

**Общероссийская общественная организация
«Российское общество оценщиков»**

**Система нормативных и методических документов
Российского общества оценщиков
(СНМД РОО)**

**Методические рекомендации
по применению премий и скидок
за наличие или отсутствие
элементов контроля при оценке
пакетов акций и долей участия
в уставных капиталах компаний**

СНМД РОО 04-020-2015

Издание официальное

**Москва
2015**

Предисловие

1. Разработаны членом РОО, д-ром экон. наук Ю.В. Козырем.
2. Приняты и введены в действие решением Методического совета РОО от 5 ноября 2015 г.
3. Методические рекомендации полностью соответствуют Уставу Общероссийской общественной организации «Российское общество оценщиков» (свидетельство о государственной регистрации № 1027700149146 от 22.08.2002).
4. В настоящих методических рекомендациях реализованы принципы стандартизации, используемые в Российской Федерации в соответствии с Федеральным законом № 135-ФЗ от 29.07.1998 «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», Федеральным законом № 184-ФЗ от 27.12.2002 «О техническом регулировании», а также методологические подходы, изложенные в Международных стандартах Международной организации по стандартизации (International organization for Standardization), Международных стандартах оценки Международного совета по стандартам оценки (International Valuation Standards Council — IVSC) и в Европейских стандартах оценки Европейской группы ассоциаций оценщиков (The European Group of Valuers' Associations — TEGoVA).
5. Введены впервые.

Содержание

Введение	B.1 – B.3
1. Область применения	1.1 – 1.3
2. Используемые термины и их определения	2.1 – 2.2
3. Основные положения	3.1 – 3.12
4. Нормативные ссылки	4.1
5. Оценка стоимости контроля	5.1 – 5.4
5.1. Исходные предпосылки	5.1.1 – 5.1.9
5.2. Расчет ценовых скидок и премий при наличии контрольного и отсутствии блокирующего пакетов	5.2.1 – 5.2.15
5.3. Расчет ценовых скидок и премий при наличии контрольного и блокирующего пакетов	5.3.1 – 5.3.19
5.4. Общий подход к определению размеров премии за контроль и скидки за отсутствие контроля	5.4.1 – 5.4.12
6. Оценка стоимости акций при формировании тендерных предложений	6.1 – 6.7
7. Определение стоимости контроля на основе цен тендерных предложений	7.1 – 7.13
8.. Альтернативные методы определения стоимости контроля	8.1 – 8.5
8.1. Методика Асваата Дамодарана	8.1.1 – 8.1.5
8.2. Методика Диева	8.2.1 – 8.2.3
8.3. Методика Козлова	8.3.1 – 8.3.4
8.4. Методика Шеннона Пратта	8.4
8.5. Методика Джеймса Р. Хитчнера	8.5
9. Интегрированная теория оценки бизнеса	9.1 – 9.3
Дата вступления в силу	
Рекомендуемые литературные источники	

Введение

В.1. Настоящие методические рекомендации саморегулируемой организации оценщиков «Общероссийская общественная организация «Российское общество оценщиков» (далее — РОО) по применению премий и скидок за наличие или отсутствие элементов контроля при оценке пакетов акций и долей участия в уставных капиталах компаний разработаны в соответствии с Федеральным законом от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», федеральными стандартами оценки в рамках Системы нормативных и методических документов РОО (СНМД РОО).

В.2. Методические рекомендации разработаны для использования членами РОО при осуществлении ими профессиональной оценочной деятельности в области оценки пакетов акций и долей участия в уставных капиталах компаний.

В.3. Методические рекомендации входят в состав Системы нормативных и методических документов РОО (СНМД РОО).

1. Область применения

1.1. Настоящие методические рекомендации (далее — МР) предназначены для использования в процессе оценки стоимости контрольных и неконтрольных (миноритарных) пакетов акций и/или долей участия в уставном капитале компаний.

1.2. Применение настоящих МР ограничено ситуациями, при которых оценщики располагают следующей информацией:

- результатами оценок стоимости капитала компаний или пакетов акций, выполненных методами оценки, позволяющими получать величину стоимости на контрольном и миноритарном уровнях;
- информацией о сделках с контрольными, блокирующими или миноритарными пакетами акций.

1.3. Настоящие Методические рекомендации применимы также для проведения экспертизы оценки пакетов акций и долей участия в уставных капиталах компаний в соответствии с требованиями Федерального стандарта оценки (далее — ФСО) ФСО № 5.

2. Используемые термины и определения

2.1. При проведении оценки стоимости контрольных и неконтрольных (миноритарных) пакетов акций и/или долей участия в капитале компаний используются нормативные термины и понятия, определения которых приведены в Гражданском кодексе РФ, в законодательстве Российской Федерации об оценочной деятельности, в том числе в Федеральном законе «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», федеральных стандартах оценки и других актах уполномоченного федерального органа, осуществляющего функции по нормативно-правовому регулированию оценочной деятельности, в стандартах и правилах оценочной деятельности и методических рекомендациях СРО РОО.

2.2. Для целей настоящих методических рекомендаций ниже приведены дополнительные термины и их определения, которые используются в оценке стоимости контрольных и неконтрольных (миноритарных) пакетов акций и/или долей участия в капитале компаний:

Контроль — особый объект имущественных прав, возникающий вследствие наличия двух составляющих: 1) перераспределении благ от миноритарных акционеров (участников) к контролирующим акционерам (участникам); 2) возможностей комбинирования ресурсов контролируемой компании с ресурсами других компаний.

Элементы контроля — набор прав и возможностей, предоставляющих обладающим ими лицам дополнительные выгоды во владении и управлении деятельностью хозяйствующих субъектов.

Премия за контроль (премия за наличие элементов контроля) — надбавка к стоимости пакета акций (доли участия в капитале компании), определенных на пропорциональной или миноритарной основе, вследствие наличия у оцениваемого пакета акций (оцениваемой доли участия в капитале компании) полного или частичных элементов контроля над деятельностью соответствующего хозяйствующего субъекта.

Скидка за отсутствие контроля (скидка за отсутствие элементов контроля) — скидка к стоимости пакета акций или доли участия в капитале компании, определенных на пропорциональной или мажоритарной основе, вследствие отсутствия у оцениваемого пакета акций (оцениваемой доли участия в капитале компании) полного или частичных элементов контроля над деятельностью соответствующего хозяйствующего субъекта. Применяется в случаях, когда необходимо осуществить переход от стоимости акции (доли участия в капитале компании), полученной на основе методов, которые позволяют определить стоимость с учетом элементов контроля или на пропорциональной основе, к стоимости акции (доле участия в капитале компании) без учета элементов контроля.

Миноритарный пакет акций (миноритарная доля участия в капитале компании) — пакет акций (доля участия в капитале компании), не предоставляющий своему владельцу право участвовать в управлении имуществом и операционной деятельности компании (например, входить в совет директоров компании, созывать внеочередные собрания акционеров и иметь доступ ко всей внутренней информации компании) иначе, чем посредством участия в общем собрании акционеров (учредителей) компании. Как правило (но не всегда), миноритарные пакеты акций (доли участия в капитале компаний) составляют менее 25 % уставного капитала. В большинстве случаев размер миноритарных пакетов акций (долей участия в капитале компании) составляет менее 10 % уставного капитала компании.

Стратегически значимый пакет акций — пакет акций, предоставляющий своему владельцу частичные права на участие в управлении имуществом и операционной деятельности компании (например, имеется возможность входить в совет директоров компании, созывать внеочередные собрания акционеров). Как правило, стратегически значимые пакеты акций (доли участия в капитале компаний) составляют от 10 до 25 % уставного капитала.

Блокирующий пакет акций — пакет акций (доля участия), предоставляющий своему владельцу частичные права на участие в управлении имуществом и операционной деятельности компании (например, имеется возможность входить в совет директоров компании, созывать внеочередные собрания акционеров и иметь доступ ко всей внутренней информации компании), а также блокировать решения остальных акционеров (участников). Величина блокирующего пакета акций (доли участия в капитале компаний) больше или равна 25 % уставного капитала компании + 1 акция.

Контрольный (мажоритарный) пакет акций (контрольная/мажоритарная доля участия в капитале компании) — пакет акций (доля участия в капитале компании), предоставляющих своему владельцу право участия в управлении имуществом и операционной деятельности компании (например, позволяет входить в совет директоров компании, созывать внеочередные собрания акционеров и иметь доступ ко всей внутренней информации компании). Как правило (но не всегда), контрольные пакеты акций (доли участия в капитале компаний) составляют более 50 % общего числа голосующих акций компании. В ряде случаев (например, при сильной распыленности остальных пакетов акций/долей участия в капитале компаний) величина контрольного пакета может быть менее 50 % общего числа голосующих акций компании (менее 50 % доли участия в капитале компании).

Суперконтрольный пакет акций — пакет акций (доля участия в капитале компании), предоставляющих своему владельцу право единоличного принятия всех решений в компании. Величина суперконтрольного пакета акций (доли участия в капитале компаний) составляет более 75 % общего числа голосующих акций компании.

3. Основные положения

3.1. Феномен корпоративного контроля в стоимостном разрезе представляет собой право перераспределения фактически большей части долевых имущественных интересов акционеров при юридическом обладании меньшей частью имущества компании. Это право обусловлено законодательным и нормативным делегированием ряда полномочий по управлению имуществом и финансово-хозяйственной деятельностью компаний их управляющим, назначаемым, как правило, наиболее крупными акционерами компании. Делегирование полномочий означает добровольный (а для некоторых миноритарных акционеров скорее «добровольно-принудительный») отказ акционеров от части имущественных прав по распоряжению собственным имуществом.

3.2. Назначенные большинством акционеров управляющие, действуя в интересах вверенной им компании, прежде всего, заботятся об интересах выбравших их крупнейших акционеров. Так, иногда назначенные крупнейшими акционерами управляющие, используя несовершенства действующего законодательства, уводят часть прибыли компании в другие свои «карманные» компании, чем откровенно ущемляют интересы остальных акционеров. Для этого они используют широко известные схемы трансфертного ценообразования, вывода активов, разнесения центров прибыли и затрат в рамках созданных холдинговых структур.

3.3. Все это приводит к отличию фактических долей участия разных групп акционеров от их номинальных долей. Степень такой непропорциональности различается от компании к компании в зависимости от сбалансированности интересов акционеров и наличия или отсутствия «серых» схем увода прибыли из компании: минимальная степень непропорциональности присуща прозрачным компаниям со сбалансированной структурой акционеров, максимальная — непрозрачным компаниям, практикующим нарушения прав миноритарных акционеров.

3.4. Следствием непропорциональности прав является различная стоимость акций в составе разных пакетов: как правило, в стратегически крупных голосующих пакетах (абсолютно контрольном (75 %), контрольном (50 % + 1 акция) и/или блокирующем (25 % +

1 акция)) стоимость одной акции выше стоимости одной акции в составе миноритарных пакетов.

3.5. Указанное различие будет тем сильнее, чем больше ущемляются интересы миноритарных акционеров, например, при наличии неблагоприятной для них структуры акционерного капитала, при которой абсолютно контрольный пакет акций принадлежит одному лицу, или когда топ-менеджеры компании манипулируют дивидендами и дополнительными эмиссиями акций по закрытой подписке, приводящими к размыванию пакетов миноритарных акционеров.

3.6. Описанное выше перераспределение имущественных прав является источником существования особого объекта имущественных прав — контроля, который также имеет свою стоимость.

3.7. Ценность контроля базируется на двух составляющих: перераспределении благ от миноритарных акционеров к контролирующим акционерам (фактор «перетягивания одеяла на себя») и возможностях комбинирования ресурсов контролируемой компании с ресурсами других компаний.

3.8. *Первая составляющая* включает добровольное делегирование прав всех акционеров (в части оперативного управления их имуществом) контролирующей группе акционеров, и возможность последних назначать трансфертные цены, по которым компания рассчитывается с поставщиками и потребителями.

3.9. Делегирование прав акционеров топ-менеджерам, назначаемым контролирующими акционерами, подразумевает получение позитивного эффекта от их влияния на вполне легитимные решения по назначению высоких бонусов, окладов и всяческих привилегий, а также выплате дивидендов, привлечению новых источников финансирования и операциям с активами компании.

3.10. Легитимность таких решений достигается благодаря решениям «своего» менеджмента по вопросам, не требующим одобрения большинства акционеров, а также в результате «продавливания» нужных решений на собраниях акционеров за счет большего числа голосов. В то же время манипуляции с трансфертными ценами, такие как увод прибыли через трансферты, назначение сверхвысоких размеров вознаграждения топ-менеджеров без предусмотренного согласования с остальными акционерами и т. п., являются не вполне легитимными, а зачастую и вовсе нелегитимными действиями.

3.11. *Вторая составляющая* — это дополнительные возможности комбинирования ресурсов контролируемой компании с ресурсами других компаний, в том числе аффилированными по отношению к контролирующим акционерам. Ее особенностью является легитимность и получение единоличной выгоды контролирующими акционерами при нена-

несении ущерба остальным акционерам компании. Например, в силу своего положения контролирующему акционеру компании А стала доступна информация, которую он с успехом может использовать для реализации возможностей по извлечению выгоды в другой принадлежащей ему компании В.

3.12. Для количественного измерения влияния фактора контроля на стоимость акций в составе различных пакетов в зависимости от сложившейся структуры акционерного капитала и норм корпоративного управления возможно применение созданного автором вычислительного аппарата, описание которого представлено в настоящих методических рекомендациях.

