

## Рекомендации по применению оценочных подходов и получению итоговой величины стоимости при оценке долей участия в компаниях

Ю.В. Козырь

*Целью настоящей статьи является отражение взгляда автора на идеологию получения итоговых оценок при оценке долей участия в компаниях, базирующихся на результатах применения нескольких оценочных подходов.*

Как известно, в процессе оценки профессиональные оценщики обычно используют несколько оценочных подходов – затратный, сравнительный и доходный. Получив по результатам расчетов в рамках этих подходов несколько предварительных оценок стоимости, оценщики затем выводят суждение об итоговой величине стоимости объекта оценки. Для этой цели обычно применяются следующие механизмы:

- *метод субъективного взвешивания* (наиболее часто применимый), в рамках которого оценщики на основе тех или иных аргументов и/или анализа ряда данных приходят к мнению касательно значимости результатов оценочных подходов, назначая при этом полученным промежуточным оценкам соответствующие веса, сумма которых равна единице;
- *метод анализа иерархий* (МАИ), представляющий собой механизм ранжирования качественных свойств и признаков использованных в расчете оценочных подходов, применение которого может быть оправданным при использовании не менее трех оценочных подходов, когда непосредственный анализ качества результатов, полученных в рамках различных подходов, приводит к неоднозначным результатам (например, качество *i*-го свойства/признака в затратном подходе лучше, чем качество этого же свойства в доходном подходе; качество *i*-го свойства/признака в доходном подходе лучше, чем качество этого же свойства в сравнительном подходе; однако качество *i*-го свойства/признака в затратном подходе хуже, чем качество этого же свойства в сравнительном подходе). Следует отметить, что МАИ по сути представляет собой тот же метод субъективного взвешивания;
- *выбор в качестве итоговой величины стоимости результата одного из подходов* – подобный механизм чаще всего применяют при оценках для целей отражения по МСФО и является обычной практикой у многих зарубежных оценщиков.

По мнению автора, при выведении суждения об итоговой величине стоимости имеет место определенная «зашоренность» взглядов: выбирая тот или иной способ согласования подходов, оценщики зачастую думают не о том, какими мотивами руководствуются потенциальные стороны сделки (если определяется рыночная стоимость), а о том, как

побыстрее и с наименьшими усилиями завершить проект, руководствуясь при этом такими аргументами, как «все так делают», «так написано в учебнике по оценке» или – при оценке для целей отражения по МСФО, - «согласно требованиям стандартов».

В связи с этим ниже представлен взгляд на проблему определения итоговой стоимости объектов оценки с позиции мотивов, которыми руководствуются потенциальные стороны сделки на основе информации о предварительных стоимостях, полученных оценщиком/оценщиками в оценочном отчете/отчетах, и отражает авторское видение данного вопроса.

Сначала обратимся к общеизвестной теории и практике оценки, лежащей в основе применения оценочных подходов при оценке долей участия в компаниях. Почему мы применяем эти подходы?

Как известно, *применение сравнительного (или по другому «рыночного») подхода основано на том*, что если где-то недавно была зафиксирована цена сделки с объектом-аналогом, цена этой сделки после осуществления ряда корректировок, отражающих отличие свойств оцениваемого объекта от его аналога, может быть использована для получения стоимости оцениваемого объекта.

*Применение так называемого затратного подхода основано на том*, что если предлагаемую к продаже компанию или бизнес можно «построить с нуля», создав при этом эквивалентный набор (ансамбль) активов и обязательств, цена такой сделки не должна превышать затраты на создание этого ансамбля (принцип замещения). В принципах МСО (п. 63 в редакции МСО-2011) эта же мысль выражена так [1]: «*Затратный подход обеспечивает получение показателя стоимости базирываясь на использовании экономического принципа, согласно которому покупатель не заплатит за актив больше, чем сумму затрат, необходимую для получения актива равной полезности, будь то посредством его покупки или строительства*».<sup>1</sup>

*Применение доходного подхода основано на том*, что цена сделки купли-продажи функционирующей компании/бизнеса должна являться эквивалентом сегодняшней ценности ожидаемых в будущем чистых денежных доходов от функционирования этой компании/бизнеса.

