

Застосування Тесту оператора ринкової економіки

24.04.2023
Даце Беркольде
Міхаела Марінеску

Старші експерти Проекту SESAR



ПІДТРИМКА
ЗАСТОСУВАННЯ ПРАВИЛ
ДЕРЖАВНОЇ ДОПОМОГИ
В УКРАЇНІ



EU4Business

ПРЯМУЄМО
РАЗОМ



Проект
реалізується
консорціумом на
чолі з WYG



Антимонопольний комітет України

Тест оператора ринкової економіки (TOPE)

«.....щоб визначити, чи є інвестиція державного органу державною допомогою, необхідно оцінити, чи міг би за подібних обставин приватний інвестор порівнянного розміру, який працює в звичайних умовах ринкової економіки, мати намір здійснити відповідну інвестицію».

TOPE

Принцип нейтральності

“Правовий порядок Союзу є нейтральним щодо системи власності на майно та жодним чином не порушує права держав-членів діяти як суб’єкти господарювання. Однак, коли державні органи прямо чи опосередковано здійснюють економічні операції в будь-якій формі, вони підпадають під дію правил Союзної державної допомоги”

Коли застосовується ТОРЕ?

I. Придбання холдингу органами державної влади:

- створення нової компанії
- передача власності державному сектору
- вливання свіжого капіталу
- участь у збільшенні статутного капіталу

II. Надання гарантій та позик



ПІДТРИМКА
ЗАСТОСУВАННЯ ПРАВИЛ
ДЕРЖАВНОЇ ДОПОМОГИ
В УКРАЇНІ



EU4Business

ПРЯМУЄМО
РАЗОМ



Проект
реалізується
консорціумом на
чолі з WYG



Антимонопольний комітет України

TOPE

Відповідність операції ринковим умовам можна **безпосередньо встановити** через такі ситуації:

- коли транзакція здійснюється «*pari passu*» державними установами та приватними операторами; або

- якщо це стосується продажу та купівлі активів, товарів і послуг (або інших порівнянних операцій), що здійснюються через конкурентну, прозору недискримінаційну та безумовну тендерну процедуру

Принцип «*pari passu*»

Критерії для оцінки:

- чи втручання здійснюється одночасно, чи між цими втручаннями відбувся проміжок часу та зміна економічних обставин
- чи умови угоди є однаковими для державних органів і всіх залучених приватних операторів
- чи має втручання приватних операторів реальне економічне значення
- чи можна порівняти стартову позицію державних органів і залучених приватних операторів щодо операції, беручи до уваги, наприклад, їхній попередній економічний вплив по відношенню до відповідних підприємств

Тендерна процедура

Конкурентні, прозорі, недискримінаційні та безумовні тендери

- Процедура є прозорою, якщо всі учасники мають однакову та повну інформацію
- Учасникам тендеру надається достатньо часу для підготовки своїх пропозицій
- Критерії присудження є чіткими, об'єктивними, визначеними заздалегідь і застосовуються однаково до всіх учасників торгів
- Будь-які якісні вимоги мають стосуватися мети контракту, а контракт має бути укладено з «учасником, який запропонує найвищу ціну»
- До уваги приймаються тільки надійні та обов'язкові пропозиції
- Тендер є безумовним [умови, що впливають на економічну цінність контракту, не можуть бути встановлені]

Різні підтипи та варіації...

- Принцип інвестора ринкової економіки або тест
- Тест приватного інвестора
- Порівняння приватних інвесторів (бенчмаркінг)
- Приватний продавець
- Покупець ринкової економіки
- Перевірка приватного кредитора, гаранта, кредитора, покупця, оператора тощо

TOPE

Тест приватного інвестора

- Оцініть, чи міг би за подібних обставин приватний інвестор порівнянного розміру, який працює в нормальних ринкових умовах, зробити інвестицію (наприклад, вливання капіталу)
- [достатньо висока віддача від вливання капіталу]

Тест приватного кредитора

- Порівняйте поведінку державного кредитора з гіпотетичними приватними кредиторами в аналогічній ситуації, щоб визначити, чи відбувається перегляд боргу державними кредиторами на ринкових умовах
- [максимізація повернутих коштів]

Тест приватного продавця

- Проаналізуйте, чи міг би приватний продавець за нормальних ринкових умов отримати таку ж або кращу ціну, щоб оцінити, чи продаж державним органом відповідає ринковим умовам
- [максимізація доходу від продажу]

Економічна перспектива

Точка зору інвестора
[попередній аналіз
прибутковості]

- У фінансовій угоді, укладеній державою, чи буде очікуваний прибуток прийнятним для приватного інвестора?
- Чи очікується, що проект буде достатньо прибутковим?

