



## Введение

Вне всяких сомнений, отечественные оценщики сегодня находятся в достаточно уязвимом положении, поскольку по отдельным направлениям оценки до настоящего времени не разработаны соответствующие профессиональные стандарты. И направление оценки бизнеса – не исключение. Несмотря на то, что еще несколько лет назад был разработан и подписан проект приказа «Оценка стоимости акций, паев, долей участия в уставном (складочном) капитале (оценка бизнеса)», действующим указанный стандарт так и не стал. Такое положение дел вынуждает российских оценщиков при осуществлении оценки контрольных и неконтрольных пакетов акций использовать за основу ФСО № 8 «Оценка бизнеса», который, не раскрывая основных понятий и применяя неоднозначные обобщающие формулировки, к слову, далек от совершенства.

Такие обстоятельства создают немало проблем и сложностей при осуществлении оценки контрольных и неконтрольных пакетов акций, которые, в свою очередь, отрицательно влияют на объективность оцениваемой стоимости рассматриваемых специфических объектов оценки.

Мы не будем описывать особенности применения подходов в процессе оценки пакетов акций, а обратим внимание на основные проблемы, сопровождающие этот процесс, которые условно можно классифицировать на нормативно-правовые и правоприменительные.

Первые представлены несовершенством действующего законодательства и федеральных стандартов, регламентирующих институт оценки пакетов акций и связанные с ним понятия. Вторые – обнажают противоречия, складывающиеся непосредственно в процессе проведения оценки рассматриваемого объекта и зачастую, обусловлены первыми проблемами. Разберемся со всем по порядку.

### ***В чем заключаются нормативно-правовые проблемы оценки контрольных и неконтрольных пакетов акций?***

Начнем с того, что определить однозначно, что представляет собой контрольный и неконтрольный пакет акций, достаточно сложно. Отечественное законодательство,

в первую очередь, ГК РФ и ФЗ «Об акционерных обществах» не дают легальных определений названным понятиям и вообще не употребляют рассматриваемые категории.

Не применяя термин «пакет акций», законодатель указывает, что, имея ту или иную долю голосующих размещенных акций, владелец приобретает дополнительные права на управление и получение информации, защиту своих интересов, право на получение дивидендов и часть имущества при ликвидации организации. Однако, в каком размере должна быть эта доля акций для того, чтобы ее владелец получил указанные права?

Традиционно, в экономической литературе и литературе по оценочной деятельности под контрольным (мажоритарным) пакетом понимается обладание более 50% акций организации, предоставляющих их владельцу право полного контроля над хозяйствующим субъектом. Но на практике, если акции организации рассредоточены (распылены), этот процент может быть значительно меньшим<sup>[1]</sup>. Проблемой оценки на этом этапе является определение веса (процента) пакета акций, необходимого для признания его контрольным. И эта проблема при отсутствии законодательных требований и утвержденных методических правил всецело ложится на плечи оценщика.

Неконтрольный (миноритарный) пакет акций – это пакет акций (доля участия в капитале организации), не предоставляющий своему владельцу право участия в управлении имуществом и операционной деятельности предприятия.

Задачей оценщика при оценке контрольных и неконтрольных пакетов акций является и определение типа акций, которые в принципе могут предоставлять их обладателям контрольные функции.

Так, ФЗ «Об акционерных обществах» подразделяет акции на обыкновенные и привилегированные. Так, согласно п. 2 статьи 31 закона, акционеры - владельцы обыкновенных акций общества могут участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции, а также имеют право на получение дивидендов, а в случае ликвидации общества - право на получение части его имущества. В соответствии с п. 1 статьи 32 закона, акционеры - владельцы привилегированных акций общества не имеют права голоса на общем собрании акционеров, если иное не установлено законом<sup>[2]</sup>.

