

Влияние стоимости контроля на стоимость акций в составе различных пакетов

Ю.В. Козырь

Статья затрагивает тематику оценки премий и скидок за наличие и отсутствие контроля при переходах с одного уровня стоимости к другому с учетом изменяющихся долей контроля у владельцев соответствующих пакетов акций, структуры акционерного капитала, состояния рынка и норм действующего законодательства об акционерных обществах. Приведен соответствующий математический аппарат и расчетные примеры.

Ключевые слова: премия за контроль, скидка за отсутствие контроля, пакет акций, степень контроля.

Введение

В практике оценщиков, инвестиционных банкиров и финансовых консультантов нередко приходится заниматься вопросами формирования тендерных предложений, одной из задач которых является определение цены акций при попытке приобретения стратегических пакетов. Необходимым условием для успешности осуществления сделки является предоставление держателю крупного пакета акций премии к текущей биржевой цене, принимая во внимание что владельцы таких пакетов обладают большими правами по сравнению с правами миноритарных акционеров. Одновременно необходимо учитывать, что такие пакеты, как правило, менее ликвидны по сравнению с биржевыми пакетами, поскольку они более дороги, требуют большего времени на поиск покупателей и нередко требуют согласования с другими акционерами, кредиторами и регулирующими органами.

Природа корпоративного контроля в стоимостном разрезе обусловлена:

- для покупателя или собственника контрольного стратегически значимого (обладающего правами контроля) пакета акций – (1) правом доминирующего распоряжения большей частью долевых имущественных интересов акционеров, влекущее за собой потенциальную возможность перераспределения их долевых интересов, изначально рассчитанных на пропорциональной основе [1]; (2) возможностью комбинирования ресурсов контролируемой компании с другими активами покупателя/собственника (эффект синергии).

- для продавцов (стратегически значимых пакетов акций, обладающих правами контроля) - дополнительным стимулом к продаже своих акций, который дает премия к рыночной цене этих акций (премия за быструю скупку). В отсутствие этой премии у большинства крупных акционеров не возникло бы желания продать свои акции [2].

Право доминирующего распоряжения большей частью имущества акционеров обусловлено законодательным и нормативным делегированием ряда полномочий по управлению имуществом и финансово-хозяйственной деятельностью компаний их управляющим, назначаемым, как правило, наиболее крупными акционерами компании. Делегирование полномочий означает добровольный (а для некоторых миноритарных акционеров скорее «добровольно-принудительный») отказ акционеров от части имущественных прав по распоряжению собственным имуществом. Назначенные большинством акционеров управляющие, действуя в интересах вверенной им компании, прежде всего, заботятся об интересах выбравших их крупнейших акционеров. Так, иногда назначенные крупнейшими акционерами управляющие, используя несовершенство действующего законодательства, уводят часть прибыли компании в другие свои «карманные» компании, чем откровенно ущемляют интересы остальных акционеров. Для этого они используют широко известные схемы трансфертного ценообразования, вывода активов, разнесения центров прибыли и затрат в рамках созданных холдинговых структур. Все это может приводить к отличию фактических долей участия в прибыли разных групп акционеров от их номинальных долей. Степень такой непропорциональности разнится от компании к компании в зависимости от сбалансированности интересов акционеров и наличия или отсутствия «серых» схем увода прибыли из компании: минимальная степень непропорциональности присуща прозрачным компаниям со сбалансированной структурой акционеров, максимальная — непрозрачным компаниям, практикующим нарушения прав миноритарных акционеров. Следствием непропорциональности прав может являться различная стоимость акций в составе разных пакетов: как правило, в стратегически крупных голосующих пакетах (абсолютно контрольном (75 %), контрольном (50 % + 1 акция) и/или блокирующем (25 % + 1 акция)) стоимость одной акции выше стоимости одной акции в составе миноритарных пакетов. Указанное различие

будет тем сильнее, чем больше ущемляются интересы миноритарных акционеров, например, при наличии неблагоприятной для них структуры акционерного капитала, при которой абсолютно контрольный пакет акций принадлежит одному лицу, или, когда топ-менеджеры компании манипулируют дивидендами и дополнительными эмиссиями акций по закрытой подписке, приводящим к размыванию пакетов миноритарных акционеров.

Описанное выше перераспределение имущественных прав является источником существования особого объекта оценки — контроля, который, подобно неотделимому от компании гудвиллу, также имеет свою стоимость. Вообще говоря, ценность контроля зиждется на двух компонентах: перераспределении благ от миноритарных акционеров к контролирующим акционерам (фактор «перетягивания одеяла на себя») и возможностях комбинирования ресурсов контролируемой компании с ресурсами других компаний.

Первый компонент состоит из добровольного делегирования прав всех акционеров (в части оперативного управления их имуществом) контролирующей группе акционеров, и возможностей последних назначать трансфертные цены, по которым компания рассчитывается с поставщиками и потребителями. Делегирование прав акционеров топ-менеджерам, назначаемых контролирующими акционерами, подразумевает получение позитивного эффекта от их влияния на вполне легитимные решения по назначению высоких бонусов, окладов и всяческих привилегий, а также выплате дивидендов, привлечению новых источников финансирования и операциям с активами компании. Легитимность таких решений достигается за счет решений «своего» менеджмента по вопросам не требующих одобрения большинства акционеров, а также за счет «продавливания» нужных решений на собраниях акционеров за счет большего числа голосов. В то же время манипуляции с трансфертными ценами, такие как увод прибыли через трансферты, назначение сверхвысоких размеров вознаграждения топ-менеджеров без предусмотренного согласования с остальными акционерами и т.п., являются не вполне легитимными, а зачастую и вовсе нелегитимными действиями.

Второй компонент представляет собой дополнительные возможности комбинирования ресурсов контролируемой компании с ресурсами других

компаний, в т.ч. аффилированными по отношению к контролирующим акционерам. Его особенностью является легитимность и получение единоличной выгоды контролирующими акционерами при нанесении ущерба остальным акционерам компании. Например, в силу своего положения контролирующему акционеру компании А стала доступна информация, которую он с успехом может использовать для реализации возможностей по извлечению выгоды в другой принадлежащей ему компании В.

Для количественного измерения влияния фактора контроля на стоимость акций в составе различных пакетов в зависимости от сложившейся структуры акционерного капитала и норм корпоративного управления автор создал вычислительный аппарат, описание которого представлено ниже.

1. Определение и оценка стоимости контроля, премий и скидок за контроль

Оценку стоимости контроля можно осуществить прямым и косвенным способом. Прямой способ наиболее точен, однако необходимые для его применения данные, как правило, наименее доступны (т.к. информация о скрытых доходах контролирующих акционеров, включенных в состав затрат, относимых на управленческие и коммерческие расходы, а иногда и на себестоимость, как правило, недоступна сторонним наблюдателям). Теоретически при адекватной оценке генерируемого контролем денежного потока определение стоимости контроля не представляет проблемы — оценка ее стоимости может осуществляться методом дисконтированных денежных потоков¹, в рамках которого оценке подлежат элементы стоимости, дополнительные по отношению к капитализированным потокам доходам, доступных для акционеров и рассчитанных на пропорциональной основе (как процент/доля участия в уставном капитале компании).

Поскольку определение реального «денежного потока контроля» для оценщика — аутсайдера является зачастую неразрешимой задачей, оценку стоимости контроля можно осуществить косвенным способом.

Начальные условия просты: мы можем определить стоимость 100%-ного пакета акций одним (или несколькими) из методов, учитывающих стоимость

¹ Отметим, что оценка *рыночной* стоимости контроля в общем случае не подразумевает оценку составляющей контроля, основанной на легитимных возможностях комбинирования ресурсов, — учет этой составляющей возможен лишь в рамках определения *инвестиционной* стоимости контроля.

контроля, и методами, не учитывающими стоимость контроля. Кроме того, иногда известны биржевые цены акций и цены акцептованных тендерных предложений о покупке определенных пакетов акций. Если на основе этих цен рассчитать пропорциональную стоимость 100%-ного пакета акций и сравнить ее со стоимостью, полученную методами оценки, учитывающими стоимость контроля, полученная положительная разница (при ее наличии) может расцениваться как оценка рыночной стоимости контроля над компанией.

При косвенном способе оценки стоимость контроля² определяют следующим образом:

$$CV = MC_c - MC = 120 - 100 = 20 \quad (1)$$

$$cv = \frac{CV}{N} = \frac{20}{100} = 0,2, \quad (2)$$

$$\delta v = \frac{CV}{MC} = \frac{cv}{p}, \quad (3)$$

где, CV – полная стоимость контроля над компанией, выраженная в абсолютной (денежной) форме³;

MC — рыночная капитализация без учета стоимости контроля, $MC = p \cdot N$ (здесь и далее везде для примера $MC = 100$);

MC_c — взвешенная оценка рыночной капитализации с учетом стоимости контроля, рассчитанная методами, учитывающими стоимость контроля⁴, либо на основе цен акцептованных тендерных предложений о приобретении

² Здесь следует сделать важное уточнение. При возрастании размера пакета вместе с увеличением прав за контроль владелец пакета получает побочный эффект, связанный со снижением степени его ликвидности, поскольку крупные пакеты акций требуют большего времени и сил (например, согласия регуляторов рынка, всех акционеров или комитета кредиторов) на их продажу. В этой связи в дальнейшем изложении, говоря о влиянии контроля на стоимость акций, мы будем иметь ввиду комплексное (суммарное) влияние этих двух факторов - положительного от увеличения контроля при увеличении пакета акций и отрицательного от снижения ликвидности при увеличении пакета акций, - отражающееся в рыночных ценах акций.

³ Отметим, что с учетом приведенного выше замечания определенный ТАКИМ образом параметр « CV », вообще говоря, может иметь и отрицательные значения: в тех случаях, когда такое случается, это может означать одно из двух: (1) превалирование снижения стоимости акций в составе контрольного пакета (или компании в целом), обусловленного снижением ликвидности контрольного пакета, над повышением стоимости акций в составе контрольного пакета, обусловленного увеличением правомочий у его владельца; (2) существенно различной информированностью о компании-эмитенте между участниками рынка и оценщиком, осуществившим оценку компании-эмитента посредством подходов к оценке, учитывающих стоимость контроля.

⁴ Такими методами являются, в частности, методы дисконтированных денежных потоков и скорректированных чистых активов. Получение объективной взвешенной оценки возможно лишь при наличии однопорядковых результатов оценок, полученных в рамках применения методов скорректированных чистых активов и дисконтированных денежных потоков.

стратегически значимых пакетов, $MC_c = p_{100} \cdot N$ (здесь и в последующей части везде для примера $MC_c = 120$);

p — биржевая цена одной акции, или расчетная стоимость одной акции, полученная одним из методов, определяющих стоимость акций без учета контроля⁵, $p = 1$;

p_{100} — расчетная стоимость одной акции в составе 100% пакета акций;

cv — стоимость контроля в расчете на одну акцию, выраженная в абсолютном (денежном) значении;

N — общее количество акций компании (в примере $N = 100$),

δcv — стоимость контроля, выраженная в относительной форме⁶.

Между MC_c и MC , очевидно, существуют следующие зависимости:

$$MC_c = MC \times (1 + pr_{p-p100}), \quad (4)$$

$$MC = MC_c \times (1 - cd_{p100-p}), \quad (5)$$

$$p_{100} = p \cdot (1 + \delta pr_{p-p100}), \quad (6)$$

$$p = P_{100 \cdot (1 - \delta cd_{p100-p})} \quad (7)$$

где, δpr_{p-p100} — относительный размер премии за контроль над 100% пакетом акций (или 100% долей участия в уставном капитале) при переходе от стоимости одной акции в составе пакета акций, не обладающих правами контроля, к стоимости одной акции в составе 100% пакета,

δcd_{p100-p} — относительная скидка за отсутствие контроля при переходе от стоимости одной акции в составе 100% пакета к стоимости одной акции в составе пакета, не обладающего правами контроля.

Из (4) ÷ (7) вытекают очевидные равенства:

⁵ Таким методом является, например, сравнительный метод на базе отраслевых мультипликаторов, в итоговом результате которого учтена при необходимости скидка на неликвидность (если акции компаний-аналогов обращаются на организованном рынке ценных бумаг (ОРЦБ), а акции оцениваемой компании не обращаются на ОРЦБ), но не учтена скидка на неконтрольный размер пакета.

⁶ Отметим, что информацию об относительной стоимости контроля (δcv) можно также получить посредством анализа результатов специальных исследований, например, публикуемых в ежеквартальном сборнике CONTROL PREMIUM STUDY, издаваемого FACTSET MERGERSTAT. Однако анализ таких данных показывает: (1) премии за контроль имеют широкий разброс значений; (2) из этих данных в большинстве случаев невозможно получить информацию о том, какой именно размер контрольного пакета участвовал в сделке и какой при этом была структура акционерного капитала эмитента. Поэтому использовать эту информацию в качестве показателя δcv можно лишь в качестве первого приближения преимущественно для тех потенциальных инвесторов, которые не имеют детальной информации, позволяющей получить оценки показателя « MC_c », либо в ситуации, когда нет возможности получить независимую оценку показателя « p » (т.е. при невозможности использования сравнительного подхода или получения его результата).

$$\delta pr_{p-p100} = \frac{MC_c}{MC} - 1 = \frac{p_{100}}{p} - 1 = \frac{120}{100} - 1 = \frac{1,2}{1} - 1 = 0,2, \quad (8)$$

$$\delta cd_{p100-p} = 1 - \frac{MC}{MC_c} = 1 - \frac{p}{p_{100}} = 1 - \frac{100}{120} = 1 - \frac{1}{1,2} = 0,167, \quad (9)$$

$$\delta pr_{p-p100} = \frac{\delta cd_{p100-p}}{1 - \delta cd_{p100-p}} = \frac{0,167}{1 - 0,167} = 0,2, \quad (10)$$

$$\delta cd_{p100-p} = \frac{\delta pr_{p-p100}}{1 + \delta pr_{p-p100}} = \frac{0,2}{1 + 0,2} = 0,167. \quad (11)$$

Вообще, премия или скидка за контроль может быть представлена в абсолютной и относительной форме (в пересчете на стоимость одной акции):

- в абсолютной форме премия за контроль/скидка за отсутствие контроля в расчете на одну акцию (св) представляет собой выраженную в денежном эквиваленте абсолютную разницу между стоимостью одной акции в составе двух пакетов, обладающих различными правами контроля (при этом величины абсолютных значений премий и скидок равны по модулю, но противоположны по знаку);
- в относительной форме премия за контроль/скидка за отсутствие контроля представляет собой относительную разницу между стоимостью одной акции в составе двух пакетов, обладающих различными правами контроля.

Поскольку законодательство об акционерных обществах предусматривает различающийся объем правомочий для владельцев различных пакетов акций, стоимость таких пакетов чаще всего отличается от стоимости, рассчитанной на прямо пропорциональной основе (как процент/доля участия в уставном капитале компании). Для дальнейшего рассмотрения и анализа выделим соответствующие уровни стоимости одной акции, в зависимости от ее принадлежности к одному из следующих пакетов акций (см. табл. 1).

