметок