**Оценка стоимости контрольного и неконтрольного пакетов акций**

В процессе оценки бизнеса часто требуется определение рыночной стоимости не всего предприятия, не всех 100% его акций, а лишь пакета (пая). Важнейший вопрос, который возникает при этом: является ли оцениваемый пакет акций контрольным? Уровень контроля над предприятием, получаемый собственником пакета, влияет на стоимость оцениваемой доли.

Степень влияния собственников на деятельность предприятия различна и тесно связана с объемом прав, соответствующим доле. В некоторых случаях собственник большего пакета акций способен влиять на направления деятельности предприятия, условия совершения сделок, а иногда и устанавливать для себя более выгодные условия.

***Учет уровня контроля над предприятием в оценке   
стоимости пакетов акций***

Уровень контроля, который получает новый собственник, может в среднем на 20—35% повлиять на итоговую стоимость пакета акций предприятия. Если предприятие покупается в индивидуальную частную собственность или если приобретается контрольный пакет акций, то новый собственник получает такие существенные права, как право назначать управляющих, определять величину оплаты их труда, влиять на стратегию развития предприятия, продавать или покупать его активы, реструктурировать и даже ликвидировать данное предприятие, принимать решение о поглощении других предприятий, изменять уставные документы и распределять прибыль по итогам деятельности предприятия, в том числе устанавливать размеры дивидендов.

Под контрольным (мажоритарным) пакетом подразумевается владение более 50% акций предприятия, дающих владельцу право полного контроля над компанией. Но на практике, если акции компании распылены, этот процент может быть значительно меньшим.

Неконтрольный (миноритарный) пакет определяет владение менее 50% акций предприятия.

Большинство методов оценки позволяют учесть степень контроля (табл. 1.1).

Таблица № 1.1

Учет уровня контроля на основе применения различных методов оценки

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Учет элементов контроля** | **Подходы и методы оценки** | **Обоснование** |
| Оценка стоимости с учетом  элементов контроля (контрольного пакета) | Доходный подход:  метод дисконтированных  денежных потоков  метод капитализации дохода | Методами доходного подхода рассчитывают стоимость контрольного пакета, так как в результате их применения получают цену, которую инвестор заплатил бы за владение предприятием, а расчет денежных потоков базируется на контроле за решениями администрации относительно хозяйственной деятельности предприятия |
| Затратный подход:  метод стоимости чистых активов  метод ликвидационной стоимости | При использовании методов  затратного подхода получается стоимость контрольного пакета акций, поскольку только владелец контрольного пакета может определять политику в области активов: приобретать, использовать или продавать (ликвидировать) их |
| Сравнительный подход:  метод сделок | При расчетах методом сделок получают величину оценочной стоимости на уровне владения контрольным пакетом, так как этот метод основан на анализе цен акций с элементами контроля: контрольных пакетов акций сходных предприятий или предприятий целиком (100% пакета акций) |
| Оценка неконтрольного пакета | Сравнительный подход:  метод рынка капитала | Определяется стоимость свободно реализуемой меньшей доли, потому что анализируется информация о котировках единичных акций на фондовых рынках |

Если оценщику нужно получить стоимость на уровне контрольного пакета, то к стоимости, полученной методом рынка капитала, надо добавить премию за контроль. Для получения стоимости неконтрольного пакета нужно из стоимости контрольного пакета вычесть скидку за неконтрольный характер.

Премия за контроль — стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций, дающим дополнительные возможности контроля над предприятием по сравнению с владением миноритарным пакетом акций.

Скидка за неконтрольный характер — величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемой доли пакета, рассчитанной из общей стоимости пакета акций предприятия, за счет ее неконтрольного характера.