Таблица 1. Уровни стоимости одной акции в составе различных пакетов

Принятое обозначение для стоимости одной акции	Пояснение об уровне стоимости
p	- стоимость одной акции в составе миноритарного пакета (составляющего менее 10% доли в уставном капитале компании)
p(δn_v)	- стоимость одной акции в составе стратегически значимого пакета, составляющего от 10% до 25% минус одна акция.
p(δn_b)	- стоимость одной акции в составе блокирующего пакета акций (от 25% до 50% минус одна акция)
p ₅₀₋₁	- стоимость одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета
p ₅₀₋₂	- стоимость одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого (кроме оцениваемого) консолидированного 50%-го пакета
p _{nc}	- стоимость одной акции в составе контрольного пакета (от 50%+1 акция до 75% минус одна акция), доля которого в УК составляет δn_c , $50\%+1 \text{ акция} \leq \delta n_c \leq 75\%-1 \text{ акция}$
p _{sc}	- стоимость одной акции в составе суперконтрольного пакета (от 75% до 100% минус одна акция)
p ₁₀₀	- стоимость одной акции в составе 100% пакета

Всего в таблице 1 представлено восемь уровней стоимости, для которых существует 28 возможных переходов (премий) с одного более низкого уровня на другой более высокий уровень стоимости, и существует столько же (28) переходов (скидок) с одного более высокого уровня на другой менее высокий уровень стоимости. С учетом введенных выше обозначений в дальнейшем будем использовать следующую систему обозначений при рассмотрении премий и скидок:

- « $pr(p_A - p_B)$ » – премия при переходе от стоимости одной акции в составе пакета «А» к стоимости одной акции в составе пакета «В» (например, « $pr(p(n_b) - p_{nc})$ » – премия при переходе от стоимости одной акции в составе блокирующего пакета акций (от 25%+1 акция) к стоимости одной акции в составе контрольного (от 50%+1 акция до 75% минус 1 акция) пакета);

- « $cd(p_B - p_A)$ » - скидка за понижение контроля при переходе от стоимости одной акции в составе пакета «В» к стоимости одной акции в составе пакета «А» (например, « $cd(p_{sc} - p_{nc})$ » - скидка при переходе от стоимости одной акции в составе суперконтрольного пакета (от 75% до 100%) к стоимости одной акции в составе контрольного пакета объемом $50\% + 1 < n_c \leq 75\%$).

Отметим, что в общем случае, если известна стоимость одной акции в составе некоторого пакета акций (p_A) и необходимо определить стоимость одной акции в составе другого пакета акций (p_B), обладающего большими правами контроля, расчет может осуществляться следующим образом:

$$p_B = p_A \cdot (1 + \delta pr(p_A - p_B)), \quad (12)$$

где $\delta pr(p_A - p_B)$ – относительная премия за большую степень контроля акционеров-владельцев пакета В по сравнению со степенью контроля акционеров-владельцев пакета А.

Аналогично, если известна стоимость одной акции в составе некоторого пакета акций (p_B) и необходимо определить стоимость одной акции в составе другого пакета акций (p_A), обладающего меньшими правами контроля, расчет может осуществляться следующим образом:

$$p_A = p_B \cdot (1 - \delta cd(p_B - p_A)), \quad (13)$$

где $\delta cd(p_B - p_A)$ – относительная скидка за пониженную степень контроля акционеров-владельцев пакета А по сравнению со степенью контроля акционеров-владельцев пакета В.

Следует отметить, что математика премий и скидок, подобно операциям с индексами роста, должна иметь цепной характер: премия за переход от уровня А (стоимости одной акции в составе пакета «А») к уровню С (стоимости одной акции в составе пакета «С») состоит из двух премий – премии за переход от уровня А к уровню Б (стоимости одной акции в составе пакета «Б», размеры: $A < B < C$) и премии за переход от уровня Б к уровню С:

$$\delta pr(p_A - p_C) = [(1 + \delta pr(p_A - p_B)) \cdot (1 + \delta pr(p_B - p_C))] - 1. \quad (14)$$

Например, премия за переход от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета (составляющего менее 10% доли в уставном капитале компании) к стоимости одной акции в составе контрольного пакета (от 50%+1 акция до 75% минус одна акция) при известных величинах премий « $pr(p - p(n_b))$ » и « $pr(p(n_b) - p_{nc})$ » может быть получена следующим образом:

$$\delta pr(p - p_{nc}) = [(1 + \delta pr(p - p(\delta n_b))) \cdot (1 + \delta pr(p(\delta n_b) - p_{nc}))] - 1.$$

(см. принятые обозначения в табл. 1).

В развитие выражений (10)-(11) в общем виде соотношения между *относительными* значениями премий и скидок для одинакового уровня переходов можно представить следующим образом:

$$\delta cd(p_B - p_A) = \frac{\delta pr(p_A - p_B)}{1 + \delta pr(p_A - p_B)}, \quad (15)$$

$$\delta pr(p_A - p_B) = \frac{\delta cd(p_B - p_A)}{1 - \delta cd(p_B - p_A)}. \quad (16)$$

Что касается соотношения между *абсолютными* значениями премий и скидок (для одинакового уровня переходов), его можно представить следующим образом:

$$cd(p_B - p_A) = -pr(p_A - p_B), \quad (17)$$

где, $cd(p_B - p_A)$ – абсолютное значение (выраженное в единицах денежных средств) скидки за понижение контроля при переходе от стоимости одной акции в составе пакета «В» к стоимости одной акции в составе пакета «А»;

$pr(p_A - p_B)$ - абсолютное значение (выраженное в единицах денежных средств) премии за повышение контроля при переходе от стоимости одной акции в составе пакета «А» к стоимости одной акции в составе пакета «В».

Знак «-» (минус) в (17) означает противоположную направленность влияния на стоимость скидки за отсутствие контроля по сравнению с премией за наличие контроля. Поскольку в выражениях (4) и (5) знаки формул уже учитывают этот момент (различную направленность влияния на стоимость акции), при использовании в практических расчетах скидки за отсутствие контроля (в соответствии с выражением (5)) следует оперировать модулем ее значения.

При оценке акционерного капитала следует учесть стоимость опционов топ-менеджеров компании (если в компании практикуется участие в прибыли ее руководителей, прописанное в контрактах, заключенных между компанией и топ-менеджерами). В дальнейшем будем полагать, что оценки MC и MC_c уже учитывают данный фактор.

Существует еще один косвенный способ определения стоимости контроля, основанный на использовании информации о ценах тендерных предложений за акции в составе контрольного или блокирующего пакетов.

Рассмотрение этого способа будет представлено в шестом разделе настоящей статьи.

Для дальнейшего анализа будем исходить из постулатов, представленных в [1], а именно:

1. Простое увеличение числа акций в пакете дает преимущество (фактор количества).
2. Укрупнение миноритарного пакета акций уменьшает преимущества других аналогичных пакетов (фактор перераспределения).
3. Дополнительные преимущества контрольного пакета акций (> 50%) достигаются за счет потери преимуществ миноритарных пакетов (фактор баланса).
4. Группа пакетов акций при их объединении имеет преимущества⁷, как минимум, равные сумме преимуществ каждого из пакетов (фактор объединения).
5. Увеличение количества мелких, близких друг к другу по объему пакетов акций при отсутствии контрольного пакета акций уменьшает общую величину премии (фактор распыленности).
6. Приближение двух или более пакетов акций к контрольному пакету обостряет конкурентную борьбу и увеличивает преимущества мелких миноритарных пакетов (фактор конкуренции).

С учетом сделанных вводных и принятых обозначений перейдем теперь к непосредственному определению способов оценки стоимости акций в составе различных пакетов, а также связанным с такими оценками премиями и скидками.