Давайте зададимся вопросом: при каких условиях/обстоятельствах участников сделки (владельца объекта оценки и покупателя) может устроиться цена сделки? На этот вопрос имеется, вообще говоря, два типа ответов, отражающих различные мотивы сторон.

Согласно первому типу ответа, в основе каждой конкретной сделки лежат инвестиционные мотивы сторон сделки. Соответственно, если рынок объекта оценки

---

<sup>1</sup> В этой связи представляется небесспорным отнесение метода ликвидационной стоимости [название метода не следует путать с ликвидационной стоимостью, определенной в соответствии с ФСО-2 «Виды стоимости» - прим. авт.] к затратному подходу, поскольку такая классификация соответствует реалиям только для потенциального покупателя. Что же касается собственника (потенциального продавца) имущества, для него ценность ликвидации компании или бизнеса представляет собой ожидаемый поток чистых доходов; соответственно, метод ликвидационной стоимости для собственника ликвидируемого предприятия по сути является методом доходного подхода. – прим. авт.

является развитым, цена сделки представляет собой рыночную стоимость объекта оценки. Если же рынок объекта оценки не является развитым, сделка состоится, если цена сделки будет лежать внутри диапазона, простирающегося от оценки инвестиционной стоимости объекта оценки его владельцем до оценки инвестиционной стоимости этого объекта потенциальным покупателем (при условии, что первое меньше второго). Иными словами, сделка состоится, если минимальная цена, на которую согласен продавец, будет ниже или равна максимальной цене, которую согласен заплатить покупатель<sup>2</sup>. Если в результате намечающейся сделки имеет место указанный выше «перехлест» (пересечение) оценок инвестиционных стоимостей продавца и покупателя, конкретная цена сделки будет определяться переговорной силой сторон и аспектами структурирования сделки. В свою очередь, переговорная сила сторон зависит не столько от навыков переговорщиков, сколько от их рыночного позиционирования с учетом позиционирования конкурентов. Многое зависит от состояния рынка – наблюдается ли на рынке бум или рецессия, соответственно, является ли на момент совершения сделки рынок рынком продавцов или рынком покупателей. В зависимости от этого, переговорная позиция, при прочих равных, будет сильнее у той из сторон, кого на рынке меньше, что означает приближение цены сделки внутри вышеуказанного диапазона к оценке инвестиционной стоимости этой стороны. Для получения итоговой оценки величины рыночной стоимости объекта оценки, основанной на данном способе, в основу расчетов следует закладывать предварительные оценки инвестиционных стоимостей владельца (владельцев) объекта оценки и его потенциальных покупателей. Указанный метод применим, если известно точное количество потенциальных покупателей (при ограниченном рынке или при невозможности осуществления публичной оферты) и правдивая (достоверная) информация об их мнениях (и мнении продавца) о величине инвестиционной стоимости потенциального предмета сделки (объекта оценки)<sup>3</sup>.

Второй тип ответа на вопрос об условиях реализации сделки, основан на анализе состояния финансово-хозяйственной деятельности компании, а также полученных соотношениях между результатами оценочных подходов<sup>4</sup>. При оценке неконтрольных долей участия в акционерных обществах дополнительно следует учитывать, являются ли оцениваемые акции котируемыми, или нет.

Оценка условий осуществления потенциальной сделки с контрольными долями, как и выше, основывается на пересечении ценовых диапазонов продавца и наилучшего

---

<sup>2</sup> Впрочем, это условие распространяется и на активные рынки.

<sup>3</sup> Следует отметить, что применение указанного способа выведения суждения об итоговой величине рыночной стоимости объекта оценки может не привести к искомому результату в случаях выявления отсутствия пересекающихся оценок продавца и потенциальных покупателей. В таких случаях следует признать, что рыночная стоимость объекта оценки отсутствует, поскольку сделка не сможет осуществиться. Если же, несмотря на это, пытаться в качестве рыночной стоимости представить середину выявленного стоимостного разрыва (между ценами согласия продавца и лучшего покупателя), то необходимо отдавать себе отчет в том, что полученная таким образом оценка стоимости будет представлять лишь потенциальную цену возможной сделки, и далеко не факт, что эта сделка может состояться. Поэтому большой вопрос, можно ли считать результат такой оценки рыночной стоимостью (по мнению автора, нельзя).