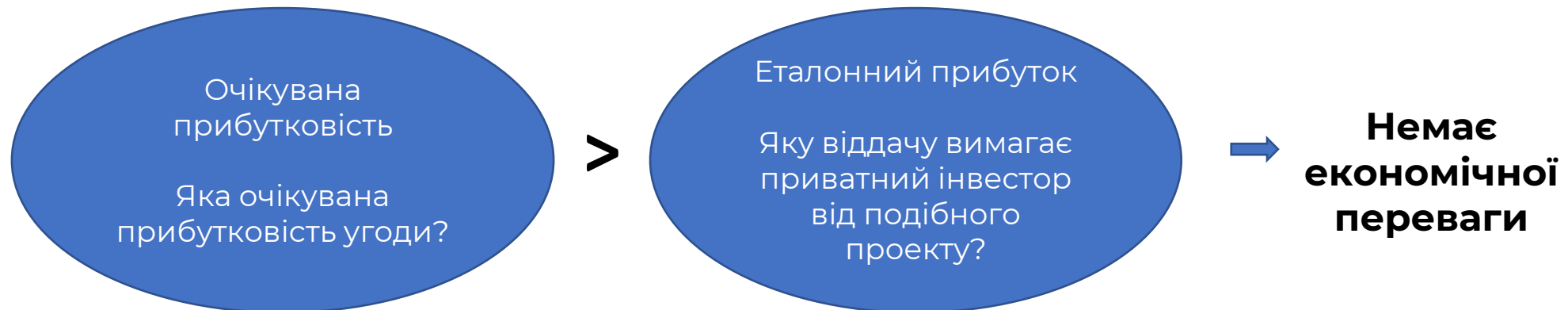
Точка зору
одержувача
[аналіз порівняння]

- Чи отримав одержувач перевагу від угоди? Від участі держави?
- Чи міг одержувач отримати подібні умови на ринку?

Попередній аналіз прибутковості

Попередня оцінка

- на основі інформації, доступної на момент прийняття рішення про втручання (не пізніше)
- залишає осторонь усі соціальні, регіонально-політичні та галузеві міркування, можливі податкові надходження



Попередній аналіз

- Попередній аналіз доступної інформації та передбачуваних подій і майбутніх ризиків на момент інвестування:
 - не має значення, якщо пізніше буде доведено, що інвестиція є прибутковою або збитковою
 - вся наступна інформація ігнорується
- Відсутність попереднього аналізу є переконливим свідченням того, що держава-член не діє як приватний інвестор

Прогнозований аналіз прибутковості: NPV

NPV = Чиста приведена вартість

NPV це сума всіх додаткових грошових потоків, очікуваних від проекту, дисконтованих на дату, коли було прийнято рішення про державне втручання

NPV > 0 Очікуваний прибуток, ТОВЕ задоволено

NPV < 0 Очікувані втрати, ТОВЕ не задоволено

Прогнозований аналіз прибутковості : IRR

IRR = Внутрішня норма прибутку

IRR > базова ставка Очікуваний прибуток, TOPE пройдено

IRR < базова ставка Очікувана втрата, тест MEOP провалено

У більшості випадків ці два правила еквівалентні:

- проект із позитивним NPV матиме IRR, вищу за базову ставку
- проект із від'ємним NPV матиме IRR нижчу від базової ставки

Компаративний (порівняльний) аналіз

- **Підбір відповідних компараторів :**

- порівняльні оператори
- порівняльні операції
- порівнювані ринки

- **Міркування при виборі компараторів :**

- терміни здійснення операцій
- особливості державних транзакцій
- можливі спотворення ринкових умов

Компараторий (порівняльний) аналіз

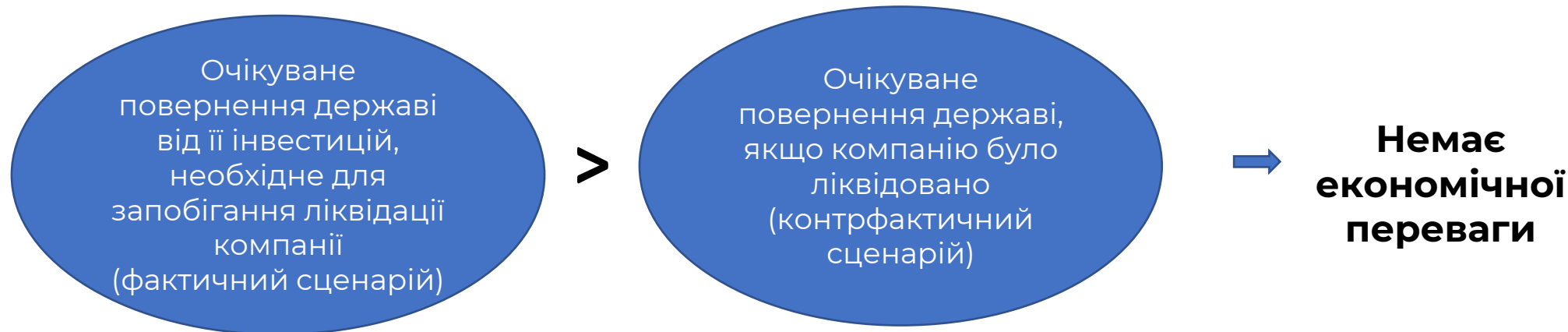
Оцінити терміни та умови державного втручання порівняно з умовами порівнянних операцій, які здійснюються подібними приватними операторами за порівнянних обставин

