**О подходах к оценке премии за контрольный пакет акций.**

*Тарасов Алексей Игоревич,*

*Студент 2 курса магистратуры*

*Института Экономики и*

*Территориального развития КФУ*

*По направлению «Корпоративное управление»,*

*Группа М-107*

В настоящее время рынок слияния и поглощения открывается с новой силой, количество крупных сделок растет день ото дня[[1]](#footnote-2). И именно в таких ситуациях зачастую возникает вопрос правильного определения стоимости контрольного пакета акций. Конечно, контрольный пакет дает своему владельцу очень большие возможности в компании, и за это имеет смысл доплатить. Подходы к оценке стоимости контрольного пакета очень многообразны, так как покупка акций всегда индивидуальна. Как правило они основаны на статистических наблюдениях. Известно два возможных варианта расчета премии/скидки за контрольный/неконтрольный характер пакета акций:

1. **Вариация доходного метода.** Наиболее доступным и применимым является метод Дамодорана[[2]](#footnote-3), который предложил следующую формулу расчета:

*Стоимость контроля = Стоимость оптимально управляемой компании – Стоимость компании при текущем менеджменте*

Таким образом, если, к примеру, покупатель контрольного пакета заявляет, что увеличит денежные потоки компании в течение конкретного периода в несколько раз, то рассчитывается стоимость компании прогнозным методом для двух сценариев (в учет принимаются прогнозы при действующем менеджменте и прогнозы покупателей). Разница между полученными стоимостями и составляет обсуждаемый размер премии за контроль.

1. **Сравнительный анализ.** Премия за контроль рассчитывается исходя из статистических данных авторитетных источников:

**А)** Консалтинговая компания ООО «ФБК»[[3]](#footnote-4) составила следующую таблицу, основанную на статистике более чем 1500 осуществленных сделок:

**Средние коэффициенты контроля и премии, сгруппированные по размерам пакетов акций**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Показатель | 0—10% - 1 акция | 10—25% | 25% + 1 акция — 50% | 50%+1 акция — 75%-1 акция | 75—100% |
| Диапазон отношений цены акции в сделке к цене акции на фондовом рынке | 0,70—1,17 | 0,81—2,52 | 0,99—2,35 | 1,34—2,0 | 1,38—2,7 |
| Среднее значение отношения цены акции в сделке к цене акции на фондовом рынке | 0,93 | 1,12 | 1,39 | 1,81 | 1,88 |
| Коэффициент контроля при переходе от стоимости 100% собственного капитала компании к соответствующему пакету | 0,49 | 0,60 | 0,74 | 0,96 | 1,00 |

**Б)** Специалисты ООО "Центр оценки"[[4]](#footnote-5) разработали "матрицу премий", учитывающую структуру акционерного капитала и позволяющую определять размер премии за контроль в 15 типовых вариантах распределения пакетов акций. Максимальный размер премии (40%) выбран авторами условно для упрощения расчетов.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Таблица 3. МАТРИЦА ПРЕМИЙ | | |
| № | Структура капитала (основные варианты), | Распределение премий (условные значения), % |
| 1 | 98:100 (1 пакет) | 40 |
| 2 | 90+10 | 35+ 5 |
| 3 | 80+20 | 32+8 |
| 4 | 80+10+2+1+ | 32+5+1+0,5 |
| 5 | 75+25 | 30+10 |
| 6 | 75 +20+2+1+ | 30+8+1+0,5 |
| 7 | 75+10+10+2+2+1 | 27,5+5+5+1+1+0,5 |
| 8 | 50+50 | 20+20 |
| 9 | 51+49 | 25+15 |
| 10 | 49+49+2 | 17,5+17,5+5 |
| 11 | 50+25+25 | 22+9+9 |
| 12 | 51+25+20+ | 23+10+6 |
| 13 | 50+20+20+2+1+ | 22+4+4+4+4+1%+0,5 |
| 14 | 50+10+10+10+1+2+1+ | 22+10+6 |
| 15 | 25+20+10+2+1 и т. д. | 10+8+5+1+0,5 |

Как видно из матрицы, один акционер увеличивает премию за счет того, что другой ее теряет, и наоборот. В концентрированных (небольших) структурах, состоящих из 2-3 акционеров, премии выше. В структуре капитала "51% + 49%" стороны получают премии по 25 и 15% соответственно. А в структуре "51% + 25% + 20% +" обладатель 51%-ного пакета снизил свою премию до 23%, поскольку вынужден делиться премией с другими акционерами.

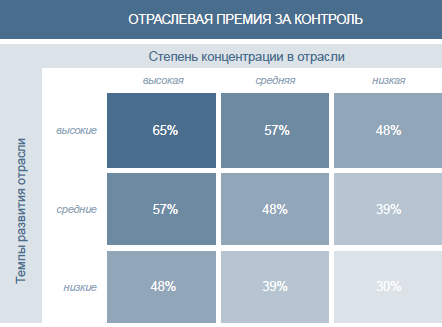
Данная методика была разработана в 2006 году, но в ней помимо статистических данных содержатся и аналитические, что позволяет данной классификации быть жизнеспособной и по сей день.