<sup>4</sup> При дальнейшем рассмотрении данного вопроса будем предполагать, что применение каждого оценочного подхода и метода осуществлено корректно.

покупателя, при этом для каждой из сторон цена сделки будет определяться следующими условиями:

- для продавца (владельца объекта оценки):  $V_s = \max[V_{LV}; V_{ДПС}; V_{СП}];$  (1)
- для покупателя:  $V_b = \min[V_{ДПБ}; V_{СП}; V_{МЭЗА}],$  (2)

где  $V_s$  – приемлемая цена для продавца,

$V_b$  - приемлемая цена для покупателя,

$V_{LV}$  - оценка стоимости объекта оценки, полученная в рамках метода ликвидационной стоимости (метода определения стоимости при ликвидации/ закрытии бизнеса),

$V_{ДПС}$  - оценка стоимости объекта оценки, полученная собственником объекта оценки в рамках доходного подхода,

$V_{ДПБ}$  - оценка стоимости объекта оценки, полученная потенциальным покупателем объекта оценки в рамках доходного подхода<sup>5</sup>,

$V_{СП}$  - оценка стоимости объекта оценки, полученная в рамках сравнительного подхода,

$V_{МЭЗА}$  - оценка стоимости объекта оценки, полученная в рамках метода экономического замещения активов (формально относящегося к затратному подходу, а фактически представляющего собой гибрид затратного с доходным подходом) [2], [3].

В основе сформулированных и представленных выше условий, помимо общеэкономической логики, лежат следующие аргументы.

1. Согласно трактовке базиса рыночной стоимости (см. Принципы МСО (МСО-2011), «Рыночная стоимость», п. 31), словосочетание *«Расчетная денежная сумма» относится к выраженной в деньгах цене, которая может быть уплачена за актив при коммерческой рыночной сделке. <...> Это цена – наилучшая из достижимых, по разумным соображениям, для продавца и наиболее выгодная из достижимых, по разумным соображениям, для покупателя. <...>* [1](выделение автора).
2. Согласно трактовке базиса рыночной стоимости (см. Принципы МСО (МСО-2011), «Рыночная стоимость», п. 31), словосочетание *«между заинтересованным покупателем» - относится к тому, у кого есть мотивы купить, но ничто его к этому не принуждает. Такой покупатель не горит желанием купить и не настроен платить любую цену. <...>. Предполагаемый покупатель не станет платить цену выше той, которую требует рынок. Нынешний собственник актива также входит в число тех, кто составляет этот «рынок».* [1] (выделение автора).

---

<sup>5</sup> Условие (2) подходит для одного конкретного лица, рассматриваемого в качестве потенциального покупателя. Поскольку при намечающейся сделке может быть несколько потенциальных покупателей объекта оценки, при выведении суждения о рыночной величине стоимости объекта оценки имеет смысл рассматривать одну, наибольшую из них, оценку величины  $V_{ДПБ}$ .

3. Согласно пункту 4 Стандарта «Бизнесы и права участия в бизнесе» (МСО 200 в редакции МСО 2011), «Если оценка связана с правом, предоставляющим возможность ликвидации активов бизнеса, следует учесть, может ли совокупная стоимость активов в случае их продажи по отдельности при ликвидации бизнеса превысить общую стоимость бизнеса как действующего предприятия» [1].

Принимая во внимание положение пункта 63 Принципов МСО (в редакции МСО 2011), согласно которому «Затратный подход обеспечивает получение показателя стоимости базируясь на использовании экономического принципа, согласно которому **покупатель не заплатит за актив больше, чем сумму затрат, необходимую для получения актива равной полезности, будь то посредством его покупки или строительства**» (выделение и подчеркивание автора), условие (2) буквально означает следующее:

$$V_b = \min[V_{СП}; V_{МЭЗА}]. \quad (2')$$

Однако, принимая во внимание трактовку пункта 31 (а) («Это цена - <...> наиболее выгодная из достижимых, по разумным соображениям, для покупателя»), очевидно, что именно условие (2) наилучшим образом отражает указанные выше обстоятельства.