4. Нормативные ссылки

4.1. Настоящие методические рекомендации разработаны в соответствии с нормами и требованиями, установленными в следующих документах:

- Гражданский кодекс РФ (части I и IV);
- Федеральный закон № 135-ФЗ от 29.07.1998 «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (в ред. федеральных законов от 21.12.2001 № 178-ФЗ, от 21.03.2002 № 31-ФЗ, от 14.11.2002 № 143-ФЗ, от 10.01.2003 № 15-ФЗ, от 27.02.2003 № 29-ФЗ, от 22.08.2004 № 122-ФЗ, от 05.01.2006 № 7-ФЗ, от 27.07.2006 № 157-ФЗ, от 05.02.2007 № 13-ФЗ, от 13.07.2007 № 129-ФЗ, от 24.07.2007 № 220-ФЗ, от 30.06.2008 № 108-ФЗ, от 07.05.2009 № 91-ФЗ, от 17.07.2009 № 145-ФЗ, от 27.12.2009 № 343-ФЗ, от 27.12.2009 № 374-ФЗ, от 22.07.2010 № 67-ФЗ, от 28.12.2010 № 431-ФЗ, от 01.07.2011 № 169-ФЗ, от 11.07.2011 № 200-ФЗ, от 21.11.2011 № 327-ФЗ, от 30.11.2011 № 346-ФЗ, от 03.12.2011 № 383-ФЗ, от 07.06.2013 № 113-ФЗ, от 02.07.2013 № 185-ФЗ, от 23.07.2013 № 249-ФЗ, от 12.03.2014 № 33-ФЗ, от 04.06.2014 № 143-ФЗ, от 21.07.2014 № 225-ФЗ, от 31.12.2014 № 499-ФЗ, от 08.03.2015 № 48-ФЗ, от 08.06.2015 № 145-ФЗ, от 13.07.2015 № 216-ФЗ, с изменениями, внесенными Федеральным законом от 18.07.2009 № 181-ФЗ, от 28.07.2012 № 144-ФЗ);
- Федеральный закон № 208-ФЗ от 26.12.1995 «Об акционерных обществах» (действующая редакция от 29.06.2015);
- Федеральный закон № 14-ФЗ от 08.02.1998 «Об обществах с ограниченной ответственностью» (действующая редакция на 29.06.2015);

- Федеральный стандарт оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО № 1)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 20.05.2015 № 297);
- Федеральный стандарт оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 20.05.2015 № 298);
- Федеральный стандарт оценки «Требования к отчету об оценке (ФСО № 3)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 20.05.2015 № 299);
- Федеральный стандарт оценки «Определение кадастровой стоимости объектов недвижимости (ФСО № 4)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 22.10.2010 № 508);
- Федеральный стандарт оценки «Виды экспертизы, порядок ее проведения, требования к экспертному заключению и порядку его утверждения (ФСО № 5)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 04.07.2011 № 328);
- Федеральный стандарт оценки «Требования к уровню знаний эксперта саморегулируемой организации оценщиков (ФСО № 6)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 07.11.2011 № 628);
- Федеральный стандарт оценки «Оценка недвижимости (ФСО № 7)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 25.09.2014 № 611);
- Федеральный стандарт оценки «Оценка бизнеса (ФСО № 8)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 01.06.2015 № 326);
- Федеральный стандарт оценки «Оценка для целей залога (ФСО № 9)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 01.06.2015 № 327);
- Федеральный стандарт оценки «Оценка стоимости машин и оборудования (ФСО № 10)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 1 июня 2015 № 328);
- Федеральный стандарт оценки «Оценка нематериальных активов и интеллектуальной собственности (ФСО № 11)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 22.06.2015 № 385);
- Международные стандарты оценки МСО 2011. Международный стандарт оценки МСО 200. Бизнес и права участия в бизнесе;
- Профессиональные стандарты оценки RICS. Январь 2014. VPGA 3 «Оценка коммерческих предприятий и долей в них».

5. Оценка стоимости контроля

5.1. Исходные предпосылки

5.1.1. Стоимость 100%-ного пакета акций можно определить одним (или несколькими) из методов, учитывающих стоимость контроля, и методами, не учитывающими стоимость контроля. Известные биржевые цены акций и цены акцептованных тендерных предложений о покупке определенных пакетов акций также могут быть источником определения рыночной стоимости пакетов акций.

5.1.2. Оценку стоимости контроля можно осуществить прямым и косвенным способом.

5.1.3. Прямой способ наиболее точен, однако необходимые для его применения данные, как правило, наименее доступны (информация о доле затрат, идущая на личное обогащение главных акционеров и относимых на управленческие и коммерческие расходы, а иногда и на себестоимость, как правило, недоступна сторонним наблюдателям).

5.1.4. При адекватной оценке генерируемого контролем денежного потока определение стоимости контроля осуществляется методом дисконтированных денежных потоков¹.

5.1.5. В случае невозможности определения реального денежного потока контроля оценку стоимости контроля (и скидки за отсутствие элементов контроля) можно осуществить косвенным способом².

5.1.6. При косвенном способе оценки стоимость контроля определяют следующим образом³:

$$CV = MC_c - MC = 120 - 100 = 20, \quad (1)$$

где MC_c — взвешенная оценка рыночной капитализации с учетом стоимости контроля, полученная расчетным путем методами, учитывающими стоимость контроля⁴, либо на основе цен акцептованных тендерных предложений о приобретении стратегически значимых пакетов (здесь для примера $MC_c = 120$); $MC = p \times N$ — рыночная капитализация без

¹ Оценка *рыночной* стоимости контроля в общем случае не подразумевает оценку составляющей контроля, основанной на легитимных возможностях комбинирования ресурсов, — учет этой составляющей возможен лишь в рамках определения *инвестиционной* стоимости контроля, определяемой посредством опционных либо иных соответствующих методик расчета.

² В МР представлены рекомендации по определению величин премий за контроль и скидок за отсутствие элементов контроля, основанные на косвенном подходе. Для наглядности изложения в представленную методологию интегрированы расчетные примеры.

³ Для простоты изложения здесь и далее не будут указаны денежные единицы, соответствующие расчетным величинам стоимости.

⁴ Такими методами являются, в частности, методы дисконтированных денежных потоков и скорректированных чистых активов. Получение объективной взвешенной оценки возможно лишь при наличии имеющих одинаковый порядок результатов оценок, полученных в рамках применения методов скорректированных чистых активов и дисконтированных денежных потоков.

учета стоимости контроля (здесь для примера $MC = 100$); p — биржевая цена одной акции или расчетная стоимость одной акции, полученная одним из методов, определяющих стоимость акций без учета контроля⁵ (здесь для примера $p = 1$); N — общее количество акций компании (здесь для примера $N = 100$).

5.1.7. Между MC_c и MC существуют следующие зависимости:

$$MC_c = MC \times (1 + pr_0); \quad (2)$$

$$MC = MC_c \times (1 - c_d), \quad (3)$$

где pr_0 — относительный размер премии за контроль в 100%-ном пакете акций (или в 100%-ной доле участия в уставном капитале); c_d — скидка за отсутствие контроля в 100%-ном пакете акций.

5.1.8. Из выражений (2) и (3) вытекают очевидные равенства:

$$pr_0 = \frac{MC_c}{MC} - 1 = \frac{120}{100} - 1 = 0,2; \quad (4)$$

$$c_d = 1 - \frac{MC}{MC_c} = 1 - \frac{100}{120} = 0,167; \quad (5)$$

$$pr_0 = \frac{c_d}{1 - c_d}, \quad (6)$$

$$c_d = \frac{pr_0}{1 + pr_0}. \quad (7)$$

5.1.9. При оценке акционерного капитала следует учесть стоимость опционов топ-менеджеров компании (если в компании практикуется участие в прибыли ее руководителей, прописанное в контрактах, заключенных между компанией и топ-менеджерами). В дальнейшем будем полагать, что оценки MC и MC_c уже учитывают данный фактор.

