

Еще раз о премиях и скидках

Г. Булычева

Е. Евстафьева

В 2015 году был утвержден Федеральный стандарт оценки «Оценка бизнеса» (ФСО № 8), в котором кроме определения базовых понятий оценки бизнеса и основных методологических требований к проведению оценки, указывается на право оценщика применять корректировки к полученной расчетным путем стоимости: «При определении стоимости объекта оценки в рамках применения каждого из использованных методов проведения оценки объекта оценки оценщик должен установить и обосновать необходимость внесения использованных в расчетах корректировок и их величину».

О каких конкретно корректировках идет речь, стандарт не устанавливает, поскольку применение корректировок – это право оценщика, а не его обязанность. Необходимость корректировки может быть обусловлена особенностями самого объекта оценки и не носить системного характера. Однако мы понимаем, что, как правило, речь идет о корректировках, связанных с ликвидностью объектов оценки и размером оцениваемой доли в уставном капитале компании (пакета акций).

Как показывает наша практика не только оценки, но и, в первую очередь, экспертизы отчетов об оценке бизнеса, влияние на итоговую стоимость поправок за размер пакета и ликвидность может быть огромным и даже нивелировать значимость всех проведенных до этого расчетов. Мы детально изучали данный вопрос, в том числе в рамках подготовки методических рекомендаций по применению премий и скидок по заданию ОАО «РЖД», исследовали различные базы данных, наиболее часто используемые для обоснования величины корректировок, и основные выводы представляем в данной статье.

Методическая история практики применения премий и скидок за размер пакета в России началась с переводов книг в основном американских авторов, международных стандартов оценки и написания отечественных учебников, посвященных данной тематике. Мы все помним таблицу со стрелками, характеризующими переход от контрольной к неконтрольной доле, а далее к неликвидной неконтрольной доле. При этом дать однозначное определение, что такое контрольный и неконтрольный пакет оказалось сложно.

Напомним наиболее часто цитируемые варианты.

Премии и скидки (поправки) представляют собой корректировки, вносимые к стоимости, полученной в рамках тех или иных подходов и методов при проведении оценки предприятия или доли участия в акционерном капитале.

Степень контроля – определенный объем прав, присущий той или иной доле в собственности. Ш. Пратт определяет контроль как право управлять действиями руководства и политикой предприятия.

Международные стандарты финансовой отчетности рассматривают контроль как возможность управлять финансовой и хозяйственной политикой компании с целью получения

выгод от ее деятельности. Согласно стандартам МСФО контроль имеет место, когда материнская компания владеет прямо или косвенно через дочерние компании более чем половиной голосующих акций компании, а также в ряде других случаев.

Ш. Пратт¹ и соавторы используют для определения степени контроля два термина: «Операционный контроль – способность владельцев доли собственности в акционерном капитале выбирать большинство членов Совета директоров. Абсолютный контроль – неограниченная способность владельцев доли в акционерном капитале осуществлять все права, обычно связанные с использованием собственности, включая право ликвидировать компанию».

В российской практике не существует законодательно установленного определения понятий миноритарный (неконтрольный) и мажоритарный (контрольный) пакет.

Очевидно, что управлять действиями руководства и политикой предприятия можно, не имея формально в собственности 50 % плюс одну акцию этого предприятия. Например, для американского рынка характерна модель корпоративного управления с высокой степенью распыления капитала. При такой модели собственности миноритарные акционеры могут приобретать достаточно существенные права контроля, что и находит отражение в стоимости акций.

В учебной литературе выделяют 3 основных подхода к определению стоимости пакетов акций:

- a. подход «сверху-вниз»;
- b. горизонтальный подход;
- c. подход «снизу-вверх».

В рамках подхода «сверху-вниз» для определения стоимости пакета акций на первом этапе рассчитывается обоснованная стоимость капитала компании в целом. Затем определяется стоимость пропорциональной части капитала (в зависимости от размера оцениваемого пакета акций). На заключительном этапе осуществляется корректировка стоимости пропорциональной доли с учетом факторов контроля и ликвидности.

При использовании второго подхода (горизонтальный) стоимость пакета акций определяется сразу на требуемом уровне при помощи использования соответствующих методов оценки бизнеса.

В подходе «снизу-вверх» стоимость определяется для миноритарного пакета акций (например, методом дисконтирования дивидендов), а затем также проводятся корректировки стоимости с учетом показателей степени контроля и ликвидности.

