

## Практика оценочной деятельности и ее специфика

# К вопросу о применении скидок за недостаток контроля и за недостаточную ликвидность при определении стоимости акции для целей выкупа у миноритарных акционеров

В настоящее время одним из наиболее актуальных и в то же время наиболее сложных аспектов отечественной оценочной практики является вопрос об использовании скидок за недостаток контроля и недостаточную ликвидность при оценке стоимости одной акции акционерного общества для целей выкупа у миноритарных акционеров согласно изменениям, внесенным в Федеральный закон «Об акционерных обществах». В статье будет рассмотрен вопрос целесообразности применения скидок при оценке для целей выкупа акций и основные положения действующего законодательства по исследуемому вопросу.

### Виды стоимости в разрезе использования премий и скидок

Согласно Закону «Об оценочной деятельности» рыночная стоимость – это наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

Расширенная трактовка включает в себя ряд дополнительных параметров:

1. Одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение.

2. Стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах.

3. Объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки.

4. Цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки, и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было.

Проанализировав параметры рассматриваемого понятия, можно заключить, что понятие «рыночная стоимость» предполагает:

1. Наличие неких усредненных для всех участников рынка условий;

2. Каждый игрок на рынке может быть признан потенциальным участником сделки;

3. Участники сделки (в том числе потенциальные) должны иметь достаточно информации для проведения всестороннего анализа внутренних и внешних стоимостных факторов, влияющих на объект оценки, иными словами, специфических факторов, идентифицирующих объект, в том числе относительно рынка.

Таким образом, с одной стороны – объект и стороны сделки предельно усреднены по своим параметрам, что совершенно не характерно для такого сложного объекта как бизнес, с другой – существует множество специфических параметров, которые идентифицируют и выделяют объект оценки в ряду аналогичных объектов. Применительно к исследуемой теме можно заключить, что применение неких среднеотраслевых премий и скидок является допустимым по стандарту рыночной стоимости, поскольку является фактором, отражающим типичный уровень риска и типичные условия сделки по параметру «контроль» или «ликвидность» для пакета акций (доли участия). Однако, поскольку у каждого объекта есть индивидуальные специфические парамет-



**Галина Васильевна Булычева,**  
**коммерческий директор**  
**ЗАО «Центр профессиональной оценки»,**  
**Председатель Экспертного совета НП «СМАОс»**



**Екатерина Михайловна Евстафьева,**  
**руководитель практики корпоративных финансов и оценки бизнеса**  
**ЗАО «Центр профессиональной оценки»,**  
**член Экспертного совета НП «СМАОс»**

*Данная статья была опубликована в первом издании Федерального справочника «Оценочная деятельность в Российской Федерации»*

ры и факторы, влияющие на его стоимость, должен быть проведен дополнительный анализ возможного отклонения значения условно средней премии/скидки для данного конкретного объекта.

Иными словами, прямое использование среднеотраслевых значений премий и скидок не позволяет учесть особенности объекта оценки, однако оно дает возможность определить потенциальные границы диапазона, который принимается как оценка риска типичным (среднестатистическим) инвестором. Далее должен быть проведен подробный анализ индивидуальных стоимостных факторов, характеризующих объект оценки, для точного определения размера поправки.

В Федеральных стандартах оценки (ФСО № 2), помимо рыночной стоимости, предусмотрены следующие виды стоимости:

1. Инвестиционная стоимость.
2. Ликвидационная стоимость.
3. Кадастровая стоимость.

**Инвестиционная стоимость** объекта оценки – стоимость для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования объекта оценки. Исходя из приведенного определения, вероятнее всего объектом сделки купли-продажи в данном случае будет контрольный пакет акций либо 100% бизнеса, поскольку в противном случае инвестор не сможет реализовать поставленные цели. Таким образом, применение скидок за размер пакета/контрольный характер пакета не потребуются. Поскольку инвестор напрямую заинтересован в покупке объекта в ближайшее время, то скидка за ликвидность также не будет использоваться<sup>1</sup>.