5.2. Расчет ценовых скидок и премий при наличии контрольного и отсутствии блокирующего пакетов

5.2.1. Расчет премий и скидок для случая, когда в структуре акционерного капитала есть один контрольный пакет и отсутствует блокирующий пакет (т. е. остальные пакеты разпылены).

⁵ Таким методом является, например, сравнительный метод на базе отраслевых мультипликаторов, в итоговом результате которого учтена при необходимости скидка на неликвидность (если акции компаний-аналогов обращаются на организованном рынке ценных бумаг (ОРЦБ), а акции оцениваемой компании не обращаются на ОРЦБ), но не учтена скидка на неконтрольный размер пакета.

5.2.2. При отсутствии блокирующего пакета стоимость контроля целиком приходится на контрольный пакет и не приходится на остальные пакеты. Стоимость контрольного пакета акций будет равна⁶:

$$P_c = p_a \times N_c + K_{nc} \times CV = MC_c \times K_c + K_{nc} \times CV = p \times N_c + CV = K_c \times MC + CV, \quad (8)$$

где p_a — расчетная стоимость одной акции в составе обезличенного пакета акций, т. е. когда нет информации о характере пакета — неизвестно, является ли он контрольным, или нет (для примера $p_a = MC_c/N = 1,2$); N_c — общее количество акций в составе контрольного пакета акций (для примера $N_c = 51$); K_{nc} — размер неконтрольной доли (для примера $K_{nc} = N_{nc}/N = 0,49$. Здесь $N_{nc} = 49$ — общее количество акций в составе неконтрольных пакетов акций); K_c — размер контрольной доли (для примера $K_c = N_c/N = 0,51$);).

В первой и второй правых частях формулы (8) p_a и MC_c уже содержится часть премии за контроль, поэтому к первому слагаемому каждой из этих формул добавляется лишь часть премии ($K_{nc} \times CV$), оставшейся у неконтрольного пакета.

5.2.3. С учетом сделанных обозначений определим стоимость контроля, скидки и премии за контроль:

$$P_c = 1,2 \times 51 + 0,49 \times 20 = 120 \times 0,51 + 0,49 \times 20 = 1 \times 51 + 20 = 0,51 \times 100 + 20 = 71.$$

5.2.4. Стоимость одной акции в составе контрольного пакета акций составляет

$$p_{1c} = \frac{P_c}{N_c} = p + \left(1 + \frac{N_{nc}}{N_c}\right) \times \frac{CV}{N} = \frac{MC_c}{N} + N_{nc} \times \frac{CV}{N/N_c} = \frac{MC + (1 + N_{nc}/N_c) \times CV}{N} =$$

$$= \frac{71}{51} = 1 + \left(1 + \frac{49}{51}\right) \times \frac{20}{100} = \frac{120}{100} + 49 \times \frac{20/100}{51} = \frac{100 + (1 + 49/51) \times 20}{100} = 1,392. \quad (9)$$

Подчеркнутый вариант формулы (9) наглядно демонстрирует, что стоимость одной акции в составе контрольного пакета акций не равна простому частному от деления капитализации с учетом контроля на количество акций — она (эта стоимость) превышает эту пропорцию на $N_{nc} \times \frac{CV}{N/N_c}$.

5.2.5. Стоимость неконтрольного пакета акций составляет

$$p_{nc} = p_a \times N_{nc} - K_{nc} \times CV = K_{nc} \times (MC_c - CV) = p \times N_{nc} = K_{nc} \times MC =$$

$$= 1,2 \times 49 - 0,49 \times 20 = 0,49 \times (120 - 20) = 1 \times 49 = 0,49 \times 100 = 49, \quad (10)$$

⁶ Здесь и далее намеренно приводятся несколько формул с тем, чтобы оценщики могли воспользоваться наиболее удобной из них в зависимости от имеющихся у них исходных данных.

(т. е. если известна биржевая цена p , то ее умножают на N_{nc} , а если известно расчетное значение MC , то на K_{nc}).

5.2.6. Стоимость одной акции при выкупе у несогласных миноритарных акционеров составляет

$$p_{inc} = \frac{p_{nc}}{N_{nc}} = \frac{MC}{N} = \frac{MC_c - CV}{N} = \frac{49}{49} = \frac{100}{100} = \frac{120 - 20}{100} = 1. \quad (11)$$

5.2.7. Сумма стоимостей контрольного и неконтрольного пакетов должна составлять «истинную» (фундаментальную, базовую) стоимость 100%-ного пакета, определенную с учетом стоимости контроля:

$$71 + 49 = 120 = MC_c.$$

Как видно, это условие выполняется.

5.2.8. Получив значения стоимостей одной акции в составе контрольного и неконтрольного пакетов (что, собственно, и требуется в итоге), определяют значения скидок и премий.

5.2.9. Абсолютная премия (скидка) за одну акцию в составе контрольного (неконтрольного) пакета по сравнению с ценой акции в составе неконтрольного (контрольного) пакета

$$1,392 - 1 = 0,392.$$

5.2.10. Относительная премия за одну акцию в составе контрольного пакета по сравнению с ценой акции в составе неконтрольного пакета

$$\frac{0,392}{1} = 0,392 = 39,2 \%$$

5.2.11. Относительная скидка за одну акцию в составе неконтрольного пакета по сравнению с ценой акции в составе контрольного пакета

$$\frac{0,392}{1,392} = 0,2816 = 28,16 \%$$

5.2.12. Абсолютное значение скидки для акции в составе неконтрольного пакета по сравнению с ценой акции в составе обезличенного пакета

$$1,2 - 1 = 0,2.$$

5.2.13. Относительное значение скидки для акции в составе неконтрольного пакета по сравнению с ценой акции в составе обезличенного пакета

$$1 - \frac{1}{1,2} = 0,17 = 17 \%$$

5.2.14. Абсолютное значение премии за акцию в составе контрольного пакета по сравнению с ценой акции в составе обезличенного пакета

$$1,392 - 1,2 = 0,192.$$

5.2.15. Относительное значение премии за акцию в составе контрольного пакета по сравнению с ценой акции в составе обезличенного пакета

$$\frac{1,392}{1,2} - 1 = 0,16 = 16 \%$$

5.3. *Расчет ценовых скидок и премий при наличии контрольного и блокирующего пакетов*

5.3.1. При наличии блокирующего пакета (дополнительно к контрольному) он «оттягивает» на себя часть стоимости контроля от контрольного пакета, поэтому стоимость акций в его составе обычно выше стоимости акций в составе миноритарных пакетов⁷, но ниже стоимости акций в составе контрольного пакета, а стоимость акций в составе контрольного пакета ниже, чем при отсутствии блокирующего пакета.

5.3.2. Для построения модели расчета введем ряд дополнительных параметров (и для примера, и их значения):

a — доля стоимости контроля, приходящаяся на контрольный пакет акций (пусть $a = 0,75$);

N_b — число акций в составе блокирующего пакета акций, $N_b = 26$;

K_b — доля блокирующего пакета акций в уставном капитале, $K_b = N_b/N = 0,26$.