2. Расчет стоимости одной акции в составе различных пакетов

На основе приведенных выше постулатов и числовых данных можно заключить, что стоимость одной акции в составе миноритарного пакета (составляющего менее 10% доли в уставном капитале компании) составит⁸:

$$p = \frac{MC}{N} = \frac{MC_c}{N} \cdot (1 - \delta cd(p_{100} - p)) = \frac{100}{100} = \frac{120}{100} \cdot (1 - 0,167) = 1, \quad (18)$$

⁷ Если только эти пакеты не слишком мелкие – прим. Ю.К.

⁸ При отсутствии особой ситуации, когда оцениваемый пакет акций, будучи приобретенным владельцем одного или нескольких стратегически значимых пакетов, может привести к изменению объема правомочий приобретателя пакета (такая ситуация будет рассмотрена далее).

где все обозначения соответствуют ранее принятым.

Таковую же стоимость будет иметь одна акция в составе стратегически значимого пакета, (составляющего от 10% до 25% минус одна акция) при наличии одного консолидированного суперконтрольного пакета.

При отсутствии одного консолидированного суперконтрольного пакета стоимость одной акции в составе стратегически значимого пакета, (составляющего от 10% до 25% минус одна акция) повысится⁹ и составит:

$$p(\delta n_v) = \frac{MC}{N} + \frac{\left(1 - \sum_{i=b}^c a(i)\right) \cdot CV}{n_v} = p + \frac{a(\delta n_v) \cdot CV}{n_v} = p + \frac{a(\delta n_v) \cdot cv}{\delta n_v}, \quad (19)$$

где $a(i)$ – доля контроля, приходящаяся на владельца i -го пакета акций ($0 \leq a(i) \leq 1$);

нижний индекс «b» – означает принадлежность к блокирующему пакету акций;

верхний индекс «с» – означает принадлежность к контрольному пакету акций;

$a(\delta n_v)$ – доля контроля, приходящаяся на владельца оцениваемого пакета акций, составляющих δn_v –ю долю в уставном капитале компании-эмитента;

n_v – количество акций в оцениваемом пакете (единиц/штук);

δn_v – принадлежащая владельцу оцениваемого пакета доля в уставном капитале компании ($\delta n_v = n_v / N$);

остальные обозначения соответствуют ранее принятым.

Приблизительная оценка доли контроля $a(\delta n_v)$, приходящейся на владельца оцениваемого пакета акций может быть осуществлена следующим образом:

$$a(\delta n_v) \approx \frac{\delta n_v}{\delta n_c + \sum \delta n_{vRest}}, \quad (20-1)$$

или (при отсутствии консолидированного контрольного пакета):

$$a(\delta n_v) \approx \frac{\delta n_v}{\delta n_b + \sum \delta n_{vRest}}, \quad (20-2)$$

где δn_c – принадлежащая владельцу контрольного пакета (при наличии) доля в уставном капитале компании ($\delta n_c = n_c / N$),

⁹ Поскольку владелец такого пакета может составить альянс с владельцем другого значимого пакета и заблокировать или наоборот пролоббировать принятие определенных решений на Общем собрании акционеров.

δn_b – принадлежащая владельцу блокирующего пакета доля в уставном капитале компании ($\delta n_b = n_b / N$),

$\sum \delta n_{vRest}$ – суммарные доли остальных (кроме контрольного или блокирующего пакета) значимых консолидированных пакетов акций,

остальные обозначения соответствуют ранее принятым.

Отметим, что при наличии консолидированных контрольного и блокирующих пакетов или одного суперконтрольного (абсолютно контрольного) пакетов ($\geq 75\%$ УК) стратегические пакеты фактически перестают таковыми быть, (поскольку в таких ситуациях у их владельцев практически отсутствует контроль ($a(\delta n_v) = 0$)) и, следовательно, стоимость одной акции в таких пакетах приближается к стоимости одной акции в составе миноритарных пакетов.

Более точная оценка доли контроля (a), приходящейся на владельца оцениваемого пакета акций может быть осуществлена посредством скрупулезного анализа структуры акционерного капитала, принимающего во внимание распределение всех консолидированных юридически значимых пакетов (с учетом прав, предоставляемых их владельцам действующим законодательством), имеющиеся альянсы, а также распределение мест в Совете Директоров компании-эмитента. Пример такого анализа приведен в четвертой части настоящей статьи.

Аналогично, стоимость одной акции в составе блокирующего пакета акций (от 25% до 50%) составит:

$$p(\delta n_b) = \frac{MC}{N} + \frac{(1 - a(\delta n_c)) \cdot CV}{n_b} = p + \frac{a(\delta n_b) \cdot CV}{n_b} = p + \frac{a(\delta n_b) \cdot cv}{\delta n_b}, \quad (21)$$

где $a(\delta n_c)$ – доля контроля, приходящаяся на владельца контрольного пакета акций ($\delta n_c \leq a(\delta n_c) \leq 1$; $\delta n_{cmin} = 0,51$);

$a(\delta n_b)$ – доля контроля, приходящаяся на владельца оцениваемого блокирующего пакета акций (n_b), составляющих δn_b –ю долю в уставном капитале компании-эмитента;

n_b – количество акций в оцениваемом блокирующем пакете (единиц/штук);

δn_b – принадлежащая владельцу оцениваемого блокирующего пакета доля в уставном капитале компании ($\delta n_b = n_b / N$).

Приблизительная оценка доли контроля $a(\delta n_b)$, приходящейся на владельца оцениваемого блокирующего пакета акций может быть осуществлена следующим образом:

$$a(\delta n_b) \approx \frac{\delta n_b}{\delta n_c + \delta n_b}, \quad (22-1)$$

или (при отсутствии консолидированного контрольного пакета)

$$a(\delta n_b) \approx \frac{\delta n_b}{\delta n_b + \sum \delta n_{vRest}}, \quad (22-2)$$

где δn_b – принадлежащая владельцу блокирующего пакета доля в уставном капитале компании ($\delta n_b = n_b / N$),

δn_c – принадлежащая владельцу контрольного пакета доля в уставном капитале компании ($\delta n_c = n_c / N$),

$\sum \delta n_{vRest}$ – суммарные доли остальных (кроме блокирующего пакета) значимых консолидированных пакетов акций,

остальные обозначения соответствуют ранее принятым.

Стоимость одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета, будет равна стоимости одной акции в составе другого консолидированного 50%-го пакета, в силу чего ее стоимость должна быть равна:

$$p_{50-1} = \frac{MC_c}{N} = p_{100}, \quad (23)$$

где p_{100} – стоимость одной акции в составе 100% пакета,

остальные обозначения соответствуют ранее принятым.

Стоимость одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого (кроме оцениваемого) консолидированного 50%-го пакета, составит:

$$p_{50-2} = \frac{MC}{N} + \frac{a \cdot CV}{n_{50}} = p + \frac{2a \cdot CV}{N} = p + 2a \cdot cv, \quad (24)$$

где a – доля контроля, приходящаяся на оцениваемый 50%-й пакет, когда не существует другого (такого же) консолидированного пакета,

n_{50} – количество акций в оцениваемом 50%-м пакете (равном половине всех акций),

остальные обозначения соответствуют ранее принятым.

Стоимость одной акции в составе контрольного пакета (от 50%+1 акция до 75% минус одна акция) составит:

$$p_{nc} = \frac{MC}{N} + \frac{a(\delta n_c) \cdot CV}{n_c} = p + \frac{a(\delta n_c) \cdot cv}{\delta n_c}, \quad (25)$$

где $a(\delta n_c)$ – доля контроля, приходящаяся на владельца контрольного пакета акций ($\delta n_c \leq a(\delta n_c) \leq 1$; $\delta n_{cmin} = 0,51$), составляющих δn_c -ю долю в уставном капитале компании-эмитента;

n_c – количество акций в оцениваемом контрольном пакете (единиц/штук);

δn_c – доля в уставном капитале компании, принадлежащая владельцу оцениваемого контрольного пакета ($\delta n_c = n_c / N$).