Стоимость владения (распоряжения) контрольным пакетом всегда выше стоимости владения неконтрольным пакетом, так как владение контрольным пакетом обусловливают следующие основные элементы контроля: выборы совета директоров и назначение менеджеров; определение вознаграждений и привилегий менеджеров; определение политики предприятия, изменение стратегии развития бизнеса; принятие решений о поглощениях или слияниях с другими компаниями; принятие решений о ликвидации, распродаже имущества предприятия; принятие решений об эмиссии; изменение уставных документов; распределение прибыли по итогам деятельности предприятия, в том числе установление размеров дивидендов и др.

В определении скидки за неконтрольный характер или премии за контроль играет роль тип акционерного общества. Если определяется стоимость меньшей доли закрытой компании с помощью методов расчета стоимости контрольного пакета, то нужно вычесть скидки:

— за неконтрольный характер;

— за недостаточную ликвидность.

***Расчет премии и скидок с учетом степени контроля и ликвидности пакета акций***

Держатели неконтрольных пакетов не могут определять дивидендную политику компании, а на избрание совета директоров влияют лишь в ограниченных принципами голосования рамках. Соответственно, неконтрольные пакеты стоят меньше пропорциональной части стоимости предприятия.

При приобретении контрольного пакета акций инвестор должен заплатить за право решающего голоса в размере премии за владение контрольным пакетом. Однако на практике часто действуют факторы, ограничивающие права владельцев контрольных пакетов и снижающие тем самым стоимость контроля.

Рассмотрим основные факторы, ограничивающие права владельцев контрольных пакетов: режим голосования, контрактные ограничения, финансовые условия бизнеса, эффект распределения собственности, эффект регулирования, право голоса.

**Режим голосования**. В мировой практике используются кумулятивные и некумулятивные системы голосования при выборе совета директоров. При некумулятивной системе в выигрыше оказываются держатели контрольных пакетов. При кумулятивной системе мелкие акционеры могут распределять голоса по своему усмотрению в любой пропорции, что выгоднее держателям неконтрольных пакетов, и стоимость контроля, связанная со способностью избирать директоров, переходит неконтрольным акционерам. Например, акционер имеет 100 голосующих акций, избирается 5 директоров. Он обязан сначала использовать 100 голосов при голосовании за первого директора, потом 100 голосов за второго и т.д. Он не может использовать свои 500 голосов (5 × 100) в той пропорции, в какой считает нужным.

**Контрактные ограничения**. Если предприятие имеет существенные долговые обязательства, выплата дивидендов может быть ограничена и т.д. В этом случае часть стоимости премии за контроль теряется.

**Финансовые условия бизнеса**. Если финансовое положение компании неустойчиво, то многие связанные с контролем права становятся труднореализуемыми.

**Эффект распределения собственности**. При оценке небольших по размеру пакетов не следует вычитать скидки за неконтрольный характер, если в фирме мажоритарным интересом никто не владеет или скидка на неконтрольный характер будет ниже, чем для пакета, не дающего никакого контроля. Например, все акции распределены между тремя акционерами. Два акционера владеют равными крупными пакетами по 40%, у третьего акционера пакет акций 20%. Один из владельцев пакета 40% может купить пакет акций 20%, чтобы получить больше контроля. Значит пакет 20% заслуживает премии за контроль.

**Эффект регулирования**. При оценке должны учитываться ограничения, связанные с государственным регулированием. Таким образом, в каждом конкретном случае необходимо провести анализ элементов контроля, и если какой-либо из них отсутствует, то стоимость контрольного пакета должна будет уменьшиться.

Рассмотрим основные методы определения премий за контроль.

1. Наиболее распространенным методом расчета премий за контроль является сравнение цены, по которой акции компании-аналога продавались на свободном рынке за некоторое время (обычно за два месяца) до совершения сделки слияния или поглощения. Разница в цене, выраженная в процентах к цене неконтрольного пакета акций, представляет величину премии за контроль. Полученный результат является базой для определения

обоснованной премии за контроль, которую оценщик может скорректировать исходя из имеющейся информации по оцениваемой компании.

2. «Горизонтальный» подход — сравнение результатов оценки предприятия, полученных методом рынка капитала и методами, учитывающими степень контроля (методом сделок, методами затратного и доходного подходов).