В этой ситуации при неизменном количестве акций $N = 100$ изменятся количественные параметры миноритарных пакетов: $N_{nc} = 23$, $K_{nc} = 0,23$.

5.3.3. С учетом сделанных оговорок расчет стоимости контрольного пакета акций вместо формулы (8) будет осуществляться следующим образом:

$$P_c = p \times N_c + a \times CV = 1 \times 51 + 0,75 \times 20 = 66. \quad (12)$$

⁷Исключением, при котором инвестиционная стоимость акций в составе миноритарного пакета выше стоимости акций в составе блокирующего или контрольного пакета, может быть случай, когда владелец или владельцы крупных пакетов при приобретении миноритарного пакета переходят в следующий стратегический «клуб», например, владельцы крупного миноритарного пакета становятся владельцами блокирующего пакета (25 % + 1), владельцы блокирующего пакета становятся обладателями контрольного пакета, либо владельцы контрольного пакета становятся владельцами абсолютно контрольного пакета (75 %). Описание этой ситуации приведено в разделе 7 настоящих МР.

5.3.4. Стоимость одной акции в составе этого контрольного пакета

$$P_{1c} = p + \frac{a \times CV}{N_c} = 1 + \frac{0,75 \times 20}{51} = 1,294. \quad (13)$$

5.3.5. Стоимость блокирующего пакета акций

$$P_b = p \times N_b + (1 - a) \times CV = 1 \times 26 + 0,25 \times 20 = 31. \quad (14)$$

5.3.6. Стоимость одной акции в составе этого блокирующего пакета

$$P_{1b} = p + \frac{(1 - a) \times CV}{N_b} = 1 + \frac{0,25 \times 20}{26} = 1,192. \quad (15)$$

5.3.7. Как видно из формул (13) и (15), стоимость одной акции в составе контрольного и блокирующего пакетов достигает своего максимума при минимальном количестве акций в составе данного класса пакета (т. е. при минимально возможном блокирующем и минимально возможном контрольном пакетах⁸).

5.3.8. Оценка параметра a должна осуществляться с учетом особенностей действующего законодательства, норм учредительных документов эмитента, реального распределения мест в совете директоров эмитента, максимальной доли миноритарных альянсов, а также принимая во внимание взаимоотношения крупных акционеров (см. таблицу).

Таблица. Распределение контроля в зависимости от структуры акционерного капитала

№ п/п	Структура акционерного капитала	Доля контроля, приходящаяся на			Доля контроля, приходящаяся на миноритарные пакеты:	
		суперконтрольный пакет (75 %)	контрольный пакет (50 % + 1 акция или 51 %)	блокирующий пакет (25 % + 1 акция)	дружественные крупнейшему пакету	враждебные крупнейшему пакету
1	2	3	4	5	6	7
1	Абсолютно контрольный пакет принадлежит одному владельцу	1	—	—	0	0
2	Есть контрольный пакет, остальные пакеты расплелены (нет стратегических альянсов)	—	1	—	0	0
3	Есть контрольный пакет и невраждебный блокирующий альянс	—	0,9–0,85	—	0,1–0,15	0

⁸ То же самое относится и к абсолютному контрольному пакету (75 %).

Окончание таблицы

1	2	3	4	5	6	7
4	Есть контрольный пакет и враждебный блокирующий альянс, нет блокирующего пакета	—	0,9–0,6	—	0–0,1	0,1–0,3
5	Есть блокирующий и контрольный пакеты	—	0,65–0,8	0,35–0,2	0	0
6	Есть только блокирующий пакет, остальные пакеты равномерно распылены между дружественными и враждебными структурами	—	—	0,8–1	0,15–0	0,05–0
7	Есть блокирующий пакет и дружественный альянс, которые вместе составляют контрольный пакет	—	—	0,6–0,8	0,3–0,1	0,1
8	Есть блокирующий пакет и дружественный альянс, которые вместе составляют абсолютный контрольный пакет	—	—	0,7–0,85	0,3–0,15	0
9	Есть только блокирующий пакет и враждебный контрольный альянс	—	—	0,3–0,6	0,05	0,65–0,35
10	Все пакеты распылены	—	—	—	Контроль находится в руках топ-менеджеров, и значит, приходится на их акции (если они, как это часто бывает, являются владельцами акций управляемой компании)	
11	Стратегических пакетов нет, но есть стратегические альянсы	В этой ситуации альянсы условно считаются пакетами, поэтому сначала определяются доли контроля, приходящиеся на эти условные пакеты (см. расположенные выше строки этой таблицы), после чего определяются доли контроля внутри альянсов				

5.3.9. Числовые значения параметра a в приведенной выше таблице основаны на недопущении снижения фактической доли контроля крупнейшего пакета ниже уровня его номинальной доли в уставном капитале и соблюдении равенства суммы долей контроля единице. Приведенные в таблице значения не учитывают особенности распределения мест в совете директоров компании.

5.3.10. Как видно из приведенной выше таблицы, при наличии абсолютного контрольного пакета (75 %) у одного акционера этот акционер аккумулирует всю стоимость контроля, поэтому параметр a для расчета стоимости этого пакета можно считать равным единице⁹.

⁹ На самом деле, поскольку существует возможность подачи судебных исков миноритарными акционерами, его значение будет несколько меньше единицы. Однако это же означает, что стоимость акций в составе миноритарных пакетов уже содержит в себе некоторую (небольшую) часть стоимости контроля, так что, если эта доля, допустим, равна

5.3.11. При наличии контрольного и блокирующего пакетов доля контроля может по-разному распределяться между ними. Например, при блокирующем пакете «25 % + 1 акция» и контрольном «50 % + 1 акция» 65...80 % контроля могут приходиться на контрольный пакет и 35...20 % — на блокирующий (верхние значения диапазона обычно более реалистичны).

5.3.12. При отсутствии одного из пакетов (блокирующего или контрольного) часть стоимости контроля достанется следующим (после самого крупного) по величине пакетам или альянсу более мелких пакетов.

5.3.13. В зависимости от реального распределения доли контроля стоимость одной акции в составе контрольного пакета акций может быть как выше, так и ниже стоимости одной акции в составе блокирующего пакета: все зависит от того, в какую сторону нарушена точная пропорция «причитающегося контроля».

5.3.14. При наличии контрольного пакета акций в объеме 51 шт. и блокирующего в объеме 26 шт. точная доля контроля $a_{пр}$, приходящаяся на контрольный пакет, при которой стоимости каждой из акций в составе обоих пакетов равны, составит

$$a_{пр} = \frac{N_c}{N_c + N_b} = \frac{51}{77} = 0,662. \quad (16)$$

5.3.15. Если доля контроля контрольного пакета будет выше этого значения, то стоимость одной акции в его составе будет выше стоимости акции в составе блокирующего пакета (и наоборот, если ниже, то и стоимость акции также будет ниже).

5.3.16. При обладании контрольным пакетом акций «50 % + 1 акция» дальнейшее его наращивание имеет смысл лишь до уровня

$$N_c = a \times N_{sc},$$

где N_{sc} — минимальное количество акций в составе абсолютно контрольного (суперконтрольного) пакета, составляющего 75 % уставного капитала.