**Ликвидационная стоимость** объекта оценки – расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества. Ликвидационная стоимость для бизнеса представляет собой стоимость активов компании с учетом степени их ликвидности за минусом расходов на ликвидацию и обязательств. При расчете данного вида стоимости предполагается, что бизнес прекратит свое существование в обозримом будущем (период ликвидации). При определении скидок за недостаток контроля и ликвидность в рамках расчета ликвидационной стоимости оценщик должен учитывать специфические (чрезвычайные) факторы, характерные для ситуации ускоренной продажи объектов.

При определении **кадастровой стоимости** объекта оценки определяется методами массовой оценки рыночная стоимость, установленная и утвержденная в соответствии с законодательством, регулирующим проведение кадастровой оценки. Определение кадастровой стоимости обычно связано с массовой оценкой недвижимости.

Из приведенных определений следует, что оценка акции общества для целей выкупа у миноритарных акционеров может быть проведена только по стандарту рыночной стоимости, что и указано в Законе «Об акционерных обществах» применительно к рассматриваемой ситуации.

#### **Специфика применения скидок при оценке для целей выкупа**

Согласно изменениям, внесенным в Закон «Об акционерных обществах», акционер, ставший владельцем 95% акций в результате добровольного или обязательного предло-

жения, обязан выкупить остальные акции общества. Цена ценных бумаг не может быть ниже их средневзвешенной цены, определенной по результатам торгов организатора торговли на рынке ценных бумаг за 6 месяцев до даты направления в государственные органы обязательного предложения о выкупе бумаг. Если ценные бумаги не обращаются на бирже, то их цена не может быть ниже рыночной стоимости, определенной оценщиком.

Необходимо отметить, что при постановке задания на оценку для целей формирования обязательного требования о выкупе акций предполагается, что объектом оценки является одна акция акционерного общества без указания на размер пакета, в составе которого эта акция должна быть оценена. Кроме того, согласно ст. 84.8 (п. 4) ФЗ «Об акционерных обществах»:

«Выкуп ценных бумаг осуществляется по цене не ниже рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг, которая должна быть определена независимым оценщиком. При этом указанная цена не может быть ниже:

- цены, по которой ценные бумаги приобретались на основании добровольного или обязательного предложения, в результате которого лицо стало владельцем более 95 процентов общего количества акций открытого общества с учетом акций, принадлежащих этому лицу и его аффилированным лицам;
- наибольшей цены, по которой лицо или его аффилированные лица приобрели либо обязались приобрести эти ценные бумаги после истечения срока принятия добровольного или обязательного предложения, в результате которого лицо стало владельцем более 95 процентов общего количества акций открытого общества, с учетом акций, принадлежащих этому лицу и его аффилированным лицам».

<sup>1</sup> Однако если рассчитывается рыночная стоимость даже при наличии конкретного инвестора, желающего приобрести объект, то вопрос применения скидок за размер пакета и ликвидность требует рассмотрения на общих основаниях, согласно стандарту рыночной стоимости.

Заметим, что цена, по которой акции приобретались ранее в рамках добровольного или обязательного предложения, может:

1) содержать в себе определенный уровень контроля (в зависимости от того, приобретение какого пакета привело к увеличению доли акционера до более чем 95% – например, последним был приобретен пакет 30%, 75% и т.д.);

2) не содержать в себе контрольных премий (т.е. отражать миноритарный уровень стоимости, если была приобретена, например, 1 акция).

Таким образом, закон не дает точной трактовки, на каком уровне стоимости (контрольном или миноритарном) должна быть определена стоимость объекта оценки. Кроме того, анализ прочих косвенных факторов только усиливает разногласия относительно уровня стоимости объекта оценки в рассматриваемом случае:

1. Закон требует расчета рыночной стоимости объекта оценки (одной акции компании), иными словами, формально объектом оценки являются акции, составляющие в совокупности менее 5% акций компании, что требует внесения скидки за недостаток контроля (и скидки за ликвидность при наличии соответствующих факторов).