В рамках анализа можно выделить 3 группы факторов, формирующих уровень контроля:

1. Размер рассматриваемого пакета и размеры других пакетов в уставном капитале (степень концентрации капитала компании). Анализ данного фактора должен включать рассмотрение потенциальных аффилированных лиц среди акционеров и изучение номинальных держателей. Структура капитала компании может быть проанализирована в разбивке по типам инвесторов, а также изучены варианты изменения структуры капитала в зависимости от инвестиционных целей акционеров.

¹ Фишмен Дж., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К. Руководство по оценке стоимости бизнеса. Перевод с английского. – М.: Квинто-консалтинг, 2000, с. 15.

Например, в руках контрольного акционера сосредоточено 93% акций, а оставшиеся 7% находятся в собственности большого количества физических лиц, часть из которых планирует продать 3% принадлежащих им акций. Очевидно, что в случае приобретения акций контрольным акционером, он получает право обязательного выкупа всех оставшихся акций.

2. Права существующих пакетов акций, их фактическая реализация в компании, а также потенциальные варианты перераспределения прав акционеров при совершении сделки с рассматриваемым пакетом с учетом изменения структуры капитала. При рассмотрении данной группы факторов должен быть проведен подробный анализ устава компании.

Если говорить о глубинной причине возникновения права оценщика на применение корректировок за размер пакета, то это нарушение прав акционеров и возникновение возможностей перераспределения доходов в пользу контрольного акционера. Поэтому исторически наименьшие скидки существуют в странах с более строгой системой бухгалтерского учета и более жесткого законодательного преследования финансовых нарушений в компании. Также следует упомянуть об ограничениях, записанных в Уставе компании, например, по выплате дивидендов, порядку голосования, представительству в Совете директоров и т.д. Как правило, в открытых компаниях, чьи акции торгуются на международных фондовых рынках, речи о скидках за размер пакета не идет. Вопрос о применении скидки часто возникает при наличии двух стратегических инвесторов в компании, когда один из них может заблокировать решение другого. Однако и здесь все не однозначно. Приведем пример: два акционера с распределением долей 51/49, нужна ли скидка при оценке пакета в 49%? Если да, тогда возникает существенный вопрос. При создании общества акционеры инвестировали средства примерно равные (пропорционально 51 и 49 долей), тогда почему оценщик при определении стоимости 49% делает скидку? Предположение, что собственник 51% заинтересован в неэффективном управлении абсурдно, поскольку основная цель инвестиций в извлечении дохода. Может быть, происходит нарушение прав миноритарного акционера и перераспределение средств в пользу владельца 51% акций? Такое допущение также сомнительно, поскольку второй акционер имеет достаточное представительство в Совете директоров и может заблокировать стратегические решения в соответствии с действующим законодательством. Распространенной практикой (особенно в крупных компаниях) является привлечение аудитора с надежной репутацией на рынке, что является дополнительной гарантией подтверждения активов, обязательств, доходов и расходов компании.

3. Прочие факторы, выявляемые по результатам более подробного анализа деятельности и перспектив компании. Анализ статистики по определению величины премий и скидок показал, что в основе всего лежит переговорный процесс по реализации конкретной сделки. Часто факторы, влияющие на итоговую величину стоимости пакета, носят строго индивидуальный, даже личный характер. Например, стратегический инвестор соглашается выплатить премию, имея гарантии о продаже еще одного пакета акций. Оценщик не может предусмотреть все личные мотивы инвестора, поэтому он определяет стоимость как наиболее вероятную цену сделки. Именно поэтому в отчете оценщика требуется указать все допущения и ограничения, использованные при подготовке отчета. Также в соответствии с определением рыночной стоимости мы должны помнить, что Оценщик ориентируется на типичные условия рынка и известные ему факты.

При проведении анализа конкретного пакета акций или доли участия в капитале следует в равной степени рассматривать все группы факторов и вывод, к которому может прийти Оценщик, следует или нет применять корректировки к полученной стоимости, неоднозначен. Ситуация, когда цена акции на фондовом рынке примерно равна или даже выше, чем стоимость акции,

определенная на уровне контрольного ликвидного пакета, например, по методу дисконтированных денежных потоков, является достаточно частой. Это может свидетельствовать о наличии контрольных полномочий у миноритарных акционеров ввиду специфики распределения собственности, либо о высокой ликвидности акций, которая покрывает риски, связанные с отсутствием контрольных полномочий для миноритарного пакета.