В первом способе расчета премии за контроль сравниваются цены, по которым акции предприятия продавались на фондовом рынке в течение определенного периода. Разность цен, выраженная в процентах от цены неконтрольного пакета, является премией за контроль. При проведении такого анализа обычно исследуются ретроспективные данные по рынку за последние два-три месяца. В ходе анализа информации необходимо учитывать факторы:

1) компании должны относиться к одной отраслевой группе;

2) для определения степени сопоставимости компаний-аналогов и объекта оценки необходим анализ основных финансовых показателей этих компаний.

Контрольные пакеты более ликвидны, чем неконтрольные, а пакеты открытых компаний более ликвидны, чем закрытых. Первый постулат понятен: выше возможность контроля — выше ликвидность. Второй требует разъяснения:

1) акционер не контрольного пакета в случае продажи своих акций обязан в первую очередь предложить их компании;

2) владельцы неконтрольных пакетов не имеют права требовать раздела собственности (отсутствие права на разделение);

3) отсутствие права на участие в продаже.

Базовой величиной, из которой вычитается скидка за неконтрольный характер пакета, является пропорциональная данному пакету доля в общей стоимости предприятия, включая все права контроля.

Основные методы определения скидки за недостаточную ликвидность представлены в табл. 1.2.

Таблица № 1.2

Основные методы определения скидки за недостаточную ликвидность

|  |  |
| --- | --- |
| **Метод определения скидки за недостаточную ликвидность** | **Примечание** |
| Метод сравнения показателей «стоимость предприятия/прибыль» | Сравниваются показатели «стоимость  предприятия/прибыль» для аналогичных закрытых и открытых предприятий |
| Метод анализа затрат на продвижение акций на фондовый рынок | Оцениваются затраты на регистрацию  акций, комиссионные брокерам за продвижение акций компании на фондовый рынок. Вычисляется процентное отношение этих затрат к стоимости выпускаемых акций. Это процентное отношение рассматривается как величина скидки за недостаточную ликвидность. Для закрытых компаний эти затраты гипотетические, т.е. учитывается, какими бы были затраты в случае эмиссии акций |

Когда говорят об использовании премий и скидок в бездолговом анализе, то здесь частой ошибкой является использование в качестве базы всего инвестированного капитала. Скидки и премии должны применяться уже после вычета долга.

***Оценка пакета акций с учетом премий и скидок***

Владелец пакета акций является собственником части предприятия. Поэтому стандартный подход к оценке пакетов акций заключается в определении сначала стоимости предприятия в целом, а затем — ее части, соответствующей оцениваемому пакету и связанным с ним характеристикам контрольности и ликвидности.

Стоимость контрольного пакета акций компании закрытого типа обычно предполагается пропорциональной общей стоимости предприятия.

Пример 1.1. Стоимость предприятия в целом составляет 53 550 тыс. руб. Тогда стоимость пакета 60% акций составит:

53 550 × 60% = 32 130 (тыс. руб.).

Стандартный подход к оценке неконтрольного пакета акций включает этапы:

1) определение стоимости предприятия в целом;

2) деление полученной величины стоимости предприятия в целом на общее число выпущенных и находящихся в обращении акций, в результате чего получается базовая стоимость акции;

3) определение стоимости акции вычитанием из базовой стоимости акции скидки за неконтрольный характер;

4) определение стоимости пакета умножением стоимости акции на количество акций в пакете.

Пример 1.2. Определена стоимость предприятия в целом, ее величина составила 10 млн руб., общее количество обыкновенных акций, выпущенных предприятием, — 10 тыс. штук.

Требуется определить стоимость пакета 20% акций этого предприятия. По мнению оценщика, скидка за неконтрольный характер пакета составляет 30%.

1. Найдем базовую стоимость одной акции:

10 : 10 = 1 (тыс. руб.).