Компаративний аналіз: бенчмаркінг

- Аргументи, використані Єврокомісією, заперечуючи, що стягвані ціни були порівнянними з цінами в інших аеропортах
 - на ціни впливає кілька факторів
 - структура витрат і доходів значно відрізняється в різних аеропортах
 - витрати та доходи залежать від стану розвитку аеропорту
 - кількість користувачів (авіакомпанії)
 - доступна пропускна здатність за трафіком
 - стан інфраструктури та відповідних інвестицій
 - борги та інші зобов'язання
 - наявність чи відсутність державної допомоги

Контрфактичний аналіз у випадку попереднього економічного впливу на відповідний суб'єкт господарювання

Зазвичай використовується для оцінки втручання держави в акціонерний або борговий капітал компаній, які перебувають у скрутному становищі, коли держава має певний попередній економічний ризик



Розсудливий оператор ринкової економіки вибере варіант, який забезпечує найбільші прибутки (або найменші втрати)

Гарантії та позики

- державна гарантія може надати перевагу, якщо її надати за ставкою, яку не можна було б отримати на ринку без гарантії (або дозволяє отримати кредит у ситуації, коли, як виняток, позика не могла бути отримана на ринку за будь-якої ставки)

- Будь-яка гарантія, надана на умовах, які є більш сприятливими, ніж ринкові умови, враховуючи економічний стан позичальника, надає перевагу останньому (який сплачує комісію, яка не відповідає належному відображенню ризику, який бере на себе гарант)

- Необмежені гарантії не відповідають нормальним ринковим умовам

Гарантії та позики

- Ринкові ставки за позиками/гарантіями = ринкові операції компанії або порівняльні ринкові операції позик чи гарантій, здійснені вибіркою компаній-порівняльників, облігації, випущені вибіркою порівнюваних компаній
- Для проксі-серверів МСП, наданих Єврокомісією: Повідомлення про базову ставку та Повідомлення про гарантії

Приклад застосування ТОРЕ

CFR MARFA – Румунський залізничний вантажний оператор



ПІДТРИМКА
ЗАСТОСУВАННЯ ПРАВИЛ
ДЕРЖАВНОЇ ДОПОМОГИ
В УКРАЇНІ



EU4Business

ПРЯМУЄМО
РАЗОМ



Проект
реалізується
консорціумом на
чолі з WYG



Антимонопольний комітет України

ДОВІДКОВА ІНФОРМАЦІЯ

Societatea Națională de Transport Feroviar de Marfă „CFR Marfa” – S.A. („Компанія” або „CFR Marfa”) – це компанія, акціонерний капітал якої повністю належить румунській державі, працює під керівництвом Міністерства транспорту та наразі є найбільшим оператором залізничних вантажних перевезень у Румунії. CFR Marfa є однією з компаній у списку публічних компаній, які контролюються в рамках угоди з МВФ.

Румунська держава продасть акції в розмірі 51% акціонерного капіталу компанії.

Приватизація CFR Marfa включатиме конвертацію в акції непогашених боргів CFR Marfa, до яких буде додано понад xxx xxx лей заборгованості до бюджету, отриманої від CN CFR - SA

Тест приватного інвестора перевірить, чи розсудливий приватний інвестор у ситуації держави, вдасться до конвертації боргу в акції перед приватизацією, щоб забезпечити вищий ступінь реалізації свого боргу в середньостроковій перспективі.

ПРАВОВА ОСНОВА

Наявність державної допомоги виключається, якщо захід, який може становити державну допомогу, надається за обставин, що відповідають нормальним ринковим умовам. У цьому відношенні прецедентне право підтверджує, що заходи, вжиті державами-членами, становлять державну допомогу лише в тому випадку, якщо одержувач отримує економічну вигоду, яка не була б надана за звичайних умов.

Звідси випливає, що заходи, запропоновані державою для CFR Marfa, не будуть становити державну допомогу, якщо їх реалізація румунською державою відповідає тому, що держава, діючи як інвестор, могла б розумно очікувати в нормальних ринкових умовах. За цих обставин CFR Marfa не матиме переваги, і тому застосування ст. 107 (1) ДФЄС можна виключити без перевірки виконання інших вимог статті 107.

ТЕСТ ПРИВАТНОГО ІНВЕСТОРА

Щоб визначити, якою мірою певна операція створила економічну перевагу, цей тест порівнює заходи, вжиті державними органами влади, із заходами, які зазвичай вживає розсудливий приватний інвестор за аналогічних умов.

Таким чином, для цілей перевірки приватного інвестора будуть враховані лише ті витрати, які були б понесені приватним інвестором за подібних обставин, з будь-якими додатковими витратами або збитками, понесеними державою, яка представляє державну допомогу, надану CFR Marfa.