**В)** Методика расчета, предложенная компанией «БРТ-менеджмент»[[5]](#footnote-6) в недавнем времени.

Согласно проведенным исследованиям более чем ста сделок слияния и поглощения, степень контроля оценивается компанией исходя из двух параметров:

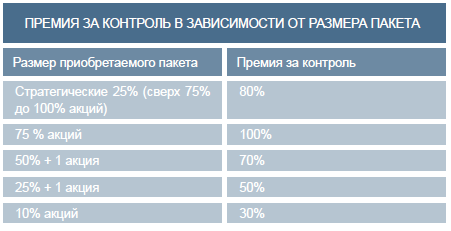
*- Отрасль.*

Здесь важны степень концентрации компании в отрасли и темпы роста отрасли. Матрица для определения премии за контроль представлена ниже:

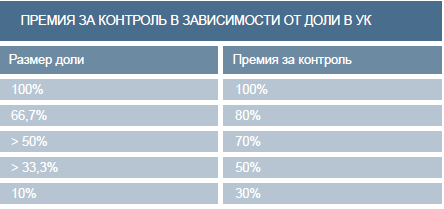


- *Размер пакета.*

Матрица для расчета этой составляющей премии за контроль выглядит следующим образом:



Исходя из различий в правах владельцев различных долей уставного капитала, размер премии за контроль для обществ с ограниченной ответственностью будет отличаться от премии для акционерных обществ:



Далее необходимо умножить две полученных премии друг на друга (к примеру, 48%\*70%), полученная величина и будет являться итоговой премией за контроль.

Скидка на неконтрольный характер является производной от премии за контроль и рассчитывается по формуле:

СН = 1- 1/(1 + ПК), где СН - скидка на неконтрольный характер; ПК - премия за контроль.

Интересным является тот факт, что в современной экономике не уделено внимание премии за доведение своего пакета до контрольного. Смоделируем ситуацию, когда у инвестора в руках оказался пакет в 45%, что в современной рыночной ситуации не редкость. Инвестор будет пытаться довести свой пакет до контрольного через покупку недостающих 5% акций у миноритариев во что бы ты не стало, ведь небольшое количество акций отделяет его от господства в компании. В таком случае инвестор будет готов заплатить за недостающий пакет с премией к рынку. На основе статистических наблюдений автором данной статьи была разработана и смоделирована зависимость между необходимым для доведения пакета до контрольного процентов акций и наценкой на них. Предложенная формула выглядит следующим образом:

|  |
| --- |
| **E=k1/n** |
| где n- количество акций, необходимое покупателю для доведения своего пакета до контрольного, k- коэффициент, E - наценка на пакет акций |

Коэффициенты были рассчитаны согласно анализу 10 совершенных сделок по доведению своего пакета до контрольного.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **количество акций, необходимое покупателю для доведения своего пакета до контрольного,%** | **коэффициент** | **Наценка на пакет акций** |
| **1** | 4,5 | 4,500 |
| **2** | 2,121 |
| **3** | 1,651 |
| **4** | 1,456 |
| **5** | 1,351 |
| **6** | 3,5 | 1,232 |
| **7** | 1,196 |
| **8** | 1,170 |
| **9** | 1,149 |
| **10** | 1,133 |
| **11** | 2,5 | 1,087 |
| **12** | 1,079 |
| **13** | 1,073 |
| **14** | 1,068 |
| **15** | 1,063 |
| **16** | 1,5 | 1,026 |
| **17** | 1,024 |
| **18** | 1,023 |
| **19** | 1,022 |
| **20** | 1,020 |

Проанализировав каждый из представленных методов, можно сделать вывод, что все они дают различный результат при одних и тех же исходных данных. Данный момент объясняются следующими фактами:

- *Межрегиональные различия.* Методы были рассчитаны в разных регионах, что говорит о принципиально отличных рынках, а как следствие, и статистических данных для анализа

- *Каждые сделки очень индивидуальны.* Помимо экономического аспекта в каждой сделке присутствует стратегический и политический аспект, которые нельзя недооценивать

Таким образом, инвестор готов платить существенную премию за малый размер пакетов. На взгляд автора данной статьи, на рынке акций возможно развитие нового бизнеса – покупка небольших пакетов акций различных компаний с целью их последующей продажи мажоритарным акционерам, ведь судя по выведенной зависимости, ожидаемая рентабельность такой деятельности может оказаться очень высокой.

Список использованной литературы.

1. Методика оценки бизнеса, разработанная компанией БРТ-менеджмент <http://www.brtm.ru/data/file/pages/methodics.pdf>
2. Данные информационного агентства «AK and M» <http://www.akm.ru/rus/ma/>
3. Данные компании «Финансовые и бухгалтерские консультанты» <http://www.fbk.ru/>
4. «Темная сторона стоимости», А.Дамодоран.
5. Данные компании «Центр Оценки» <http://www.centrocenki.by/>

|  |  |
| --- | --- |
| **Тарасов Алексей Игоревич** | |
| **ОБРАЗОВАНИЕ**  Сентябрь 2003 – июнь 2007 *Казанский физико-математический лицей №131* | |
|  | *Казанский Федеральный Университет* |
| Сентябрь 2007 – июль 2011   * Диплом бакалавра с отличием по специальности "Финансовый менеджмент" * Очная форма обучения   Октябрь 2011 – настоящее время   * Магистратура по специальности «Корпоративное управление» * Очная форма обучения   Сентябрь 2008 – настоящее время   * Второе высшее образование по специальности «Юриспруденция» * Заочная форма обучения | |

1. По данным информационного агенства AK and M (<http://www.akm.ru/rus/ma/>) [↑](#footnote-ref-2)
2. Асват Дамодаран является профессором финансового дела в Stern School of Business при Нью-Йоркском университете. Дамодаран является также автором нескольких книг, в том числе The Dark Side of Valuation (Темная сторона стоимости) [↑](#footnote-ref-3)
3. Одна из старейших и крупнейших Российских аудиторско-консалтинговых фирм. [↑](#footnote-ref-4)
4. Ведущая оценочная компания Белоруси [↑](#footnote-ref-5)
5. Дочерняя компания КБ «Банк Развития Технологий» и входит в одну из крупнейших в России финансовых групп БРТ [↑](#footnote-ref-6)