2. Определим стоимость одной акции с учетом скидки за неконтрольный характер, так как единичная акция, как и неконтрольный пакет, не дает их собственнику элементов контроля:

1000 - 30% × 1000 = 700 (руб.).

Таким образом, единичная акция или одна акция внутри неконтрольного пакета оценивается в 700 руб. за 1 шт.

3. Найдем количество акций, входящих в пакет20%:

10 × 20% = 2 (тыс. шт.).

4. Рассчитаем стоимость оцениваемого неконтрольного пакета:

2 × 700 = 1 400 000 (руб.).

Таким образом, стоимость пакета 20% акций предприятия составляет

1,4 млн. руб.

Однако следует учесть эффект распределения собственности: при оценке небольших по размеру пакетов не следует вычитать скидки за неконтрольный характер, если в фирме мажоритарным интересом никто не владеет, но один из акционеров, стремясь получить контрольный пакет, готов заплатить премию за возможность приобрести один или несколько мелких пакетов. Тогда неконтрольные пакеты, приобретаемые для получения контрольного пакета, наоборот заслуживают премии.

Возможна следующая модификация стандартного подхода к оценке неконтрольных пакетов: оценивается сначала стоимость всего предприятия, затем рассчитывается пропорциональная неконтрольному пакету часть общей стоимости, после чего вычитается скидка на неконтрольный характер.

Пример 1.3. Стоимость предприятия 10 млн. руб. Предположим, требуется

определить стоимость пакета 20% акций этого предприятия, если скидка за неконтрольный характер пакета составляет 30%.

1. Найдем 20% стоимости предприятия (так как владелец оцениваемого пакета обладает пакетом 20% акций):

10 × 20% = 2 (млн руб.).

2. Определим стоимость оцениваемого пакета 20% с учетом скидки на неконтрольный характер:

2 - 2 × 30% = 1 400 000 (руб.).

Таким образом, стоимость пакета 20% акций предприятия составляет

1,4 млн. руб.

Оценить неконтрольные пакеты можно и другими способами:

1) информация для оценки неконтрольного пакета берется из данных по продаже сопоставимых неконтрольных пакетов открытых компаний, поэтому для определения стоимости неконтрольного пакета закрытых компаний вычитается скидка на недостаточную ликвидность;

2) на основе прогнозируемых по срокам и сумме дивидендов и выручки от продажи в будущем неконтрольного пакета определяется модель денежного потока, которая дисконтируется;

3) на основе прогноза не ограниченного по времени потока дивидендов без учета остаточной стоимости продажи проводится капитализация дохода.

В целом, для получения итоговой величины стоимости в процессе оценки предприятия в зависимости от размера приобретаемого пакета акций и его ликвидности учитываются: премия за приобретение контрольного пакета, скидка за неконтрольный характер, скидка за недостаточную ликвидность и иные факторы, влияющие на стоимость пакетов в конкретной ситуации.

**Особенности оценки финансово-кредитных институтов**

ФКИ – государственные и частные коммерческие организации, уполномоченные осуществлять финансовые операции по кредитованию, депонированию вкладов, ведению расчётных счетов, купле/продаже валюты и ценных бумаг, оказанию финансовых услуг.

Таблица № 1.1

**Виды финансово-кредитных институтов**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **№ п/п** | **Вид института** | **Название закона, устанавливающего принципы деятельности данного института** |
| 1 | Кредитные организации | Федеральный закон «О банках и банковской деятельности», изложенный Федеральным законом от 3.02.96 г. № 17-ФЗ «О внесении изменений и дополнений в Закон РСФСР «О банках и банковской деятельности в РСФСР» |
| 2 | Инвестиционные фонды | Федеральный закон от 29.11.01 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» |
| 3 | Пенсионные фонды | Федеральный закон от 7.05.98 № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» |
| 4 | Страховые организации | Федеральный закон от 27.11.92 № 4015-1 «Об организации страхового дела в РФ» |
| 5 | Кредитные кооперативы | Федеральный закон от 7.08.01 № 117-ФЗ «О кредитных потребительских кооперативах граждан» |
| 6 | Профессиональные участники рынка ценных бумаг | Федеральный закон от 22.04.96 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» |

Также к финансово-кредитным институтам следует относить и валютные биржи, и различного рода финансовые компании. К финансовым компаниям, работающим на российском финансовом рынке, можно отнести венчурные (разновидность инвестиционных компаний), дилинговые, брокерские компании, финансовые корпорации и т.п.