5.3.17. После достижения значения N_c до уровня $N_c = a \times N_{sc}$ наращивать его в дальнейшем целесообразно сразу до уровня абсолютного контрольного пакета (75 %).

5.3.18. С учетом этих обстоятельств, становится понятным поведение крупных игроков на фондовом рынке — стремление к минимально значимому пакету акций. Так, например, при получении 51 %-ного пакета акций дальнейшее наращивание пакета вплоть до следующего стратегического уровня 75 % приведет к падению «удельной стоимости пакета» (стоимости одной акции в составе пакета). При переходе объема пакета с уровня

1 %, то необходимо учесть, что на контрольный и блокирующий пакеты будет приходиться только 99 % от стоимости контроля, а не 100 %, как в приведенных примерах.

«75 % – 1 акция» на уровень 75 % стоимость каждой акции в составе пакета вновь повышается. Это является одним из видов бизнеса инвестиционных компаний — формирование стратегических пакетов по «миноритарным ценам» и их продажа стратегическим инвесторам по объективно «правильным» ценам.

5.3.19. Стоимость оставшихся миноритарных пакетов акций

$$P_{nc} = p \times N_{nc} = K_{nc} \times MC = 1 \times 23 = 0,23 \times 100 = 23.$$

5.4. *Общий подход к определению размеров премии за контроль и скидки за отсутствие контроля*

5.4.1. Согласно ранее приведенным формулам (12), стоимость пакета наделенного правами контроля определяется следующим образом:

$$P_c = K_c \times MC + a \times CV = p \times N_c + a \times CV.$$

5.4.2. Стоимость этого пакета может быть определена также как

$$P_c = K_c \times MC_c \times (1 + cp_a), \quad (17)$$

где cp_a — относительное значение премии за контроль по сравнению с пропорциональной ценой $p_a = MC_c/N$.

5.4.3. Приравняв формулу (17) к предыдущему выражению (п. 5.4.1), можно получить общее выражение для расчета относительного значения премии за контроль, определяемой как превышение стоимости акций в составе оцениваемого пакета над ценой акции в составе обезличенного (пропорционального) пакета:

$$cp_a = \frac{K_c \times MC + a \times CV}{K_c \times MC_c} - 1. \quad (18)$$

5.4.4. По формуле (18) можно определить относительный размер премии за блокирующий пакет при наличии одного контрольного пакета и значительной распыленности остальных пакетов акций (значения всех параметров соответствуют ранее приведенному примеру):

$$cp_a = \frac{0,26 \times 100 + 0,25 \times 20}{0,26 \times 120} - 1 = \frac{31}{31,2} \cong 0.$$

5.4.5. Как видно, при данных обстоятельствах премия за акции в составе блокирующего пакета близка к нулю, точнее, даже отрицательна, что эквивалентно скидке (по-

скольку, как следует из выражения (15), стоимость одной акции в составе блокирующего пакета равна 1,192, что меньше 1,2).

5.4.6. Для сравнения размер премии для акций в составе контрольного пакета составит

$$cp_a = \frac{0,51 \times 100 + 0,75 \times 20}{0,51 \times 120} - 1 = \frac{66}{61,2} = 0,078.$$

5.4.7. Проверка: согласно выражению (13), стоимость одной акции в составе контрольного пакета равна 1,294. Это в $1,294/1,2 = 1,078$ раза больше пропорциональной стоимости одной акции.

5.4.8. Теперь можно определить общую формулу для расчета относительного размера премии за контроль акций в составе контрольного пакета над акциями, не обладающими контролем. Для этого можно воспользоваться формулой (13), которая определяет стоимость одной акции в составе контрольного пакета: $p_{1c} = p + a \times CV/N_c$. Поделив это выражение на p и вычтя из него единицу, можно получить искомое выражение для расчета относительного размера премии за контроль акций в составе контрольного пакета над акциями, не обладающими контролем:

$$c_p = \frac{p_{1c}}{p} - 1 = \frac{a \times CV}{p \times N_c}. \quad (19)$$

5.4.9. Расчет относительного размера скидки за отсутствие контроля по сравнению с пропорциональной стоимостью пакета производится следующим образом: стоимость пакета при полном отсутствии контроля можно определить одним из следующих способов:

$$P_{nc} = K_{nc} \times MC = (K_{nc} \times MC) \times (1 - c_d), \quad (20)$$

где c_d — относительное значение скидки за отсутствие контроля.

5.4.10. Относительное значение скидки за отсутствие контроля

$$c_d = 1 - \frac{MC}{MC_c}. \quad (21)$$

5.4.11. Анализ представленного выше суждений позволяет сделать вывод о том, что в общем случае размер премии за контроль акций (pr_c) в составе пакета K_c зависит не только от соотношений между MC и MC_c , но и от величины премии за контроль при 100%-ных правах контроля (pr_0), размеров контрольного и неконтрольного пакетов акций (параметры K_c , N_c , K_{nc} и N_{nc}), а также от степени контроля принадлежащего акционерам (акционеру) контрольного пакета акций (параметр a).

5.4.12. Обобщенно это можно представить следующим образом:

– размер премии за контроль для акций в составе контрольного пакета, обладающего правами контроля в объеме a , по сравнению с ценой акции в составе обезличенного пакета

$$pr_c = c_d \times \left(\frac{a}{K_c} - 1 \right) = 0,167 \times \left(\frac{0,75}{0,51} - 1 \right) = 0,078; \quad (22)$$

– размер премии за контроль для акций в составе контрольного пакета по сравнению с ценой акции в составе обезличенного пакета при отсутствии блокирующего пакета

$$pr_c = \frac{pr_0 \times K_{nc}}{(1 + pr_0) \times K_c} = \frac{0,2 \times 0,49}{(1 + 0,2) \times 0,51} = 0,160. \quad (23)$$

6. Оценка стоимости акций при формировании тендерных предложений

6.1. В ситуации, когда владельцы крупного пакета акций при приобретении мелкого пакета акций могут стать владельцами стратегически более значимого пакета акций, они могут предложить владельцу мелкого пакета премию к текущей рыночной цене, причем иногда такую, что в итоге стоимость одной акции в составе приобретаемого миноритарного или блокирующего пакета может превысить стоимость одной акции даже в составе абсолютно контрольного пакета.

6.2. Максимальный размер премии, которую в этой ситуации могут заплатить без ущерба для себя владельцы одного пакета владельцу другого пакета, может быть рассчитан по формуле

$$PR_b = \frac{p \times (N_b - N_a) + (1 - a) \times CV}{N_t} - p = \frac{p \times N_t + (1 - a) \times CV}{N_t} - p = (1 - a) \times \frac{CV}{N_t}, \quad (24)$$

где N_a — число акций в составе пакета-приобретателя (для примера $N_a = 23$); N_t — число акций в составе целевого миноритарного пакета (для примера $N_t = 3$). Индекс b означает принадлежность к блокирующему пакету (т. е. PR_b означает премию, выплачиваемую за переход пакета-приобретателя в категорию блокирующего пакета), обозначения остальных параметров и их значения соответствуют ранее принятым.