Приблизительная оценка доли контроля $a(\delta n_c)$, приходящейся на владельца оцениваемого контрольного пакета акций может быть осуществлена следующим образом:

$$a(\delta n_c) \approx \frac{\delta n_c}{\delta n_c + \delta n_b}, \quad (26-1)$$

или (при отсутствии консолидированного блокирующего пакета)

$$a(\delta n_c) \approx \frac{\delta n_c}{\delta n_c + \sum \delta n_{vRest}}, \quad (26-2)$$

где δn_c – принадлежащая владельцу контрольного пакета доля в уставном капитале компании ($\delta n_c = n_c / N$);

$\sum \delta n_{vRest}$ – суммарные доли остальных (кроме контрольного) значимых пакетов акций;

остальные обозначения соответствуют ранее принятым.

Стоимость одной акции в составе суперконтрольного пакета (от 75% до 100% минус одна акция) составляет:

$$p_{sc} = \frac{MC}{N} + \frac{CV}{n_{sc}} = p + \frac{cv}{\delta n_{sc}}, \quad (27)$$

где n_{sc} – количество акций в составе суперконтрольного пакета (единиц/штук);

δn_{sc} – принадлежащая владельцу суперконтрольного пакета доля в уставном капитале компании ($\delta n_{sc} = n_{sc} / N$);

остальные обозначения соответствуют ранее принятым.

Можно показать, что выражение (27) может быть дополнено и приведено к виду:

$$p_{sc} = \frac{p_{100} \cdot N - p \cdot (N - n_{sc})}{n_{sc}} = \frac{N \cdot (p_{100} - p) + p \cdot n_{sc}}{n_{sc}} = p + \frac{cv}{\delta n_{sc}}. \quad (28)$$

Первое равенство получается из условия:

$$MC_c = p_{sc} \cdot n_{sc} + p \cdot (N - n_{sc}) = p_{100} \cdot N \quad (29)$$

(т.е. стоимость акций в составе 100% пакета, с одной стороны, равна сумме стоимостей акций в составе суперконтрольного и миноритарных пакетов, с другой стороны – произведению пропорциональной стоимости одной акции в составе 100% пакета на общее количество всех акций).

Следует отметить, что из выражений (21), (25) и (27) следует, что стоимость одной акции в составе блокирующего, контрольного и/или суперконтрольного пакетов достигает своего максимума при минимальном количестве акций в составе данного класса пакета (т.е. при минимально возможном блокирующем, минимально возможном контрольном и/или суперконтрольном пакетах¹⁰).

Стоимость одной акции в составе 100% пакета составляет:

$$p_{100} = \frac{MC_c}{N} = \frac{MC}{N} + \frac{CV}{N} = p + cv, \quad (30)$$

где все обозначения соответствуют ранее принятым.

3. Расчет премий и скидок за наличие и отсутствие контроля

Рассмотрим теперь способы расчета премий за повышение контроля и скидки за понижение контроля или его отсутствие.

Абсолютная стоимость контроля в расчете на одну акцию рассчитывается как разница между стоимостью одной акции в составе пакета с повышенным уровнем контроля (p_B) и стоимостью акции в составе пакета с пониженным уровнем контроля или его отсутствием (p_A):

$$pr(p_A - p_B) = p_B - p_A, \quad (31)$$

где $pr(p_A - p_B)$ – абсолютное значение премии за контроль при переходе от уровня стоимости акции p_A к уровню стоимости акции p_B .

Для получения абсолютного значения премии за повышенный контроль необходимо осуществить расчет по формуле (31), подставляя в нее

¹⁰ То же самое относится и к абсолютному контрольному пакету (75 %).

соответствующие значения p_A и p_B , выражения для которых получены в предыдущем подразделе. В соответствии с таблицей 1 мы рассматриваем всего восемь уровней стоимости. Значит, существует семь значений премий, соответствующих переходам между соседними уровнями стоимости (от низкого к более высокому) и еще 21 значение премий, соответствующих не «соседним» переходам, т.е. всего для восьми уровней стоимости существует 28 абсолютных значений премии за повышенный контроль, и столько же абсолютных значений скидок за пониженный контроль.

Относительная стоимость контроля рассчитывается как разница между стоимостью одной акции в составе пакета с повышенным уровнем контроля (p_B) и стоимостью акции в составе пакета с пониженным уровнем контроля или его отсутствием (p_A), деленная на стоимость одной акции в составе пакета с пониженным уровнем контроля (или его отсутствием):

$$\delta pr(p_A - p_B) = \frac{p_B - p_A}{p_A}, \quad (32)$$

где $\delta pr(p_A - p_B)$ – относительное значение премии за контроль при переходе от уровня стоимости акции p_A к уровню стоимости акции p_B .

Для получения относительного значения премии за повышенный контроль необходимо осуществить расчет по формуле (32), подставляя в нее соответствующие значения p_A и p_B , выражения для которых получены в предыдущем подразделе. Аналогично, в соответствии с таблицей 1 мы рассматриваем всего восемь уровней стоимости. Значит, существует семь значений относительных премий, соответствующих переходам между соседними уровнями стоимости (от низкого к более высокому) и еще 21 значений премий, соответствующих не «соседним» переходам, т.е. всего для восьми уровней стоимости существует 28 относительных значений премии за повышенный контроль, и столько же относительных значений скидок за пониженный контроль. Выражения (15) – (16) отражают зависимость между относительными значениями премий и скидок за контроль, при этом относительные значения скидок за понижения контроля в общем случае могут быть рассчитаны следующим образом:

$$\delta cd(p_B - p_A) = \frac{p_B - p_A}{p_B}, \quad (33)$$

где все обозначения соответствуют ранее принятым.

В нижеследующей таблице (с собственной нумерацией формул) представлены итоговые выражения для расчета *абсолютных* значений премий за контроль между 8 уровнями стоимости после подстановки их в формулу (31) и необходимых преобразований. Все обозначения в таблице соответствуют ранее принятым.

Таблица 2. Выражения для расчета *абсолютных* значений премий за контроль (в пересчете на одну акцию)¹¹

Указание на базовый и целевой уровни стоимости ¹²	Выражения для расчета абсолютных значений премии за контроль	Пример расчета
<p>1. $pr(p-p(\delta n_v))$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета (составляющего менее 10% доли в уставном капитале компании) к стоимости одной акции в составе стратегически значимого пакета, составляющего от 10% до 25% минус одна акция.</p>	$pr(p - p(\delta n_v)) = \frac{a(\delta n_v) \cdot CV}{n_v} = \frac{a(\delta n_v) \cdot cv}{\delta n_v}$	<p>1. При отсутствии консолидированного контрольного или блокирующего пакета премия при переходе от миноритарного пакета к 15%-му пакету, обладающему 20%-й долей контроля, составит:</p> $pr(p - p(0,15)) = \frac{0,2 \cdot 0,2}{0,15} = 0,267$ <p>2. При наличии консолидированных контрольного и блокирующего пакета премия при переходе от миноритарного пакета к 15%-му пакету составит:</p> $pr(p - p(0,15)) = \frac{0 \cdot 0,2}{0,15} = 0$
<p>2. $pr(p-p(\delta n_b))$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе блокирующего пакета акций (от 25% до 50% минус одна акция)</p>	$pr(p - p(\delta n_b)) = \frac{a(\delta n_b) \cdot CV}{n_b} = \frac{a(\delta n_b) \cdot cv}{\delta n_b}$	<p>1. При отсутствии консолидированного контрольного пакета при переходе к 26% пакету, обладающему 40%-й долей контроля:</p> $pr(p - p(0,26)) = \frac{0,4 \cdot 0,2}{0,26} = 0,308$ <p>2. При наличии консолидированного контрольного пакета при переходе к 26% пакету, обладающему 30%-й долей контроля:</p>

¹¹ Во всех примерах этой таблицы приняты следующие значения: $p = 1$; $cv = 0,2$; $CV = 20$.