2. Оценке подлежат акции, в совокупности составляющие менее 5% акций общества, т.е. миноритарный пакет акций даже суммарно.

3. Результат анализа внесенных в Закон «Об акционерных обществах» изменений, которые повлекли за собой необходимость принудительного выкупа акций у миноритарных акционеров для акционера, доля которого свыше 95%, позволяет заключить, что рассматриваемые нововведения направлены на защиту прав миноритариев (ведь при наличии почти абсолютно контрольного акционера прочие акционеры в обществе не имеют практически никаких прав). А в целях защиты прав миноритарных акционеров стои-

мость должна быть определена без учета скидки за размер пакета (контроль).

4. Условия осуществления прав акционеров (миноритарии имеют права требовать выкупа ценных бумаг) свидетельствуют, что сделка может быть осуществлена в достаточно краткий период времени, т.е. потенциально нет факторов для применения скидки за недостаток ликвидности к этим акциям.

5. Не выполняются условия для определения рыночной стоимости: нет типичного продавца и покупателя (стороны сделки известны), продажа не осуществляется на конкурентном рынке, присутствуют обстоятельства, вынуждающие потенциального покупателя направить offerту прочим акционерам и т.д.

В результате неоднозначной трактовки законодательства вопрос о применении поправок к стоимости (на контроль и на ликвидность), а иными словами, уточнение параметра объекта оценки: оценивается одна акция в составе контрольного или миноритарного пакета – в каждом конкретном случае решает оценщик.

Рассмотрим зарубежный опыт по аналогичному вопросу. Стандарты оценки, используемые оценщиками в США, помимо стандарта «рыночная стоимость», включают понятие «справедливая стоимость». Сравним два указанных понятия.

■ Рыночная стоимость – это сумма, за которую имущество перешло бы из рук в руки между добровольным покупателем и добровольным продавцом при условии, что первый не испытывает принуждения для осуществления покупки и второй не испытывает принуждения для осуществления продажи и обе стороны в достаточной степени осведомлены обо всех имеющих отношении к делу фактах. Данное понятие, в целом, идентично тому, которое используется в отечественной практике.

■ В США в рамках производства по

искам акционеров, не согласных с решением компании, и судебных дел по поводу нарушений прав миноритарных акционеров должна быть определена справедливая стоимость. Наиболее часто справедливая стоимость определяется как пропорциональная доля стоимости всей компании без каких-либо миноритарных скидок или скидок за недостаточную ликвидность. Таким способом в США защищены интересы миноритарных акционеров.

Итак, ситуация, в которой во многих штатах США используется справедливая стоимость акции, аналогична рассматриваемой ситуации с выкупом акций миноритарных акционеров в России.

Анализируя проблему применения премий и скидок для целей выкупа согласно ст. 84.8 (п. 4) ФЗ «Об акционерных обществах», мы считаем необходимым:

а) проводить всесторонний анализ факторов, влияющих на стоимость объекта оценки (одной акции общества), которые указаны в Законе «Об акционерных обществах». При решении вопроса о целесообразности использования скидки за недостаток контроля необходимо подробно проанализировать следующую информацию: о ценах сделок купли-продажи акций компании, как минимум, за полгода до даты оценки, о котировках акций, о выплачиваемых дивидендах, о специфике приобретения контрольного пакета акций (свыше 95%) и т.д.;

б) не применять скидку за ликвидность, поскольку покупатель вынужден приобрести акции у миноритариев, иными словами, факторов для применения скидки нет;

с) ориентироваться на необходимость защиты прав миноритарных акционеров, учитывая специфические условия сделки, которые нашли отражение в поправках, внесенных в Закон «Об акционерных обществах».