Следует отметить, что обычно при оценке контрольных долей участия выведение суждения об итоговой величине их стоимости в рамках приведенных выше условий (1)-(2) будет ограничиваться анализом, основанным на результатах доходного и затратного подходов. Напротив – выведение суждения об итоговой величине стоимости неконтрольных долей участия в уставных капиталах преуспевающих компаний практически исключает рассмотрение результатов оценки, полученных на базе применения затратного подхода (метода ликвидационной стоимости ( $V_{LV}$ ) и метода экономического замещения активов ( $V_{МЭЗА}$ )), поскольку, с одной стороны, миноритарные акционеры не обладают полномочиями по вынесению решений о закрытии бизнеса, с другой стороны, для них не имеет смысла в качестве альтернативы приобретения неконтрольной доли участия в бизнесе рассматривать замещение всех активов бизнеса посредством его создания «с нуля».

Отталкиваясь от определения категории рыночной стоимости (нацеленного на осуществление сделки с оцениваемым имуществом), можно обоснованно ожидать, что рыночная стоимость оцениваемого объекта оценки будет соответствовать условиям осуществления сделки купли-продажи. При рассмотрении контрольных долей участия, можно утверждать, что с учетом (1)-(2) условия для осуществления сделок существуют при следующих соотношениях между предварительными результатами оценок:

- $\{V_{LV}; V_{ДПС}\} \leq V_{СП} \leq V_{ДПБ} < V_{МЭЗА}, \quad (3-1)$

- $\{V_{LV}; V_{ДПС}\} \leq V_{ДПБ} \leq V_{СП} < V_{МЭЗА}, \quad (3-2)$

- $\{V_{LV}; V_{ДПС}\} \leq V_{МЭЗА} \leq V_{ДПБ} \leq V_{СП}, \quad (3-3)$

- $V_{СП} \leq V_{ДПС} \leq V_{LV} \leq V_{ДПБ} \leq V_{МЭЗА}. \quad (3-4)$

В случае выполнения одного из приведенных выше соотношений (3-1) – (3.4) ожидаемая цена сделки будет близка к соответствующей оценке стоимости, выделенной жирным шрифтом, а именно:

- при  $\{V_{LV}; V_{ДПС}\} \leq V_{СП} \leq V_{ДПБ} < V_{МЭЗА}$ ,  
цена сделки будет близка к оценкам стоимостей в интервале  $\{V_{ДПС}; V_{ДПБ}\}$ , т.е., прежде всего, к оценке  $V_{СП}$ .
- при  $\{V_{LV}; V_{ДПС}\} \leq V_{ДПБ} \leq V_{СП} < V_{МЭЗА}$ ,  
цена сделки будет тяготеть к величине  $V_{ДПБ}$ ;
- при  $\{V_{LV}; V_{ДПС}\} \leq V_{МЭЗА} \leq V_{ДПБ} \leq V_{СП}$ ,  
цена сделки будет тяготеть к величине  $V_{МЭЗА}$  (меньше или равна);
- при  $V_{СП} \leq V_{ДПС} \leq V_{LV} \leq V_{ДПБ} \leq V_{МЭЗА}$ ,  
цена сделки будет находиться в интервале  $\{V_{LV}; V_{ДПБ}\}$ .

При наличии соотношения:

- $V_{LV} \leq V_{ДПБ} \leq \underline{V_{ДПС}} \leq V_{СП} < V_{МЭЗА}$ , (3-5)

осуществление сделки будет под вопросом; в случае положительного исхода, цена сделки будет находиться в интервале  $\{V_{ДПБ}; V_{СП}\}$ , скорее всего, близка к оценке  $V_{ДПС}$ .