¹² *Базовый уровень стоимости* – уровень стоимости одной акции, по отношению к которому применяется соответствующая премия за контроль. *Целевой уровень стоимости* – уровень стоимости, получаемый в результате расчета, основанного на корректировке базового уровня стоимости при применении к ней соответствующей премии за контроль.

		: $\begin{aligned} \text{pr}(p - p(0,26)) &= \\ &= \frac{0,3 \cdot 0,2}{0,26} = 0,231 \end{aligned}$
3. $\text{pr}(p - p_{50-1})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета	$\begin{aligned} \text{pr}(p - p_{50-1}) &= \frac{CV}{N} = cv = \\ &= p_{100} - p \end{aligned}$	$\begin{aligned} \text{pr}(p - p_{50-1}) &= \frac{20}{100} = \\ &= 0,2 = 1,2 - 1 \end{aligned}$
4. $\text{pr}(p - p_{50-2})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета	$\begin{aligned} \text{pr}(p - p_{50-2}) &= \frac{2 \cdot a(\delta n_{50}) \cdot CV}{N} = \\ &= 2 \cdot a(\delta n_{50}) \cdot cv \end{aligned}$	$\begin{aligned} \text{pr}(p - p_{50-2}) &= \\ &= 2 \cdot 0,6 \cdot 0,2 = 0,24 \end{aligned}$
5. $\text{pr}(p - p_{nc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе контрольного пакета (от 50%+1 акция до 75% минус одна акция)	$\begin{aligned} \text{pr}(p - p_{nc}) &= \\ &= \frac{a(\delta n_c) \cdot CV}{n_c} = \\ &= \frac{a(\delta n_c) \cdot cv}{\delta n_c} \end{aligned}$	При переходе от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе контрольного (60%-го) пакета, имеющего долю контроля 70%, премия составит: $\begin{aligned} \text{pr}(p - p(0,6)) &= \\ &= \frac{0,7 \cdot 0,2}{0,6} = 0,233 \end{aligned}$
6. $\text{pr}(p - p_{sc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе суперконтрольного пакета (от 75% до 100% минус одна акция)	$\begin{aligned} \text{pr}(p - p_{sc}) &= \frac{CV}{n_{sc}} = \\ &= \frac{cv}{\delta n_{sc}} \end{aligned}$	При переходе от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе суперконтрольного (75%-го) пакета, премия составит: $\begin{aligned} \text{pr}(p - p(0,75)) &= \\ &= \frac{0,2}{0,75} = 0,267 \end{aligned}$
7. $\text{pr}(p - p_{100})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе		

<p>миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе 100% пакета</p>	$pr(p - p_{100}) = \frac{CV}{N} =$ $= cv = p_{100} - p$	$pr(p - p_{100}) = \frac{20}{100} = 0,2$ $= 1,2 - 1$
<p>8. $pr(p(\delta n_v) - p(\delta n_b))$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе стратегически значимого пакета, составляющего от 10% до 25% минус одна акция, к стоимости одной акции в составе блокирующего пакета</p>	$pr(p(\delta n_v) - p(\delta n_b)) =$ $= CV \cdot \left[\frac{a(\delta n_b)}{n_b} - \frac{a(\delta n_v)}{n_v} \right] =$ $= cv \cdot \left[\frac{a(\delta n_b)}{\delta n_b} - \frac{a(\delta n_v)}{\delta n_v} \right]$	<p>1. При отсутствии консолидированного контрольного пакета премия за переход от 10% пакета, обладающего 10%-й долей контроля, к 26% пакету, обладающему 40%-й долей контроля:</p> $pr(p(0,1) - p(0,26)) =$ $= 20 \cdot \left[\frac{0,4}{26} - \frac{0,1}{10} \right] =$ $= 0,2 \cdot \left[\frac{0,4}{0,26} - \frac{0,1}{0,1} \right] = 0,108$ <p>2. При наличии консолидированного контрольного пакета премия за переход от 10% пакета, обладающего 0%-й долей контроля, к 26% пакету, обладающему 30%-й долей контроля:</p> $pr(p(0,1) - p(0,26)) =$ $= 20 \cdot \left[\frac{0,3}{26} - \frac{0}{10} \right] =$ $= 0,2 \cdot \left[\frac{0,3}{0,26} - \frac{0}{0,1} \right] = 0,231$
<p>9. $pr(p(\delta n_v) - p_{50-1})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе стратегически значимого пакета к стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета</p>	$pr(p(\delta n_v) - p_{50-1}) =$ $= CV \cdot \left[\frac{1}{N} - \frac{a(\delta n_v)}{n_v} \right] =$ $= (1) = CV \cdot \left[\frac{1}{N} - \frac{0}{n_v} \right] = \frac{CV}{N} =$ $= cv;$ $= (2) = cv \cdot \left[1 - \frac{a(\delta n_v)}{\delta n_v} \right]$	<p>Описанная ситуация, как правило, в принципе невозможна (поскольку, когда одновременно существуют два консолидированных 50%-х пакета, не остается ни одного другого пакета). Однако, если допустить, что имеется временной лаг, в течение которого произошло изменение структуры акционерного капитала, премия будет равна:</p> <p>(1) – такому же значению (в нашем примере 0,2), как и при переходе от миноритарного пакета к 100%-му пакету (например, при изначальном наличии контрольного и блокирующего пакетов), либо</p> <p>(2) - более низкому значению; например, при переходе от 10% пакета, обладающего 2%-й долей контроля, премия составит:</p>

		$pr(p(0,1) - p_{50-1}) =$ $= 0,2 \cdot \left[1 - \frac{0,02}{0,1} \right] = 0,16$
<p>10. $pr(p(\delta n_v) - p_{50-2})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе стратегически значимого пакета к стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета</p>	$pr(p(\delta n_v) - p_{50-2}) =$ $= CV \cdot \left[\frac{2 \cdot a(\delta n_{50})}{N} - \frac{a(\delta n_v)}{n_v} \right] =$ $= cv \cdot \left[2a(\delta n_{50}) - \frac{a(\delta n_v)}{\delta n_v} \right]$	<p>Переход от 10% пакета к 50% пакету при отсутствии блокирующего пакета ($a(\delta(n_{50}) = 0,8; a(\delta(n_v) = 0,1)$):</p> $pr(p(0,1) - p_{50-2}) =$ $= 20 \cdot \left[\frac{2 \cdot 0,8}{100} - \frac{0,1}{10} \right] =$ $= 0,2 \cdot \left[2 \cdot 0,8 - \frac{0,1}{0,1} \right] = 0,12$ <p>Переход от 10% пакета к 50% пакету при наличии блокирующего пакета ($a(\delta(n_{50}) = 0,7; a(\delta(n_v) = 0)$):</p> $pr(p(0,1) - p_{50-2}) =$ $= 20 \cdot \left[\frac{2 \cdot 0,7}{100} - \frac{0}{10} \right] =$ $= 0,2 \cdot \left[2 \cdot 0,7 - \frac{0}{0,1} \right] = 0,28$
<p>11. $pr(p(\delta n_v) - p_{nc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе стратегически значимого пакета к стоимости одной акции в составе контрольного пакета, доля которого в УК равна δn_c: 50%+1 акция $\leq \delta n_c \leq$ 75%-1 акция</p>	$pr(p(\delta n_v) - p_{nc}) =$ $= CV \cdot \left[\frac{a(\delta n_c)}{n_c} - \frac{a(\delta n_v)}{n_v} \right] =$ $= cv \cdot \left[\frac{a(\delta n_c)}{\delta n_c} - \frac{a(\delta n_v)}{\delta n_v} \right]$	<p>1. Переход от 10% пакета к 60% пакету при отсутствии блокирующего пакета ($a(\delta(n_c) = 0,8; a(\delta(n_v) = 0,1)$):</p> $pr(p(0,1) - p(0,6)) =$ $= 20 \cdot \left[\frac{0,8}{60} - \frac{0,1}{10} \right] =$ $= 0,2 \cdot \left[\frac{0,8}{0,6} - \frac{0,1}{0,1} \right] = 0,067$ <p>2. Переход от 10% пакета к 60% пакету при наличии блокирующего пакета ($a(\delta(n_c) = 0,8; a(\delta(n_v) = 0)$):</p> $pr(p(0,1) - p(0,6)) =$ $= 20 \cdot \left[\frac{0,7}{60} - \frac{0}{10} \right] =$ $= 0,2 \cdot \left[\frac{0,7}{0,6} - \frac{0}{0,1} \right] = 0,233$