Таким образом, специфика классификации акций, предусмотренная законодателем, подразумевает, что «голосующими» акциями являются только

обыкновенные акции, а не привилегированные, предоставляющие своим владельцам только право на получение дивидендов. Таким образом, оценщик, в первую очередь, при оценке пакетов акций должен иметь в виду обыкновенные «голосующие» акции, не упуская при этом из виду тот факт, что уставом может быть предусмотрена конвертация привилегированных акций определенного типа в обыкновенные акции.

Таким образом, проблемным в свете имеющегося правового регулирования нам видится определение следующих моментов при оценке пакетов акций:

- 1) определение доли (веса) акций, необходимой для признания пакета контрольным и неконтрольным;
- 2) определение типа и веса акций, составляющих контрольный пакет;
- 3) расчет стоимостного значения элемента контроля в контрольном и неконтрольном пакетах акций исходя из правила, согласно которому стоимость акции контрольного пакета выше стоимости акции неконтрольного пакета.

При этом третий момент сам по себе уже является центральной проблемой, обусловленной неоднозначностью правоприменительной практики в оценочной деятельности.

## ***2. В чем заключаются правоприменительные проблемы оценки контрольных и неконтрольных пакетов акций? Проблема применения премий и скидок за размер пакета***

В теории и практике оценочной деятельности острой проблемой была и остается необходимость корректного учета в стоимости пакетов акций (долей участия) уровня контрольных полномочий, а также степени ликвидности.

Для адекватного расчета стоимости различных по размеру пакетов акций (долей участия) оценщикам необходимо не только четко определить степень контрольных полномочий и уровень ликвидности, присущие объекту оценки, но и выразить указанные характеристики в виде количественных поправок к стоимости. Влияние указанных поправок на стоимость пакета акций или доли участия может оказаться весьма существенным по отношению к итоговой стоимости всего пакета. Другое дело, что возможность или необходимость применения таких поправок, а также порядок такого применения, не регламентированы.

Так, утвержденный в 2015 году 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»[\[3\]](#).

О каких конкретно корректировках идет речь, стандарт не говорит, поскольку применение корректировок – это право оценщика, а не его обязанность – об этом прямо говорит формулировка об обязанности оценщика обосновать необходимость применения корректировок. Необходимость корректировки может быть обусловлена спецификой 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).

Применение тех или иных корректировок должно осуществляться с пониманием того, что их влияние на итоговую стоимость пакета может быть огромным и даже нивелировать значимость всех осуществленных до этого расчетов.

Корректировки, применяемые при рассматриваемой разновидности оценки – представляют собой поправки (премии и скидки), применяемые к стоимости пакета акций.

Очевидно, что стоимость обладания контрольным пакетом всегда выше стоимости владения неконтрольным пакетом. Держатели неконтрольных пакетов не могут определять дивидендную политику компании, а на избрание совета директоров влияют лишь в ограниченных принципами голосования рамках. Такое положение дел обусловило применение при оценке контрольных и неконтрольных пакетов акций премий и скидок, соответственно.

Под премией за контроль (за наличие элементов контроля) общепринято понимать надбавку к стоимости пакета акций, вследствие наличия у оцениваемого пакета акций полного или частичных элементов контроля над деятельностью организации.

Скидка за отсутствие контроля (за отсутствие элементов контроля) – скидка, уменьшающая стоимость пакета акций вследствие отсутствия у оцениваемого

пакета акций полного или частичных элементов контроля над деятельностью организации.

К сожалению, использование указанных корректировок в нашей стране носит нерегламентированный характер. К слову, ведь и практика применения таких корректировок была просто «вырвана» из контекста международных

стандартов оценки и американских учебников по оценке, не претерпев при этом никаких существенных изменений. В это трудно поверить, но, зачастую, в отчетах об оценке пакетов акций можно встретить необоснованное применение корректировок за размер пакета, при этом величина поправки основана на учебных примерах или статистике, приведенной в учебнике.