Применение условий (1) – (3) для выведения суждения об итоговой величине стоимости соответствующих объектов оценки в общем случае приводит к рассмотрению 5-мерного пространства предварительных стоимостей:  $\{V_{LV}; V_{ДПС}; V_{СП}; V_{ДПБ}; V_{МЭЗА}\}$ , для которого существует  $5! = 120$  вариантов соотношений между этими предварительными результатами оценки. Из этого числа следует исключить все оценки  $\{V_i\} < V_{LV}$  и большинство оценок в диапазоне  $\{V_i\} > V_{МЭЗА}$ . Поскольку в реальности в рамках доходного подхода вместо двух оценок ( $V_{ДПС}$  и  $V_{ДПБ}$ ) обычно производят только одну оценку  $V_{ДП}$  (осуществленную независимым оценщиком), 5-мерное пространство стоимостей сужается до 4-мерного с 24 возможными вариантами соотношений между ними.

Важно отметить, что нередко при согласованиях результатов оценок оценщики применяют премии за контроль или скидки за отсутствие контроля, дабы подвергать согласованию результаты, отражающие единый базис стоимости (на контрольном или неконтрольном уровнях). Применение таких поправок оправданно, если базис предварительно полученных в рамках различных оценочных подходов результатов отличается друг от друга и/или он отличается от базиса объекта оценки. Однако имеющиеся эмпирические исследования на предмет значений указанных премий и скидок характеризуются их огромным разбросом (+/-90%), что снижает точность и обоснованность итоговой величины стоимости объекта оценки в случае их применения в расчетах. В этой связи автор настоящей статьи рекомендует по возможности избегать

использования в расчетах премий и скидок за контроль, а именно – в рамках оценочных подходов следует сразу оценивать стоимость объекта оценки в заданном базисе оценки, отражающим величину оцениваемой доли участия и характер распределения долей других участников (например, оценку стоимости контрольных пакетов следует осуществлять на основе затратного подхода и доходного подхода, исключающего по возможности метод дисконтирования дивидендов; оценку стоимости миноритарных пакетов следует осуществлять на основе преимущественно сравнительного подхода и, в ряде случаев, доходного подхода с применением модели дисконтирования дивидендов).

Представленные выше условия/выражения (1)-(2) в случае отсутствия результатов применения одного из оценочных подходов должны/могут соответствующим образом «сжиматься».

Приведенные выше рассуждения автора в рамках «второго типа ответа на вопрос об условиях реализации сделки», более детально представлены ниже в табличной форме (см. табл.1), где для полноты картины рассмотрены также случаи согласования стоимости для миноритарных пакетов акций. В этой таблице сделано неявное предположение о том, что при оценке контрольных долей участия сравнительный подход не применялся. Принятые в таблице обозначения:

« $V_{СП}$ » - результат оценок, полученных в рамках сравнительного подхода,

« $V_{ДП}$ » - результат оценок, полученных в рамках доходного подхода,

« $V_{ЗП}$ » - результат оценок, полученных в рамках затратного подхода,

« $V_{LV}$ » - результат оценки стоимости ликвидации (закрытия) бизнеса,

« $V_{МЭЗА}$ » - результат оценки, полученный методом экономического замещения активов,

« $V_F$ » - итоговая величина стоимости объекта оценки,

« $w_i$ » – вес (значимость) результата применения соответствующего оценочного подхода в итоговой величине стоимости объекта оценки.

**Таблица 1.** Рекомендации по применению оценочных подходов и получению итоговой величины стоимости.

Ситуация	Объекты оценки			
	Контрольные пакеты/доли участия		Неконтрольные пакеты/доли участия	
	Соотношения между результатами подходов	Рекомендации по определению итоговой стоимости ( $V_F$ )	Рекомендации по определению итоговой стоимости ( $V_F$ ) для котирующихся акций	Рекомендации по определению итоговой стоимости ( $V_F$ ) для некотирующихся акций/долей участия
Банкротства нет и не предвидится	$V_{ЗП} < V_{ДП}$	Следует применить МЭЗА	$V_F = V_{СП}$ При этом СП д.б. основан на	$V_F = w_1 \times V_{СП} + w_2 \times V_{ДП}$ (при этом СП д.б.