6.3. Размер максимальной премии при приобретении целевого пакета составит¹⁰

¹⁰ Вывод этой формулы следующий. При текущей стоимости пакета N_a акций $p \times N_a$ и покупке N_t акций по цене $p_t = (p + PR_b)$ за одну акцию общее число акций становится равным N_b и пакет становится блокирующим, поэтому его

$$PR_b = \frac{1 \times (26 - 23) + (1 - 0,75) \times 20}{3} - 1 = (1 - 0,75) \times \frac{20}{3} = 1,67.$$

6.4. В соответствии с полученным в выражении (24) результатом максимальная цена предложения на покупку каждой акции этого пакета может составить $1 + 1,67 = 2,67$ — это намного выше, чем цена одной акции даже в составе контрольного (а по сути — абсолютно контрольного) пакета в выражении (9).

6.5. Владельцу данного миноритарного пакета может быть предложена максимально возможная премия к текущей рыночной цене, которая составит не более $10...30\%$ ¹¹ максимального уровня, т. е. примерно $0,17...0,5$. Тогда цена предложения за акцию будет находиться в диапазоне $1,17...1,5$.

6.6. Выражение (24) можно использовать для расчета *максимального размера премии* во всех ситуациях приобретения *минимально возможного* пакета акций, сопровождающихся «стратегическими переходами». Если бы в предыдущем случае владельцы крупного пакета располагали 47 акциями и хотели приобрести пакет из четырех акций, что позволило бы им стать обладателями контрольного пакета, то максимальный размер премии за попадание в контрольный пакет мог составить:

$$\begin{aligned} PR_c &= \frac{p \times (N_c - N_a) + (2a - 1) \times CV}{N_t} - p = (2a - 1) \times \frac{CV}{N_t} = \\ &= \frac{1 \times (51 - 47) + 0,5 \times 20}{4} - 1 = 0,5 \times \frac{20}{4} = 2,5, \end{aligned} \quad (25)$$

6.7. В случаях приобретения избыточного пакета акций (например, когда его продавец не желает дробить пакет) ценность лишних акций не превышает их рыночной стоимости в составе миноритарного пакета, поэтому размер премии в пересчете на одну акцию будет ниже того максимального размера, который возможен в случае приобретения *минимально необходимого* количества акций. Например, если бы в предыдущем примере приобретался пакет не из четырех, а из десяти акций, то максимальный размер премии стал бы равен единице.

стоимость определяется выражением (14), тогда как затраты на приобретение пакета составили $p \times N_a + (p + PR_b) \times N_t$. Аналогично выводится выражение для расчета максимальной премии PR_c (см. далее по тексту).

¹¹ Это, прежде всего, зависит от соотношения необходимого количества акций и показателя *freefloat* — количества свободно обращающихся на рынке акций данного эмитента: если необходимое количество акций меньше показателя *freefloat*, премия к текущей рыночной цене будет небольшой, если же эти показатели сопоставимы по количеству, то премия должна быть большой.

7. Определение стоимости контроля на основе цен тендерных предложений

7.1. Предположим, известна одна из цен тендерного предложения, которое было принято: p_{tc} — цена принятого тендерного предложения за одну акцию в составе контрольного пакета при приобретении всего пакета, или p_{tb} — цена принятого тендерного предложения за одну акцию в составе блокирующего пакета при его приобретении.

7.2. Известно также, что в структуре акционерного капитала существует второй стратегический пакет и в то же время неизвестна стоимость 100%-ного пакета акций с учетом стоимости контроля (параметр MC_c).

7.3. Тогда определение другой неизвестной стоимости (p_{tb} , если известна p_{tc} , или p_{tc} , если известна p_{tb}) возможно лишь при наличии информации о размерах пакетов, распределении контроля между ними и цены акций в составе миноритарных пакетов.

7.4. Для определения стоимости контроля на основе цен тендерных предложений можно воспользоваться равенством стоимостей стратегических пакетов, определенных по формулам (12) и (14), и цен тендерных предложений этих пакетов.

7.5. Если известна цена принятого тендерного предложения за контрольный пакет акций

$$P_c = p_{tc} \times N_c,$$

то, приравнивая это выражение к ранее полученному выражению для стоимости контрольного пакета акций при наличии блокирующего пакета (см. (12)), можно получить стоимость контроля:

$$CV = N_c \times \frac{p_{tc} - P}{a}. \quad (26)$$

7.6. Если известна цена принятого тендерного предложения за блокирующий пакет акций

$$P_b = p_{tb} \times N_b,$$

то, приравнивая ее значение к ранее полученной расчетной стоимости блокирующего пакета акций при наличии контрольного пакета (см. (14)), можно получить еще одно выражение для стоимости контроля:

$$CV = N_b \times \frac{p_{tb} - P}{1 - a}. \quad (27)$$

7.7. Используя выражения (26) и (27), можно получить формулу для определения теоретического (расчетного) значения стоимости одной акции в составе блокирующего пакета p_{tb} при известном значении цены одной акции p_{tc} в принятом тендерном предложении о покупке контрольного пакета акций

$$p_{tb} = p + (p_{tc} - p) \times \frac{N_c}{N_b} \times \frac{1-a}{a} \quad (28)$$

или выражение для p_{tc} при известном значении p_{tb}

$$p_{tc} = p + (p_{tb} - p) \times \frac{N_b}{N_c} \times \frac{a}{1-a}. \quad (29)$$

7.8. Отметим, что цены тендерных предложений, как правило, не совпадают с расчетными рыночными стоимостями соответствующих стратегических пакетов, поскольку в реальности такие пакеты могут иметь только инвестиционную стоимость, которую и обозначают в той или иной мере цены тендерных предложений.

7.9. Возможные отличия инвестиционной стоимости от расчетной рыночной стоимости в данном случае обусловлены, прежде всего, двумя факторами:

а) соотношением необходимого количества акций и количества акций, свободно обращающихся на рынке;

б) незнанием лиц, участвующих в сделке, соответствующей методологии расчета.

7.10. Если в процессе оценки применялось не менее двух подходов, один из которых сравнительный (на базе сделок с миноритарными пакетами), то усреднять допускается только промежуточные результаты, полученные в рамках сравнительного подхода (например, использовалось несколько мультипликаторов), либо результаты доходного и затратного подходов.

7.11. Во всех этих случаях к промежуточным результатам не должны применяться какие-либо скидки или надбавки. Нельзя также усреднять результат сравнительного подхода с результатом доходного и/или затратного подходов.

7.12. Предложенная методика предоставляет инвесторам реальные ориентиры определения стоимости контроля и обусловленных им премий и скидок, которые позволяют учитывать структуру акционерного капитала, конъюнктуру рынка и отличия биржевой стоимости акций в составе малых пакетов от фундаментальной стоимости для стратегических инвесторов.

7.13. Вышеприведенный подход позволяет осуществлять оценку стоимости не только юридически контрольных пакетов, но и пакетов, фактически являющихся таковыми¹².