Застосування тесту приватного інвестора передбачає гіпотетичну оцінку того, як приватний інвестор діяв би по відношенню до відповідного підприємства, беручи до уваги дві можливі якості зазначеного інвестора, тобто як акціонера та як кредитора. У тій мірі, в якій курс дій держави узгоджується з курсом гіпотетичного приватного інвестора (акціонера та кредитора), у нас немає державної допомоги.

ТЕСТ ПРИВАТНОГО ІНВЕСТОРА

Виходячи з попередніх застосувань Європейською комісією та судами Співтовариства тесту приватного інвестора, наступні фактори мають значення для застосування цього принципу до цієї справи:

- (i) оцінка всіх задіяних факторів
- (ii) приватний інвестор буде прагнути до обґрунтованого прибутку у обґрунтований час,
- (iii) державу не слід порівнювати з приватним інвестором, який прагне отримати короткостроковий прибуток, і
- (iv) приватний інвестор буде зацікавлений у життєздатності/довгостроковій стабільності відповідних компаній.

Аналіз усіх відповідних факторів

Судова практика підтверджує, що для проведення гіпотетичної оцінки для цілей тесту приватного інвестора необхідно врахувати всі важливі фактори для конкретного випадку. У цьому відношенні Європейська комісія повинна провести аналіз усіх факторів, які мають відношення до відповідної операції та її контексту, включаючи статус компанії-бенефіціара та умови відповідного ринку, а також характер кредитора / акціонера, щоб перевірити, чи отримує компанія економічну перевагу, яку вона не отримала б за нормальних ринкових умов.

ТЕСТ ПРИВАТНОГО ІНВЕСТОРА

У даній справі питання полягає в тому, чи держава, як акціонер і кредитор, шляхом приватизації компанії шляхом продажу мажоритарного пакету акцій і збереження міноритарного пакету акцій, який згодом буде проданий, не отримає нижчу суму, ніж у ситуації, коли він вирішить ліквідувати компанію.

Таким чином, після приватизації держава відмовляється від статусу кредитора та мажоритарного акціонера та набуває статусу міноритарного акціонера та грошової суми в обмін на мажоритарний пакет акцій. Таким чином, перевірка спрямована на порівняння між тим, що держава могла б досягти в контексті ліквідації як акціонера та кредитора, з одного боку, і тим, що держава могла б отримати через продаж контрольного пакета акцій CFR Marfa, зберігаючи при цьому свої перспективи отримання наступного доходу як міноритарного акціонера шляхом подальшого продажу відповідної міноритарної частки, коли компанія повернеться до економічно життєздатної в результаті своїх інвестицій та модернізації новим акціонером.

ТЕСТ ПРИВАТНОГО ІНВЕСТОРА

Приватний інвестор буде прагнути отримати обґрунтований прибуток в обґрунтований час

Певна сума прибутку буде вважатися прийнятною, якщо вона відповідає найбільш обґрунтованому рівню, який можна очікувати за даних обставин. Це правило було підтверджено у справі Westdeutsche Landesbank, де суд постановив, що інвестор зазвичай не буде задоволений лише уникненням збитків або обмеженого прибутку, але, незважаючи на це, прагнутиме максимізувати свої прибутки.

Той самий принцип застосовується до стягнення боргу, приватний кредитор буде прагнути стягнути повну належну суму. Проблема застосування тесту приватного інвестора по відношенню до кредитора виникає лише тоді, коли боржник не в змозі виплатити заборгованість перед кредиторами. Таким чином, згідно з аргументацією у справі Hamsa, кожен кредитор повинен прийняти рішення, враховуючи суму, запропоновану в рамках запропонованої реструктуризації, з одного боку, і суму, яку очікується відшкодувати шляхом ліквідації компанії-боржника, з іншого боку.

У цьому випадку ми не маємо справу з гіпотезою реструктуризації боргу, порівнюючи, з одного боку, державу, як кредитора, який вирішив продати свою дебіторську заборгованість проти CFR Marfa з міноритарним пакетом акцій у приватизованій компанії, який показує перспективи отримання прибутку, або негайне виконання дебіторської заборгованості через процедуру ліквідації з іншого боку.

ТЕСТ ПРИВАТНОГО ІНВЕСТОРА

Не варто порівнювати державу з приватним інвестором, який шукає короткострокового прибутку

Рішення у справі Namsa також підтверджує, що державу не слід порівнювати з приватним інвестором, зацікавленим у короткостроковому прибутку; аналіз повинен враховувати цілі економічної політики, яку проводить держава. Тому державу слід порівнювати з холдинговою компанією чи приватною групою підприємств, які проводять структурну політику та керуються перспективами прибутковості/прибутку в довгостроковій перспективі.

Слід зазначити, що в більшості випадків, які пройшли перевірку, включно з наявною ситуацією, порівняння держави з інвестором, який прагне отримати короткостроковий прибуток, призведе до визначення приватизації як найвигіднішої альтернативи.

Зараз компанія є найбільшим оператором залізничних вантажних перевезень у Румунії з часткою ринку близько 56% за обсягом перевезених вантажів.