<p>12. $pr(p(\delta n_v) - p_{sc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе стратегически значимого пакета к стоимости одной акции в составе суперконтрольного пакета</p>	$pr(p(\delta n_v) - p_{sc}) =$ $= CV \cdot \left[\frac{1}{n_{sc}} - \frac{a(\delta n_v)}{n_v} \right] =$ $= CV \cdot \left[\frac{1}{n_{sc}} - \frac{0}{n_v} \right] = \frac{CV}{n_{sc}} = \frac{cv}{\delta n_{sc}}$	<p>Переход от миноритарного к суперконтрольному пакету размером 75%:</p> $pr(p(\delta n_v) - p_{sc}) =$ $\frac{0,2}{0,75} = 0,267$
<p>13. $pr(p(\delta n_v) - p_{100})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе стратегически значимого пакета к стоимости одной акции в составе 100%-го пакета</p>	$pr(p(\delta n_v) - p_{100}) =$ $= CV \cdot \left[\frac{1}{N} - \frac{a(\delta n_v)}{n_v} \right] =$ $= cv \cdot \left[1 - \frac{a(\delta n_v)}{\delta n_v} \right]$	<p>Для случая, когда 10%-й пакет обладал правами контроля 2%, премия за переход от 10% пакета к 100% пакету составит:</p> $pr(p(0,1) - p_{100}) =$ $= 0,2 \cdot \left[1 - \frac{0,02}{0,1} \right] = 0,16$
<p>14. $pr(p(\delta n_b) - p_{50-1})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе блокирующего пакета к стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета</p>	$pr(p(\delta n_b) - p_{50-1}) =$ $= CV \cdot \left[\frac{1}{N} - \frac{a(\delta n_b)}{n_b} \right] =$ $= cv \cdot \left[1 - \frac{a(\delta n_b)}{\delta n_b} \right]$	<p>Описанная ситуация, как правило, в принципе невозможна (поскольку, когда одновременно существуют два консолидированных 50%-х пакета, не остается ни одного другого пакета). Однако, если допустить, что имеется временной лаг, в течение которого произошло изменение структуры акционерного капитала, при переходе от блокирующего 26% пакета (обладающего 30%-й долей контроля) к указанной структуре акционерного капитала премия будет равна:</p> $pr(p(0,26) - p_{50-1}) =$ $= 0,2 \cdot \left[1 - \frac{0,3}{0,26} \right] = -0,031$
<p>15. $pr(p(\delta n_b) - p_{50-2})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе блокирующего пакета к стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета</p>	$pr(p(\delta n_b) - p_{50-2}) =$ $= CV \cdot \left[\frac{2a(\delta n_{50})}{N} - \frac{a(\delta n_b)}{n_b} \right] =$ $= cv \cdot \left[2a(\delta n_{50}) - \frac{a(\delta n_b)}{\delta n_b} \right]$	<p>При переходе от 26% пакета, обладающего 30%-й долей контроля к 50% пакету, обладающему 70% долей контроля, премия составит:</p> $pr(p(0,26) - p_{50-2}) =$ $= 0,2 \cdot \left[2 \cdot 0,7 - \frac{0,3}{0,26} \right] =$ $= 0,049$ <p>При переходе от 26% пакета, обладающего 20%-й долей контроля к 50% пакету, обладающему 80% долей контроля, премия составит:</p>

		$pr(p(0,26) - p_{50-2}) =$ $= 0,2 \cdot \left[2 \cdot 0,8 - \frac{0,2}{0,26} \right] =$ $= 0,166$
<p>16. $pr(p(\delta n_b) - p_{nc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе блокирующего пакета к стоимости одной акции в составе контрольного пакета, доля которого в УК равна δn_c: 50%+1 акция $\leq \delta n_c \leq 75\%$-1 акция</p>	$pr(p(\delta n_b) - p_{nc}) =$ $= CV \cdot \left[\frac{a(\delta n_c)}{n_c} - \frac{a(\delta n_b)}{n_b} \right] =$ $= cv \cdot \left[\frac{a(\delta n_c)}{\delta n_c} - \frac{a(\delta n_b)}{\delta n_b} \right]$	<p>При переходе от 26% пакета, обладающего 30%-й долей контроля к 60% пакету, обладающему 70% долей контроля, премия составит:</p> $pr(p(0,26) - p(0,6)) =$ $= 0,2 \cdot \left[\frac{0,7}{0,6} - \frac{0,3}{0,26} \right] =$ $= 0,002$ <p>При переходе от 26% пакета, обладающего 20%-й долей контроля к 60% пакету, обладающему 80% долей контроля, премия составит:</p> $pr(p(0,26) - p(0,6)) =$ $= 0,2 \cdot \left[\frac{0,8}{0,6} - \frac{0,2}{0,26} \right] =$ $= 0,113$
<p>17. $pr(p(\delta n_b) - p_{sc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе блокирующего пакета к стоимости одной акции в составе суперконтрольного пакета</p>	$pr(p(\delta n_b) - p_{sc}) =$ $CV \cdot \left[\frac{1}{n_{sc}} - \frac{a(\delta n_b)}{n_b} \right] =$ $= cv \cdot \left[\frac{1}{\delta n_{sc}} - \frac{a(\delta n_b)}{\delta n_b} \right]$	<p>При переходе от 26% пакета, обладающего 30%-й долей контроля к 75% пакету, обладающему 100% долей контроля, премия составит:</p> $pr(p(0,26) - p(0,75)) =$ $= 0,2 \cdot \left[\frac{1}{0,75} - \frac{0,3}{0,26} \right] =$ $= 0,036$ <p>При переходе от 26% пакета, обладающего 20%-й долей контроля к 75% пакету, обладающему 100% долей контроля, премия составит:</p> $pr(p(0,26) - p(0,75)) =$ $= 0,2 \cdot \left[\frac{1}{0,75} - \frac{0,2}{0,26} \right] =$ $= 0,113$