8. Альтернативные методы определения стоимости контроля

8.1. Методика Асвата Дамодарана

8.1.1. Суть подхода Асвата Дамодарана [2] к определению стоимости корпоративного контроля можно кратко свести к следующим формулам:

$$MC_{opt} = MC + p_R \times (MC_{opt} - MC); \quad (30)$$

$$CV = MC_{opt} - MC, \quad (31)$$

где MC_{opt} — стоимость оптимально структурированной компании; MC — стоимость компании при текущем менеджменте; p_R — вероятность захвата компании сторонними инвесторами и/или начала успешной реорганизации; CV — стоимость контроля.

8.1.2. Согласно подходу Дамодарана, на рыночной капитализации компании стоимость контроля отражается только тогда, когда существует возможность увеличения ее стоимости. Такая возможность определяется видением потенциала оптимально реструктуризированной стоимости, а также реалистичностью воплощения плана реструктуризации на практике.

8.1.3. Достоинство подхода Дамодарана — учет скрытых возможностей по оптимизации коммерческой деятельности компаний: контроль над компаниями, имеющими скрытый потенциал улучшения коммерческой деятельности, является довольно привлекательным в глаза инвесторов, что самым непосредственным образом отражается в различиях между стоимостями акций таких компаний в составе контрольных и миноритарных пакетов.

8.1.4. В то же время данный подход имеет несколько недостатков:

а) он довольно трудоемок и несколько умозрителен вследствие необходимости оценки значения оптимально реструктуризированной стоимости;

б) возникают проблемы с определением вероятности успешной реализации плана реструктуризации;

в) подход Дамодарана ограничивает использование сравнительного подхода, а именно тех его методов, которые используют информацию о котировках миноритарных

¹² Например, при сильном распылении миноритарных пакетов и наличии только одного крупного — по юридическим меркам блокирующего пакета, последний фактически является контрольным пакетом.

пакетов акций. Это ограничение обусловлено наличием внутренней цикличности: оценка интегральной стоимости акционерного капитала на основе результатов применения различных подходов возможна лишь при взвешивании однородных величин стоимости — с премиями за контроль или без них; однако сама величина стоимости контроля на данном этапе еще не известна.

8.1.5. Кроме этого, подход А. Дамодарана не учитывает фактор «перетягивания одеяла на себя» контролирующими акционерами.

8.2. *Методика Диева*

8.2.1. Методика С.Б. Диева [6], основана на правах акционеров, вытекающих из законодательства об акционерных обществах (в части прав акционеров, возникающих в зависимости от размера пакетов акций), и определении круга потенциальных покупателей пакета акций из числа владельцев пакетов акций (1 % и более) или стороннего покупателя.

8.2.2. Методика имеет ряд достоинств, главное из которых — учет прав акционеров, предоставляемых акционерам Федеральным законом № 208-ФЗ от 26.12.1995 «Об акционерных обществах».

8.2.3. К недостаткам указанной методики следует отнести:

а) эффект так называемой *исчезающей стоимости* (когда стоимость всех пакетов акций, рассчитанных с применением соответствующей методики отличается (обычно в меньшую сторону) от суммы 100%-ного пакета акций);

б) невозможно ее применение при оценке долей участия в уставном капитале обществ с ограниченной ответственностью, применительно к которым действует другой Федеральный закон № 14-ФЗ от 08.02.1998 «Об обществах с ограниченной ответственностью».

8.3. *Методика Козлова*

8.3.1. В методике В.В. Козлова [4, 5, 7] определены следующие основные ценообразующие факторы, формирующие стоимость премии за пакет акций (за долевое участие в бизнесе):

- количественный фактор (величина пакета);
- юридический фактор (привилегии, установленные законодательством);
- структурный фактор (распределение долей-пакетов между участниками бизнеса).

8.3.2. Расчет премии за владение пакетом акций произвольной величины производится с применением математической теоретико-игровой модели на базе концепции ре-

шения Шепли кооперативной игры, состоящей в характеристической форме из спецификации трех компонентов: 1) списка участников; 2) множества коалиций; 3) заданного выигрыша каждой коалиции.

8.3.3. Приведены базовые графики распределения премий в зависимости от величины пакета акций применительно к ОАО для граничных вариантов распределения капитала:

- а) один крупный пакет и максимальная распыленность остальных акций (минимальное противостояние);
- б) максимальное противостояние, соответствующее крупным пакетам.

8.3.4. К достоинствам данного метода следует отнести высокую точность расчетов, а к недостаткам — сложную для «ручного» расчета математическую модель.

8.4. Методика Шеннона Пратта

Допускается применять методику Шеннона П. Пратта, описание которой приведено в [8].

8.5. Методика Джеймса Р. Хитчнера

Допускается применять методику Джеймса Р. Хитчнера, описание которой дано в [9].

9. Оценка уровней стоимости в интегрированной теории оценки бизнеса

9.1. Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса, разработанная З. Кристофер Мерсером и Тревисом У. Хармсом [10], использует модель Гордона для объяснения каждого уровня стоимости в контексте теории финансов и оценивания, а также для объяснения того, как могут складываться разные уровни стоимости.

9.2. Интегрированная теория определяет концептуальные корректировки, позволяющие обеспечить переход от одного уровня стоимости к другому (премии за контроль, скидки на миноритарный характер доли собственности, скидки на недостаточную ликвидность) в терминах анализа дисконтированных денежных потоков, обобщенного моделью Гордона, описывает необходимые условия, при которых возникают подобные премии и скидки.

9.3. В то же время проводимый в интегрированной теории оценки стоимости бизнеса концептуальный анализ, не предсказывает стоимость финансового контроля. Он представляет собой лишь словарный набор для описания экономического поведения рациональных участников рынка. Интегрированная теория лишь очерчивает концептуальные и

аналитические рамки, в пределах которых может быть оценена стоимость финансового (или стратегического) контроля в тех или иных ситуациях.

Дата вступления в силу

Настоящие Методические рекомендации вступают в силу с момента их принятия Методическим советом РОО.

Рекомендуемые литературные источники

1. *Козырь Ю.В.* Стоимость компании: оценка и управленческие решения. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Альфа-Пресс, 2009.
2. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка. М.: Альпина Паблишер, 2005.
3. *Козырь Ю.В.* К вопросу о стоимости контроля // Вопросы оценки. 2003. № 3.
4. *Козлов В.В., Козлова Е.В.* Оценка пакетов акций. Ч. 1 // Вопросы оценки. 2003. № 3.
5. *Козлов В.В., Козлова Е.В.* Оценка пакетов акций. Ч. 2 // Вопросы оценки. 2003. № 4.
6. *Диев С.Б.* Расчет поправки на степень контроля пакета акций на основе анализа структуры акционерного капитала // Вопросы оценки. 2003. № 4.
7. *Козлов В.В., Фролов И.С.* Оценка долевого участия в бизнесе // Материалы международной научно-практической конференции «Информационное и программное обеспечение оценочной деятельности». Самара. Сент. 2005.
8. *Пратт Ш.П.* Оценка бизнеса. Скидки и премии. М.: Маросейка, 2011.
9. *Хитчнер Дж.Р.* Премии и скидки при оценке стоимости бизнеса / под ред. В.М. Рутгайзера. М.: Маросейка, 2008.
10. *Мерсер З.К., Хармс Т.У.* Интегрированная теория оценки бизнеса. 2-е изд. /под ред. В.М. Рутгайзера. М.: Маросейка, 2008.