Щоб максимізувати стягнення боргу, необхідно порівняти значення, отримане державою за допомогою:

- продовження діяльності без ліквідації або приватизації CFR Marfa,
- приватизація мажоритарного пакету акцій і збереження в якості міноритарного акціонера компанії, що показує довгострокову прибутковість (тут ми включаємо можливість продажу Компанії разом із наявним боргом)
- ліквідація CFR Marfa та отримання негайного доходу.

ТЕСТ ПРИВАТНОГО ІНВЕСТОРА

Приватний інвестор буде зацікавлений у життєздатності/довгостроковій стабільності відповідної компанії

У випадку, якщо компанія зазнає тимчасових труднощів, приватний інвестор керуватиметься наявністю плану реструктуризації, щоб зробити компанію життєздатною.

Таким чином, необхідно порівняти вартість, отриману в результаті приватизації шляхом продажу основного пакету акцій, і стимули держави зберегти міноритарну частку в компанії, яка демонструє довгострокову життєздатність, щоб максимізувати дохід, який така частка може принести через його продаж пізніше, на відміну від стимулу держави отримати негайне стягнення боргу під час ліквідаційної процедури.

ТЕСТ ПРИВАТНОГО ІНВЕСТОРА

Інші відповідні фактори

Враховуючи те, що держава збереже міноритарну частку в CFR Marfa, Тест приватного інвестора також повинен враховувати, відповідно до Повідомлення Комісії 93/С 307/03, рівень повернення інвестицій, отриманий через продаж акцій, порівняно з ліквідаційною вартістю. Рівень прибутковості інвестицій необхідно оцінювати відносно інвестора, який шукає структурну політику, яка керується перспективами довгострокового повернення/прибутку.

Крім того, рішення держави зберегти міноритарний пакет акцій має бути виправдано життєздатним сценарієм, згідно з яким доходність інвестицій буде більшою, ніж кошти, отримані від простого продажу частки, яку держава зберігає у своєму портфелі.

Нарешті, але не менш важливо, слід зазначити, що результат тесту приватного інвестора впливає лише на сценарій конвертації боргу в акції з подальшою приватизацією. Варіант продовження діяльності як є не передбачає державної допомоги, тоді як ліквідація передбачає державну допомогу лише у виняткових ситуаціях, які не застосовуються до даного випадку.

МОЖЛИВІ НАПРЯМКИ ДІЙ КОМПАНІЇ

Здійснення діяльності без реструктуризації та приватизації

Враховуючи економічну ситуацію Компанії та зміни бюджетної заборгованості CFR Marfa, це призведе до того, що така заборгованість продовжить зростати в результаті продовження діяльності CFR Marfa без ліквідації чи приватизації, з навіть нижчими перспективами повернення, ніж зараз.

Можливо, неплатоспроможності CFR Marfa не уникнути в будь-якому випадку, якщо діяльність буде здійснюватися без ліквідації або приватизації.

Враховуючи поточний фінансовий стан Компанії, отримання довгострокового фінансування від банків для погашення простроченої заборгованості є неможливим. У цьому контексті можна зробити висновок, що за відсутності конвертації боргів в акції продовження діяльності CFR Marfa є недоцільним.

Приватизація підприємства

Сценарій приватизації передбачає, що держава конвертує борг Компанії перед Консолідованим бюджетом і перед CN CFR SA в акції з подальшим продажем контрольного пакета акцій, що становить 51% акціонерного капіталу Компанії, приватному інвестору.

МОЖЛИВІ НАПРЯМКИ ДІЙ КОМПАНІЇ

Приватизація підприємства

Сценарій приватизації передбачає, що держава конвертує борг Компанії перед Консолідованим бюджетом і перед CN CFR SA в акції з подальшим продажем контрольного пакета акцій, що становить 51% акціонерного капіталу Компанії, приватному інвестору.

Що стосується змісту аналізу, то в разі продажу акцій компаній, які зазнають фінансових труднощів, аналіз повинен включати порівняння економічних вигод держави (ціна, отримана від продажу акцій та збору дебіторська заборгованість), як у сценарії продовження діяльності, так і в сценарії ліквідації, щоб показати, що держава обрала найбільш обґрунтований та економічно вигідний варіант мінімізації збитків.

На завершення тест приватного інвестора має продемонструвати, що держава, використовуючи приватизацію, отримає більший дохід від ціни акцій разом із вартістю збереженої частки меншості, ніж була б отримана після ліквідації, як кредитор, так і акціонер.

МОЖЛИВІ НАПРЯМКИ ДІЙ КОМПАНІЇ

Ліквідація Товариства відповідно до чинного законодавства про приватизацію

Держава має можливість стягнути свою дебіторську заборгованість проти CFR Marfa. Ліквідація підприємства відбуватиметься в порядку добровільної ліквідації.