	$V_{МЭЗА} < V_{ДП}$	$V_F = V_{МЭЗА}$	признаваемых ФСФР котировках оцениваемых акций. Если размер пакета $\geq 10\%$ УК, то возможно следует применить небольшую поправку (обычно премию) к котировкам, относящимся к акциям в составе стандартных биржевых лотов Для принудит. выкупа (если к моменту сделки акции торговались в течение не менее 6 мес.): $V_f = \max\{\text{ср. взвеш. за посл. 6 мес. величина признаваемых котировок; макс. цена сделки мажоритарного акционера с данными акциями}\}$	основан на сделках с сопоставимыми размерами пакетов акций компаний-аналогов. При пакетах меньших 10% УК лучше применять модифицированную модель дисконтирования дивидендов) Для принудит. выкупа <sup>6</sup> : $V_f = \max\{\text{ст-ть, определенная независимым оценщиком; макс. цена сделки мажоритарного акционера с данными акциями за посл. 6 мес.}\}$
	$V_{ДП} < V_{МЭЗА}$	$V_F = V_{ДП}$		
	$V_{ДП} < V_{ЗП}$	В рамках ЗП следует дополнительно оценить $V_{LV}$		
	$V_{LV} < V_{ДП}$	$V_F = V_{ДП}$		
	$V_{ДП} < V_{LV}$	$V_F = V_{LV}$ (если не сущ.-т возм. эфф.-й реорганизации бизнеса + см. примечание)		
Предбанкротное состояние	$V_{LV} < V_{ДП}$	$V_F = w_1 \times V_{LV} + w_2 \times V_{ДП}$	$V_F = V_{СП}$ (если $V_{LV} < V_{СП}$ )	$V_F = w_1 \times V_{СП} + w_2 \times V_{ЗП} \geq V_{LV}$ (СП должен отражать п/б состояние аналогов)
	$V_{ДП} < V_{LV}$	$V_F = V_{LV}$	$V_f = V_{СП}$	
Состояние банкротства	Применим лишь МЛС	$V_F = V_{LV}$	$V_F = V_{LV}$	$V_F = V_{LV}$

*Примечание.* При оценке контрольных долей в ситуациях, когда выполняется  $V_{ДП} < V_{LV}$ , в ряде случаев итоговая стоимость объекта оценки может отличаться от пропорциональной стоимости закрытия (ликвидации) бизнеса. Это происходит в случаях, когда выполняется следующее условие:

$$pr(n) \geq \left( \frac{V_{LV}}{V_{ДП}} - 1 \right), \quad (4)$$

где  $pr(n)$  – премия за контроль при переходе от пропорциональной стоимости одной акции в составе 100% пакета к стоимости одной акции в составе  $n\%$ -го контрольного пакета<sup>7</sup>, определяемая следующим образом [3]:

$$pr(n)_1 = \frac{1-n}{n} \times \frac{pr(100\%)}{1+pr(100\%)}, \quad (5)$$

<sup>6</sup> Имеются в виду ситуации с условиями обязательного предложения, реализуемого в соотв. с требованиями ФЗ-208 «Об акционерных обществах» - прим. авт.

<sup>7</sup> Эта премия показывает насколько мажоритарные акционеры «обделяют» миноритариев (перетягивая на себя «общее одеяло доходов») по сравнению с пропорциональной стоимостью их пакетов, определяемых на базе МСарс. – прим. авт.

где  $n$  – размер контрольной доли в уставном капитале (%/100),

$pr(100\%)$  – премия за контроль для одной акции в составе 100%-го контрольного пакета по сравнению с ценой акции в составе миноритарного пакета, определяемая следующим образом [3]:

$$pr(100\%) = \frac{M\text{Cap}_c - M\text{Cap}}{M\text{Cap}} = \frac{CV}{M\text{Cap}}, \quad (6^8)$$

где  $M\text{Cap}_c$  - взвешенная оценка рыночной капитализации с учетом стоимости контроля, полученная расчетным путем методами, учитывающими стоимость контроля,

$M\text{Cap}$  - рыночная капитализация без учета стоимости контроля,

$CV$  - стоимость контроля над 100% пакетом акций.