Следует заметить, что в силу значительных колебаний цен на активы ФКИ, существуют и некоторые особенности оценки их стоимости. Например, оценка активов ФКИ по рыночной стоимости проводится лишь в случаях их обращения на вторичных финансовых рынках. Если же активы ФКИ не обращаются на вторичных рынках, для оценки их стоимости следует использовать расчётные методы.

Следует различать рыночную и бухгалтерскую стоимость. Бухгалтерская стоимость отражает совокупность фактических затрат на формирование имущественного комплекса организации и фактическую оценку её капитала. Рыночная стоимость выражает внутренний потенциал оцениваемого объекта и является расчётной величиной, для установления которой могут быть использованы различные методы оценки.

Для ФКИ очень велика роль нематериальных активов, которые в значительной степени могут увеличивать стоимость организации. К таким нематериальным активам относятся страховые гарантии депозитов, лицензии, патенты, депозитная франшиза, стабильность ресурсной базы и т.п. Таким образом, даже организации с отрицательным собственным капиталом в течение некоторого периода времени могут представлять определённую ценность. То есть отрицательная величина собственного капитала в данном случае компенсируется наличием привлекательных нематериальных активов.

Среди целей оценки рыночной стоимости ФКИ выделим следующие:

1. Повышение эффективности текущего управления;
2. Определение кредитоспособности организаций;
3. Определение инвестиционной привлекательности;
4. Продажа/приобретение кредитной организации;
5. Контроль со стороны регулирующих органов;
6. Страхование;
7. Реструктуризация.

Рассмотрим указанные цели более подробно. Грамотное управление финансово-кредитным бизнесом, направленное на повышение доходности и снижение совокупного риска деятельности ФКИ, невозможно без правильной и своевременной оценки стоимости активов и пассивов организации. Только правильное представление о реальной стоимости имеющихся средств и реальном покрытии обязательств перед клиентами позволит организации принимать адекватные управленческие и финансовые решения.

Рыночная оценка стоимости ФКИ в целях установления его кредитоспособности позволяет с определённым уровнем точности оценивать целесообразность предоставления кредита, его условия и сроки. Тем самым достигается снижение уровня кредитного риска (риска не возврата кредита). При определении инвестиционной привлекательности ФКИ, как правило, объектом оценки являются пакеты ценных бумаг. И в данном случае, очень важное значение приобретают показатели рыночной активности организации, характеризующие её деятельность на рынке ценных бумаг. В случае продажи или приобретения ФКИ, оценка позволяет определить рыночную стоимость, на которую опираются стороны, при совершении сделки купли-продажи.

На основании установления рыночной оценки ФКИ может осуществляться контроль со стороны регулирующих органов за деятельностью данного института, что позволяет поддерживать его стабильность. В России так обстоят дела с инвестиционными фондами, которые обязаны ежеквартально предоставлять в Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг расчёт величины чистых активов.

Рыночная оценка ФКИ возможна и в целях страхования бизнеса. Необходимо оценивать ФКИ по рыночной стоимости и в целях реструктуризации, чтобы в дальнейшем иметь необходимые данные, для планирования развития бизнеса. Особенно актуальной в настоящее время является оценка стоимости ФКИ в таких процессах реорганизации, как слияние и поглощение.