У процесі добровільної ліквідації кошти, отримані від продажу майна ліквідатором компанії, спрямовуються на погашення заборгованості компанії в порядку переваги, встановленому Законом. Як наслідок, ліквідатор повинен здійснювати виплати для задоволення вимог кредиторів, незалежно від того, чи настав термін їх сплати, з надходжень, отриманих від продажу рухомих і нерухомих активів компанії та капіталізації дебіторської заборгованості перед третіми сторонами, у такому порядку переваги:

- a) а) для покриття витрат, пов'язаних з продажем або процедурою ліквідації;
- b) б) виплатити заборговану заробітну плату за останні 3 роки, щонайбільше, до подання до Торгового реєстру рішення Загальних зборів про розпуск/ліквідацію Компанії;
- c) с) задовольнити дебіторську заборгованість кредиторів, гарантовану або заставою рухомого майна, або заставою нерухомого майна, чи іпотекою за рахунок доходів, отриманих від продажу цих активів; ці положення також застосовуються до спеціальних пільг

МОЖЛИВІ НАПРЯМКИ ДІЙ КОМПАНІЇ

Ліквідація Товариства відповідно до чинного законодавства про приватизацію

- a) г) погашення дебіторської заборгованості, що належить державі або місцевим адміністративним органам, що походить від податків чи інших податкових зобов'язань, встановлених законом, внесків до бюджету державного соціального страхування та спеціальних фондів;
- b) е) погашення державної дебіторської заборгованості, що походить від сум, сплачених Міністерством фінансів за гарантії як внутрішніх, так і зовнішніх позик, наданих Компанією, а також за іноземними кредитами, наданими під керівництвом держави, з яких були субпозики;
- c) ф) погашення дебіторської заборгованості за позиками, наданими державою, включаючи заборгованість за позиками, наданими для оплати газу та електроенергії відповідно до норм, що діяли на дату надання позики, а також позик, наданих Компанію акціонером, який представляє державу, в тому числі внаслідок безоплатних дій, здійснених відповідним акціонером.
- d) г) задоволення вимог, що належать незабезпеченим кредиторам;
- e) з) акціонерам.

РЕЗЮМЕ АНАЛІЗУ ОЦІНКИ В СЦЕНАРІЇ ПРИВАТИЗАЦІЇ

Оцінка сум, отриманих румунською державою у разі приватизації, передбачає оцінку власного капіталу компанії на основі умов стратегії приватизації. Згідно з цією стратегією, 51% акцій Компанії буде приватизовано стратегічному інвестору, тоді як решту акцій планується продати Румунії в середньостроковій перспективі.

Дата оцінки

За цих обставин аналіз оцінки включатиме розрахунок ринкової вартості 51% частки власного капіталу станом на 31.12.2012 р. та окремо розрахунок ринкової вартості залишкової частки власного капіталу (49%) за припущення, що такий капітал відсотки продаються протягом одного з 2015, 2016, 2017 та 2018 років. З метою оцінки сум, отриманих румунською державою у разі приватизації, сценарій, який буде розглянуто, буде найбільш вигідним для румунської держави.

РЕЗЮМЕ АНАЛІЗУ ОЦІНКИ В СЦЕНАРІЇ ПРИВАТИЗАЦІЇ

Основа оцінки

Використовуваним стандартом вартості є ринкова вартість, яка визначається як «орієнтовна сума, на яку має бути обміняно майно на дату оцінки між бажаючими покупцем і бажаючим продавцем у міжнародній угоді після належного маркетингу, де кожна сторона діяла обізнано, розсудливо та без примусу» (Міжнародні стандарти оцінки, видання 2011 р.).

Висновок про вартість - це розумна оцінка ціни, за якою майно можна було б обміняти між двома бажаючими сторонами. Ціна, сплачена в угоді за таке майно, може відрізнятись від ринкової вартості через такі фактори, як мотивація сторін, навички сторін у переговорах, структура угоди (наприклад, структура фінансування або інші фактори, характерні для угоди).

Передумовою застосовної вартості є безперервність діяльності. Ця передумова цінності передбачає, що керівництво Компанії впроваджуватиме лише ті перспективні фінансові та операційні стратегії, які максимізують вартість активів або суб'єктів господарювання.

РЕЗЮМЕ АНАЛІЗУ ОЦІНКИ В СЦЕНАРІЇ ПРИВАТИЗАЦІЇ

Методика оцінки

Аналіз оцінки проводився відповідно до Міжнародних стандартів оцінки 2011 року, прийнятих також Румунською асоціацією оцінювачів (ANEVAR), а також згідно з правилами найкращої практики оцінки.

Усі три підходи до оцінки (дохідний підхід, ринковий підхід та підхід до активів) були розглянуті з метою оцінки 51% частки акціонерного капіталу Компанії станом на 31.12.2012.