Некоторые оценщики, делая попытки определить размер корректировки, активно прибегают к использованию статистических данных, опубликованных в статьях или со ссылкой на данные организации при этом, забывая, что 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. Кроме того, оценщик, используя экспертное мнение и не подтверждая его рыночными данными, нарушает п.13 ФСО №3[4].

Такая практика, к сожалению, уже достаточно устоялась в нашей стране. 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 снова наталкиваемся на одну и ту же проблему – проблему наличия статистики, которую большинство отечественных оценщиков «решают», основывая размер своих корректировок на данных статистического источника Mergerstat по размеру премий и скидок, применяемых на рынке акций в США. Это неправильно - ситуация на американском рынке отлична от условий отечественного рынка, что не позволяет, на наш взгляд, проводить аналогию между итоговой (с учетом применения корректировок) стоимостью пакета акций американской

компании и отечественного акционерного общества. А между тем, периодических статистических справочников, подобных американскому Mergerstat, в России нет. Все это еще более усугубляет проблему законодательной возможности применения корректировок к оценке пакетов акций на практике.

Мы считаем, что установление в ФСО № 8 не обязанности, а права оценщика применять корректировки, причем, обосновывая такое применение, свидетельствует о несистемном характере их использования. Кроме того, зачастую, реализация оценщиком права на применение корректировок за размер пакета нарушает права акционеров в части возникновения возможности перераспределения доходов в пользу контрольного акционера.

## Вывод

Недостаточная проработанность оценки пакетов акций, в целом, и применения названных корректировок к окончательной стоимости пакетов акций, в частности, должны обусловить более избирательную и ответственную реализацию права оценщика на применение корректировок.

Сегодня, когда крупные организации приветствуют достаточно прозрачную систему аудита финансовой отчетности, споры между акционерами решаются в суде и в целом сложилась структура акционерного капитала, использование корректировок за размер пакета становится не актуальным. Стереотипы, связанные с обязательным применением премий и скидок постепенно должны уйти в прошлое. Практика применения премий и скидок скорее обусловлена спецификой сделки, правовыми ограничениями и масштабами деятельности организации.

В настоящее время актуальнее говорить о влиянии ликвидности акций на их стоимость. При этом применение поправок на ликвидность, напротив, в практике оценки встречается достаточно редко и, как правило, связано с расчетом ликвидационной стоимости в условиях сокращения сроков реализации активов.

## **Список использованных источников и литературы:**

1. Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 04.11.2019) "Об акционерных обществах" // "Российская газета", N 248, 29.12.1995
2. Приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015 N 299 (ред. от 06.12.2016) "Об утверждении Федерального стандарта оценки "Требования к отчету об оценке (ФСО N 3)" // [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=208507&fld=134&dst=10> (дата обращения: 15.12.2019)
3. Приказ Минэкономразвития России от 01.06.2015 N 326 "Об утверждении Федерального стандарта оценки "Оценка бизнеса (ФСО N 8)" // [Электронный

ресурс]. Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_180654/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180654/)  
(дата обращения: 13.12.2019)

4. Батршин Р.А. Оценка долей в бизнесе // ECONOMICS. – 2017. - № 1. – С. 24-30

1. Батршин Р.А. Оценка долей в бизнесе // ECONOMICS. – 2017. - № 1. – С. 24-30 [↑](#)

2. Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 04.11.2019) "Об акционерных обществах" // "Российская газета", N 248, 29.12.1995 [↑](#)

3. Приказ Минэкономразвития России от 01.06.2015 N 326 "Об утверждении Федерального стандарта оценки "Оценка бизнеса (ФСО N 8)" // [Электронный ресурс]. Режим доступа:  
[http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_180654/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180654/) (дата обращения: 13.12.2019) [↑](#)

4. Приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015 N 299 (ред. от 06.12.2016) "Об утверждении Федерального стандарта оценки "Требования к отчету об оценке (ФСО N 3)" // [Электронный ресурс]. Режим доступа:  
<http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=208507&fld=134&ds>  
(дата обращения: 15.12.2019) [↑](#)