Ключевым принципом оценки финансовых институтов является принцип наилучшего и наиболее эффективного использования капитала. При оценке ФКИ обычно устанавливают либо рыночную, либо нормативно-расчётную стоимость. В какой-то степени балансовую стоимость можно называть нормативно-расчётной. Расхождение между рыночной и балансовой стоимостью называют скрытым капиталом. Принято выделять два основных источника скрытого капитала:

1. Неправильное отражение в балансе кредитного, валютного и процентного рисков;
2. Наличие у ФКИ неявных требований или товарно-материальных ценностей, не отражённых в балансе.

Особенности оценки ФКИ обуславливаются особенностями финансово-кредитного бизнеса:

* эксклюзивный характер операций создаёт дополнительную стоимость ФКИ;
* высокая роль ресурсной базы. Чем выше объёмы и устойчивость ресурсной базы ФКИ, тем больше стоимость ФКИ. Цена привлечения средств также оказывает влияние на стоимость бизнеса, дешёвы депозиты создают так называемую франшизную стоимость;
* большинство сделок носит незавершённый характер, по этой причине весьма затруднительна их достоверная оценка. Помимо этого, уровень риска обесценивания активов намного выше, чем у компаний иных отраслей;
* основным источником самофинансирования является прибыль, роль амортизационных отчислений невелика;
* рефинансирование заёмных средств - значительная часть вложений осуществляется за счёт привлечённых средств, что вызывает необходимость оценки активов с учётом стоимости обязательств и наоборот.

Среди особенностей оценки стоимости ФКИ выделим наиболее важные:

* процедура оценки основана на детальном анализе деятельности ФКИ, что необходимо для установления реального качества активов и пассивов;
* огромное значение при установлении рыночной стоимости ФКИ имеет оценка рисков;
* особенно важной при применении доходного подхода является оценка рыночных ожиданий;
* необходимо выявлять и оценивать скрытый капитал для установления адекватной стоимости ФКИ.

Выбор метода определения стоимости ФКИ в зависимости от целей оценки. В целях обеспечения эффективного управления финансово кредитным бизнесом необходимо регулярное отслеживание изменения рыночной стоимости организации. В данном случае следует руководствоваться принципом сочетания системной и поэлементной оценки. В деле оценки стоимости ФКИ могут помочь методы затратного и доходного подходов.

Своевременная и правильная оценка активов ФКИ позволяет обеспечивать сохранность депозитного фонда, надлежащее качество кредитного портфеля, портфеля ценных бумаг и так далее. Для подобной контрольной функции наиболее целесообразно использовать метод чистых активов.

Для оценки перспектив развития компании и, следовательно, определения путей повышения эффективности её деятельности наиболее предпочтительным будет доходный подход. Доходный подход позволяет оценивать ожидаемые перспективы развития бизнеса и выбирать оптимальные варианты. В первую очередь, доходный подход является эффективной поддержкой принятия инвестиционных решений.

При определении кредитоспособности ФКИ следует воспользоваться методами затратного подхода, которые с высокой долей достоверности позволяют обосновывать целесообразность кредитования, его сроки и условия. Использование данного подхода позволяет адекватно оценивать уровень кредитного риска и принимать правильные решения о возможных объёмах ссуды.

В случае оценки капитала для инвесторов можно использовать как доходный подход, так и сравнительный. Доходный подход интересен тем, что позволяет определять необходимую сумму начальных инвестиций. Сравнительный подход может быть использован тогда, когда инвестор заинтересован в приобретении пакета акций, то есть заинтересован стать совладельцем бизнеса.

Продажу/приобретение ФКИ можно рассматривать с трёх позиций. Во-первых, с точки зрения инвестирования. Если мы приобретаем компанию с целью дальнейшего развития её бизнеса, в этом случае целесообразно применение методов доходного подхода. Если мы приобретаем компанию для расширения своего бизнеса (например, нам интересна филиальная сеть), для такой цели оправданным будет применение сравнительного подхода. А если продажа ФКИ вынужденная, то в данном случае устанавливается не рыночная стоимость, а ликвидационная, и для этой цели следует использовать методы затратного подхода.