Оцінка бізнесу

Аналіз оцінки з використанням доходного підходу базується на припущенні, що вартість бізнесу дорівнює теперішній вартості майбутніх економічних вигод, які можуть отримати його власники. У рамках цього підходу оцінки найбільш використовуваним методом є метод дисконтованих грошових потоків. Цей метод базується на грошових потоках до власного капіталу або грошових потоках до капіталу, обчислених і дисконтованих відповідно. Цей підхід передбачає виконання наступних аналізів: аналіз доходів, витрат, оборотного капіталу, капіталовкладень, структури фінансування, залишкової вартості та ставки дисконту (включаючи аналіз ризиків, характерних для бізнесу, ринкового ризику та інвестиційного ризику).

У рамках ринкового підходу вартість визначається шляхом порівняння оцінюваного бізнесу з аналогічними підприємствами, які були придбані, продані чи об'єднані протягом останнього періоду (метод орієнтовної транзакції), або, альтернативно, порівняння з компаніями тієї ж галузі, що котируються на фондових біржах (рекомендація метод зареєстрованих компаній).



ПІДТРИМКА
ЗАСТОСУВАННЯ ПРАВИЛ
ДЕРЖАВНОЇ ДОПОМОГИ
В УКРАЇНІ



EU4Business

ПРЯМУЄМО
РАЗОМ



Проект
реалізується
консорціумом на
чолі з WYG



РЕЗЮМЕ АНАЛІЗУ ОЦІНКИ В СЦЕНАРІЇ ПРИВАТИЗАЦІЇ

Методика оцінки

Оцінка нерухомого та рухомого майна

У підході, що ґрунтується на активах, окремі активи та зобов'язання оцінюються окремо з використанням підходів і методів, що відповідають типу таких активів/зобов'язань і суттєвості їх вартості до висновку про остаточну вартість. Аналіз інформації, отриманої від керівництва Компанії, показав, що більша частина активів Компанії відноситься до наступних основних категорій: земля, будівлі та залізничне обладнання (вагони та локомотиви).

Оцінка за дохідним підходом

Вартість 51% частки акціонерного капіталу Компанії була визначена за методом дисконтованих грошових потоків. Застосування методики дисконтованих грошових потоків ґрунтувалося на моделі грошових потоків за прогнозний період 1.01.2013 – 31.12.2017, включаючи розрахунок залишкової вартості Компанії (вартість, за якою Компанію можна було б продати наприкінці період прогнозування). Грошові потоки, використані в оцінці, були безборговими грошовими потоками. Ліквідаційна вартість Компанії була визначена із застосуванням методу капіталізації грошових потоків

РЕЗЮМЕ АНАЛІЗУ ОЦІНКИ В СЦЕНАРІЇ ПРИВАТИЗАЦІЇ

Методика оцінки

Оцінка нерухомого та рухомого майна

У підході, що обґрунтовується на активах, окремі активи та оцінки зобов'язань виділені з використанням підходів і методів, які відповідають типу таких активів/зобов'язань і суттєвості їх вартості до висновку про остаточну вартість. Аналіз інформації, отриманої від керівництва Компанії, показав, що більша частина активів Компанії ефективна до наступних основних категорій: земля, будівництво та залізничне обладнання (вагони та локомотиви).

Оцінка за дохідним підходом

Вартість 51% частки акціонерного капіталу Компанії була визначена за методом дисконтованих грошових потоків. Застосування методики дисконтованих грошових потоків обґрунтовувалося на моделі грошових потоків за прогностичний період 1.01.2013 – 31.12.2017, включаючи розрахунок залишкової вартості Компанії (вартість, за якою Компанію можна було продати наприкінці періоду прогнозування). Грошові потоки, використані в оцінці, були безборговими грошовими потоками. Ліквідаційна вартість Компанії була визначена із застосуванням методу капіталізації грошових потоків

РЕЗЮМЕ АНАЛІЗУ ОЦІНКИ В СЦЕНАРІЇ ПРИВАТИЗАЦІЇ

Підхід до оцінки активів

Оцінка боргу

Розрахунок скоригованої вартості чистих активів

Оцінка за ринковим підходом

Метод керівних компаній, зареєстрованих на біржі, за ринкового підходу базується на порівнянні оцінюваного бізнесу з аналогічними компаніями, зареєстрованими на біржі. Порівнянні компанії були обрані на основі коду діяльності для залізничної галузі. При розгляді лише компаній, основною діяльністю яких є залізничні перевезення вантажів, була отримана аналогічна група з 13 компаній.

Для відібраних компаній основні фінансові показники за останній звітний період і ринкова капіталізація на дату оцінки були отримані з бази даних Bloomberg.

РЕЗЮМЕ АНАЛІЗУ ОЦІНКИ В СЦЕНАРІЇ ПРИВАТИЗАЦІЇ

Висновок про ринкову вартість 51% акціонерного капіталу

Розрахунок ринкової вартості власного капіталу Компанії здійснювався з використанням двох із трьох підходів до оцінки: дохідного підходу (метод дисконтованих грошових потоків) та підходу на основі активів (метод скоригованих чистих активів).