Выражение (5) может применяться для расчетов в условиях, когда владельцам контрольного пакета акций принадлежит полный контроль над компанией. В случаях, когда владельцам контрольного пакета акций принадлежит лишь часть полного контроля над компанией, для расчета премии за контроль при переходе от пропорциональной стоимости одной акции в составе 100% пакета к стоимости одной акции в составе  $n\%$ -го контрольного пакета следует применять другое выражение:

$$pr(n)_2 = \frac{n \cdot M\text{Cap} + a \cdot CV}{n \cdot M\text{Cap}_c} - 1, \quad (7)$$

где  $a$  - доля стоимости контроля, приходящаяся на контрольный пакет акций ( $0,51 < n \leq a < 1$ ), определяемая с учетом структуры капитала и распределения мест в управляющих органах компании-эмитента.

При  $a = 1$  выражение (7) преобразуется к виду:

$$pr(n)_2 = \frac{1-n}{n} \times \frac{CV}{M\text{Cap}_c}, \quad (8)$$

а результат расчетов в соответствии с (8) совпадает с результатом расчетов по (5).

При выполнении условия (4) контролирующие акционеры не будут закрывать бизнес, несмотря на то, что  $V_{\text{ДП}} < V_{\text{LV}}$ , т.к. стоимость их доли будет составлять  $n \times V_{\text{ДП}} \times (1 + pr(n))$ , что превышает стоимость, на которую они могли бы рассчитывать в случае ликвидации бизнеса ( $n \times V_{\text{LV}}$ ), т.е. продолжение функционирования бизнеса для них выгоднее его

---

<sup>8</sup> Здесь неявно предполагается, что числитель этих выражений является положительным. Случаи невыполнения данного предположения можно объяснить: (1) ошибками оценочных расчетов, (2) «перегретостью» рынка акций и (3) альтруистическим поведением контролирующих (мажоритарных) акционеров. – прим. авт.

ликвидации<sup>9</sup>. Соответственно, при выполнении условия (4), итоговая стоимость n%-го контролирующего пакета/доли участия должна составлять:

$$V_{Fn} = n \times V_{ДП} \times (1 + pr(n)). \quad (9)$$

Несколько слов о представленных в таблице 1 рекомендациях.

Стоимость значимых объектов оценки (каковыми являются контрольные доли участия), которая изначально не является очевидной, должна определяться на пересечении возможных цен продавца и покупателя<sup>10</sup>. С позиции здравого смысла, минимальной ценой, на которую могут согласиться акционеры, является цена, эквивалентная стоимости закрытия (ликвидации) бизнеса акционеров компании ( $V_{LV}$ ). Подтверждением этому можно считать п. 4 «Проведение оценки (МСО 102)» (см. МСО 200 «Бизнесы и право участия в бизнесе»), где написано следующее: *«Если оценка связана с правом, предоставляющим возможность ликвидации бизнеса, следует учесть, может ли совокупная стоимость активов бизнеса в случае их продажи по отдельности при ликвидации бизнеса превысить общую стоимость бизнеса как действующего предприятия»*. Аналогично, максимальной ценой, которую согласится заплатить рациональный покупатель, является цена, эквивалентная реальной стоимости замещения всех чистых активов компании с учетом времени, необходимого для «строительства с нуля» бизнеса, аналогичного бизнесу оцениваемой компании ( $V_{МЭЗА}$ ). Если результат оценки стоимости контрольной доли участия, осуществленный в рамках доходного (и/или сравнительного) подхода, попал в указанный выше диапазон, нижняя и верхняя границы этого диапазона не будут оказывать решающего влияния на итоговую величину стоимости – итоговым результатом оценки будет результат применения доходного (и/или сравнительного) подхода. Если же результат оценки стоимости контрольной доли участия, осуществленный в рамках доходного (и/или сравнительного) подхода, вышел за рамки указанного диапазона, итоговым результатом оценки будет ближайшая к этому результату (верхняя или нижняя) граница указанного диапазона. Отличие предложенного подхода (выведения итогового результата) от традиционного, очевидно, заключается в осуществлении дополнительных расчетов с применением метода ликвидационной стоимости и/или метода экономического замещения активов, что, конечно, повышает трудоемкость расчетов. Однако повышенная трудоемкость расчетов при оценке контрольных долей участия представляется оправданной, поскольку «игра стоит свеч» - этим достигается повышение обоснованности итоговой величины стоимости в ситуации, когда на кону стоят, как правило, большие деньги.