Рассмотрим ситуацию, при которой оценщик проанализировал все факторы, связанные с возможным влиянием на стоимость доли и принял решение применить корректировку за размер пакета. Как обосновать ее величину? Наиболее часто используемым источником информации о среднестатистических данных по уровню премий является справочник «Mergerstat» (или иные аналогичные статистические базы), в котором премия за контроль рассчитывается путем сравнения общей суммы, выплаченной при совершении сделки в расчете на одну акцию приобретенной компании, с независимой ценой этих акций, установленной «Mergerstat». Цена до объявления о сделке выбирается и рассчитывается на основе данных по объемам торгов и колебания цен в течение периода, предшествующего объявлению о сделке.

Методика расчета премии за контроль согласно Mergerstat:

- Определение даты объявления о сделке.
- Поиск данных по объему торгов и ценам до объявления о сделке.
- Анализ данных о значительных колебаниях цен и объема торгов.
- Выбор цены на момент, непосредственно предшествующий изменению нормального, репрезентативного процесса формирования цен.
- При отсутствии значительных колебаний цен и объемов торгов выбирается цена купли-продажи акций за день до объявления о поглощении.
- Определение окончательной цены в расчете на одну акцию, предложенной покупателем за приобретение обыкновенных акций компании в соответствии с условиями тендерного предложения.
- Расчет премии за контроль с использованием следующей формулы:

$$CP = \frac{V - P}{P},$$

где CP – премия за контроль;

V – покупная цена;

P – независимая цена по данным Mergerstat.

Анализ статистики показал существенный разброс в величине премий и скидок, в том числе и наличие отрицательных премий. Средние значения меняются в зависимости от продолжительности анализируемого периода, отрасли и количества сделок. При этом статистика не дает ответа на главный вопрос относительно условий сделки.

К сожалению, несмотря на достаточно продолжительный период существования оценочной деятельности в России, проблема применения премий и скидок за размер пакета не претерпела каких-либо существенных изменений. Часто в отчетах можно встретить необоснованное применение корректировок за размер пакета, при этом величина поправки, зачастую, основана на учебных примерах или статистике, приведенной в учебнике.

Отдельный вопрос связан с использованием статистических данных, опубликованных в статьях или со ссылкой на данные компании. Если источники информации (статистическая база) не раскрыты, то это просто экспертное мнение, которое должно быть подтверждено рыночными данными. Если оценщик использует данную информацию для обоснования своей позиции, тогда вся ответственность за принятие решения ложится на его плечи. Более того, оценщик использует экспертное мнение и не подтверждает его рыночными данными, чем нарушает п.13 ФСО №3. Данная практика, к сожалению, уже сложилась в нашей стране.

Такая ситуация широко распространена, в том числе, при обосновании величины поправки за размер пакета (доли). Как правило, оценщики используют данные из статей, монографий, результатов исследований отдельных компаний. В случае, если оценщик уверен, что корректировка в принципе необходима, использование экспертных мнений возможно, но в случае обязательной оценки необходимо подтверждение статистическими данными или иными методами расчета. И мы опять попадаем в замкнутый круг, а где статистика? Конечно, в открытых базах данных, например, в той же «Mergerstat». Но статистика противоречива и не учитывает условий сделки...

Наш главный вывод заключается в следующем. Основная причина внесения корректировок, связанных с размером пакета (доли), – нарушение прав акционеров. Сегодня, когда в крупных компаниях существует достаточно прозрачная система аудита финансовой отчетности, споры между акционерами решаются в суде и в целом сложилась структура акционерного капитала компаний, использование корректировок за размер пакета становится не актуальным. В нашей оценочной практике мы крайне редко используем данное право. Более того, методология оценки бизнеса предполагает использование большого количества инструментов для учета риска в случае, если оценщик их выявляет. Стереотипы, связанные с обязательным применением премий и скидок и схем со стрелочками ушли в прошлое. Практика применения премий и скидок скорее обусловлена условиями сделки, юридическими ограничениями и масштабами деятельности предприятия.

В настоящее время чаще приходится говорить о влиянии ликвидности акций/долей на их стоимость. При этом применение поправок на ликвидность в практике оценки встречается достаточно редко и, как правило, связано с расчетом ликвидационной стоимости в условиях сокращения сроков реализации активов. Отдельно следует отметить, что в случае решения оценщика о применении двух корректировок (за недостаток ликвидности и за размер пакета), он должен доказать, что при определении величины корректировки не учитывались одни и те же факторы.