Ринковий підхід не застосовувався через особливий фінансовий стан Компанії, що робило її не порівнянною з компаніями групи аналогів

РЕЗЮМЕ АНАЛІЗУ ОЦІНКИ В ПРИПУЩЕННІ ЛІКВІДАЦІЇ

Основа вартості

У рамках альтернативи ліквідації станом на 31.12.2012 р. вартість скоригованих чистих активів Компанії була розрахована станом на 31.12.2012 р. за припущенням ліквідації її активів з наступним погашенням боргу. Застосовною вартістю є ліквідаційна вартість, яка визначається як «вартість, яку можна отримати шляхом продажу активу або частки бізнесу в умовах обмеженого впливу на ринок протягом обмеженого періоду часу». Застосовна передумова оцінки полягає в тому, що активи продаватимуться поштучно (а не розглядатимуться як частина функціональної одиниці) з урахуванням здатності ринку до поглинання відповідної категорії активів.

Методика оцінки

Ринкова вартість отриманих активів і зобов'язань була скоригована на ліквідаційний дисконт для відображення умов обмеженого впливу на ринок. Аналіз ліквідації враховував привабливість активів для потенційних покупців, здатність ринку поглинути кількість активів, запропонованих для продажу, і час, необхідний для процесу ліквідації.

РЕЗЮМЕ АНАЛІЗУ ОЦІНКИ В ПРИПУЩЕННІ ЛІКВІДАЦІЇ

Розрахунок ліквідаційної вартості

Розрахунок ліквідаційної вартості активів Компанії станом на 31.12.2012 проведено шляхом застосування відповідних ліквідаційних дисконтів до розрахованої ринкової вартості активів.

Основні засоби

Щоб розрахувати ліквідаційну вартість земельних ділянок, ліквідаційна знижка, застосована до ринкової вартості землі, відображає час і витрати, понесені в процесі продажу, а також вплив потенційного насичення ринку у випадку великої пропозиції.

Фінансові інвестиції

У випадку з дочірніми компаніями Компанії вважалось, що інтерес потенційних інвесторів до придбання діяльності цих компаній буде низьким і що ліквідація буде здійснена шляхом поштучного продажу. За цим сценарієм ліквідаційна вартість була розрахована шляхом застосування дисконту від 50% до 60% до балансової вартості.

РЕЗЮМЕ АНАЛІЗУ ОЦІНКИ В ПРИПУЩЕННІ ЛІКВІДАЦІЇ

Розрахунок ліквідаційної вартості

Оборотні активи

Ліквідаційна вартість запасів була оцінена шляхом застосування дисконту в діапазоні 60% - 70% до їхньої чистої балансової вартості.

Ліквідаційну вартість дебіторської заборгованості було визначено після застосування дисконту від 70% до 80% до чистої балансової вартості, враховуючи високий ризик стягнення деяких із дебіторської заборгованості та часову вартість грошей.

Зобов'язання

Зобов'язання були оцінені за їх балансовою вартістю.

ЗАСТОСУВАННЯ ТЕСТУ ПРИВАТНОГО ІНВЕСТОРА

Передумови тесту приватного інвестора

У випадку Компанії застосування тесту приватного інвестора вимагає порівняння загальних сум грошових коштів, зібраних румунською державою (в якості акціонера та кредитора) за сценарієм приватизації (з дисконтом до 31.12.2012) з зібраних у сценарії ліквідації.

Грошові збори румунською державою за сценарієм приватизації

Грошові суми, зібрані румунською державою за сценарієм приватизації, такі:

- Надходження від продажу 51% акцій Компанії (ринкова вартість на 31.12.2012)
- Надходження від продажу залишкової (49%) частки акціонерного капіталу Компанії в 2017 році, дисконтовані до 31.12.2012.
- Стягнення дебіторської заборгованості до Державного бюджету (не включено до конвертації боргу в капітал) та дебіторської заборгованості державних установ перед Компанією (враховані в балансі станом на 31.12.2012), які мають бути стягнені в повному обсязі в у випадку приватизації, за умови, що таке стягнення відбувається на дату оцінки.

ЗАСТОСУВАННЯ ТЕСТУ ПРИВАТНОГО ІНВЕСТОРА

Висновок Тесту приватного інвестора

Порівняння грошових сум, зібраних румунською державою за двома сценаріями (приватизація та ліквідація) як акціонера та кредитора, показує, що з суто фінансової перспективи сценарій приватизації є більш вигідним для держави, ніж сценарій ліквідації

Висновок тесту інвестора ринкової економіки

Суми, які має стягнути держава за сценарієм ліквідації:

як акціонер -

як кредитор 916,965

Всього 916,965

Суми, які має отримати держава за сценарієм приватизації:

як акціонер 893,500

як кредитор 188,987

Всього 1,082,487

Дякуємо за увагу!

Чи маєте запитання?



ПІДТРИМКА
ЗАСТОСУВАННЯ ПРАВИЛ
ДЕРЖАВНОЇ ДОПОМОГИ
В УКРАЇНІ



EU4Business

ПРЯМУЄМО
РАЗОМ



Проект
реалізується
консорціумом на
чолі з WYG



Антимонопольний комітет України