Оценка стоимости неконтрольных долей участия зависит от того, являются ли эти доли котируемыми акциями или нет. В случаях, когда неконтрольные доли участия являются котируемыми акциями, их стоимость определяется участниками фондового рынка и является уже известной величиной. Исключения представляют случаи, когда оценка производится в целях принудительного выкупа или в ситуациях, когда эмитент

---

<sup>9</sup> В то время как для миноритарных акционеров ровно наоборот: в ситуации  $V_{ДП} < V_{LV}$  для них выгоднее закрытие бизнеса.

<sup>10</sup> Обоснование см. в п. 31 Принципов МСО (ред. 2011 г.), а также в предыдущей части настоящей статьи.

оцениваемых акций находится в состоянии банкротства: в первом случае стоимость оцениваемых акций определяется соответствующими требованиями действующего законодательства, во втором случае - равна пропорциональной доле ликвидационной стоимости чистых активов. В случаях, когда неконтрольные доли участия не являются котируемыми акциями, их итоговая стоимость определяется традиционным образом на основе результатов сравнительного, доходного или затратного подходов с применением процедур взвешивания промежуточных результатов оценки и с учетом их возможного влияния на изменение степени контроля имеющихся крупных пакетов. Исключения составляют ситуации, когда эмитент оцениваемых акций находится в состоянии банкротства (итоговым результатом оценки будет пропорциональная доля ликвидационной стоимости чистых активов) или намечается сделка в рамках обязательного предложения [принудительный выкуп], когда стоимость акций также определяется специальными требованиями действующего законодательства.

Помимо отмеченной выше логики здравого смысла, заключающейся в выявлении пересекающихся диапазонов приемлемых цен продавца и покупателей, предложенные рекомендации позволяют в большинстве случаев избегать применения премий и скидок за наличие/отсутствие элементов контроля, являющихся самостоятельным источником субъективизма.

Представленные в таблице 1 рекомендации по определению итоговой стоимости объектов оценки, по мнению автора, позволят точнее и более обоснованно определять их стоимость (как наиболее вероятную цену сделки) по сравнению с широко распространенными в настоящее время способами согласования результатов оценочных подходов, поскольку эти рекомендации основаны на экономической логике, обусловленной мотивами сторон потенциально намечающихся сделок, что в свою очередь наиболее полно соответствует вышеуказанным положениям международных стандартов оценки<sup>11</sup>.

В заключение отметим следующее.

- В части ограничений применимости данных рекомендаций: их с осторожностью следует применять для целей определения выкупной стоимости долей участия в капитале обществ с ограниченной ответственностью (ООО) при выходе из общества его участников, поскольку несмотря на то, что с экономической точки зрения доли участия в ООО весьма схожи с акциями или долями участия в бизнесе/совместном предприятии, современный российский закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» дает весьма неоднозначную трактовку того, каким образом должна определяться доля в ООО при выходе из общества одного из участников.
- В части расширений применимости данных рекомендаций: по мнению автора, кроме оценки долей участия в бизнесе/пакетов акций, данные рекомендации можно также применять и в случаях оценки объектов коммерческой недвижимости (арендного бизнеса).

---

<sup>11</sup> А также и федеральных стандартов оценки, поскольку все они начинаются со слов «настоящий федеральный стандарт разработан с учетом международных стандартов оценки».

Источники:

1. Международные стандарты оценки 2011. Аутентичный перевод на русский язык. Москва, Российское общество оценщиков, 2013 г.
2. Ю.В. Козырь, С.А. Табакова. Методические рекомендации по применению метода экономического замещения активов. утв. Методическим советом Российского общества оценщиков. Москва, 2013 г.
3. Ю.В. Козырь. Элементы и принципы стоимостной оценки бизнеса. Саарбрюкен, LAP Lambert Academic Publishing, 2012 г.