<p>18. $pr(p(\delta n_b) - p_{100})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе блокирующего пакета к стоимости одной акции в составе 100%-го пакета</p>	$pr(p(\delta n_b) - p_{100}) =$ $= CV \cdot \left[\frac{1}{N} - \frac{a(\delta n_b)}{n_b} \right] =$ $= cv \cdot \left[1 - \frac{a(\delta n_b)}{\delta n_b} \right]$	<p>При переходе от 26% пакета, обладающего 30%-й долей контроля к 100% пакету, обладающему 100% долей контроля, премия составит:</p> $pr(p(0,26) - p_{100}) =$ $= 0,2 \cdot \left[1 - \frac{0,3}{0,26} \right] =$ $= -0,031$ <p>При переходе от 26% пакета, обладающего 20%-й долей контроля к 100% пакету, обладающему 100% долей контроля, премия составит:</p> $pr(p(0,26) - p_{100}) =$ $= 0,2 \cdot \left[1 - \frac{0,2}{0,26} \right] =$ $= 0,046$
<p>19. $pr(p_{50-1} - p_{50-2})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета, к стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета</p>	$pr(p_{50-1} - p_{50-2}) =$ $= \frac{CV}{N} \cdot [2a(\delta n_{50-2}) - 1] =$ $= cv \cdot [2a(\delta n_{50-2}) - 1],$ $0,5 \leq a(\delta n_{50-2}) \leq 1$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета, к стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета, и при этом 50%-й пакет обладает 75% долей контроля, премия составит:</p> $pr(p_{50-1} - p_{50-2}) =$ $= 0,2 \cdot [2 \cdot 0,75 - 1] = 0,10$
<p>20. $pr(p_{50-1} - p_{nc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета, к стоимости одной акции в составе контрольного пакета, доля которого в УК равна δn_c: $50\% + 1 \text{ акция} \leq \delta n_c \leq 75\% - 1 \text{ акция}$</p>	$pr(p_{50-1} - p_{nc}) =$ $= CV \cdot \left[\frac{a(\delta n_c)}{n_c} - \frac{1}{N} \right] =$ $= cv \cdot \left[\frac{a(\delta n_c)}{\delta n_c} - 1 \right]$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета, к стоимости одной акции в составе 60% пакета акций, обладающего 80% долей контроля, премия составит:</p> $pr(p_{50-1} - p(0,6)) =$ $= 0,2 \cdot \left[\frac{0,8}{0,6} - 1 \right] = 0,067$

<p>21. $pr(p_{50-1} - p_{sc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета, к стоимости одной акции в составе суперконтрольного пакета</p>	$pr(p_{50-1} - p_{sc}) =$ $= CV \cdot \left[\frac{1}{n_{sc}} - \frac{1}{N} \right] =$ $= cv \cdot \left[\frac{1}{\delta n_{sc}} - 1 \right]$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета, к стоимости одной акции в составе 95% пакета акций, премия составит:</p> $pr(p_{50-1} - p(0,95)) =$ $= 0,2 \cdot \left[\frac{1}{0,95} - 1 \right] = 0,011$
<p>22. $pr(p_{50-1} - p_{100})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета, к стоимости одной акции в составе 100%-го пакета</p>	$pr(p_{50-1} - p_{100}) = 0$	
<p>23. $pr(p_{50-2} - p_{nc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета, к стоимости одной акции в составе контрольного пакета, доля которого в УК равна δn_c: 50%+1 акция $\leq \delta n_c \leq$ 75%-1 акция</p>	$pr(p_{50-2} - p_{nc}) =$ $= CV \cdot \left[\frac{a(\delta n_c)}{n_c} - \frac{2a(\delta n_{50-2})}{N} \right] =$ $cv \cdot \left[\frac{a(\delta n_c)}{\delta n_c} - 2a(\delta n_{50-2}) \right]$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета (и владелец этого пакета обладает 75%-м контролем), к стоимости одной акции в составе 60%-го контрольного пакета, доля контроля которого составляет 85%, премия составит:</p> $pr(p_{50-2} - p_{nc}) =$ $= 0,2 \cdot \left[\frac{0,85}{0,6} - 2 \cdot 0,75 \right] = -0,017$
<p>24. $pr(p_{50-2} - p_{sc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета, к стоимости одной акции в составе суперконтрольного пакета</p>	$pr(p_{50-2} - p_{sc}) =$ $= CV \cdot \left[\frac{1}{n_{sc}} - \frac{2a(\delta n_{50-2})}{N} \right] =$ $= cv \cdot \left[\frac{1}{\delta n_{sc}} - 2a(\delta n_{50-2}) \right]$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета (и владелец этого пакета обладает 80%-м контролем), к стоимости одной акции в составе 75%-го суперконтрольного пакета, премия составит:</p> $pr(p_{50-2} - p_{sc}) =$ $= 0,2 \cdot \left[\frac{1}{0,75} - 2 \cdot 0,8 \right] = -0,053$

<p>25. $pr(p_{50-2} - p_{100})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета, к стоимости одной акции в составе 100%-го пакета</p>	$pr(p_{50-2} - p_{100}) =$ $= CV \cdot \left[\frac{1}{N} - \frac{2a(\delta n_{50-2})}{N} \right] =$ $= cv \cdot [1 - 2a(\delta n_{50-2})]$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета (и владелец этого пакета обладает 75%-м контролем), к стоимости одной акции в составе 100%-го суперконтрольного пакета, премия составит:</p> $pr(p_{50-2} - p_{100}) =$ $= 0,2 \cdot [1 - 2 \cdot 0,75] = -0,10$
<p>26. $pr(p_{nc} - p_{sc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе контрольного пакета (доля которого равна 50%+1 акция $\leq \delta n_c \leq 75\%$-1 акция) к стоимости одной акции в составе суперконтрольного пакета</p>	$pr(p_{nc} - p_{sc}) =$ $= CV \cdot \left[\frac{1}{n_{sc}} - \frac{a(\delta n_c)}{n_c} \right] =$ $= cv \cdot \left[\frac{1}{\delta n_{sc}} - \frac{a(\delta n_c)}{\delta n_c} \right]$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе 60%-го контрольного пакета (доля которого равна 75%) к стоимости одной акции в составе суперконтрольного 75%-го пакета премия составит:</p> $pr(p_{nc} - p_{sc}) =$ $= 0,2 \cdot \left[\frac{1}{0,75} - \frac{0,75}{0,6} \right] = 0,016$
<p>27. $pr(p_{nc} - p_{100})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе контрольного пакета (доля которого равна 50%+1 акция $\leq \delta n_c \leq 75\%$-1 акция) к стоимости одной акции в составе 100%-го пакета</p>	$pr(p_{nc} - p_{100}) =$ $= CV \cdot \left[\frac{1}{N} - \frac{a(\delta n_c)}{n_c} \right] =$ $= cv \cdot \left[1 - \frac{a(\delta n_c)}{\delta n_c} \right]$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе 60%-го контрольного пакета (доля контроля которого равна 70%) к стоимости одной акции в составе суперконтрольного 100%-го пакета премия составит:</p> $pr(p_{nc} - p_{100}) =$ $= 0,2 \cdot \left[1 - \frac{0,70}{0,6} \right] = -0,033$
<p>28. $pr(p_{sc} - p_{100})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе суперконтрольного пакета (доля которого равна 75% $\leq \delta n_c \leq 100\%$-1 акция) к стоимости одной акции в составе 100%-го пакета</p>	$pr(p_{sc} - p_{100}) =$ $= CV \cdot \left[\frac{1}{N} - \frac{1}{n_{sc}} \right] =$ $= cv \cdot \left[1 - \frac{1}{\delta n_{sc}} \right]$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе суперконтрольного 75%-го пакета к стоимости одной акции в составе 100%-го пакета премия составит:</p> $pr(p_{sc} - p_{100}) =$ $= 0,2 \cdot \left[1 - \frac{1}{0,75} \right] = -0,067$

Аналогично, в нижеследующей таблице представлены итоговые выражения для расчета относительных премий за контроль между 8 уровнями стоимости после подстановки их в формулу (32) и необходимых преобразований.

Таблица 3. Выражения для расчета относительных премий за контроль (в пересчете на одну акцию)¹³

Указание на базовый и целевой уровни стоимости ¹⁴	Выражения для расчета относительных значений премии за контроль	Пример расчета
<p>29. $\delta pr(p-p(\delta n_v))$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета (составляющего менее 10% доли в уставном капитале компании) к стоимости одной акции в составе стратегически значимого пакета, составляющего от 10% до 25% минус одна акция.</p>	$\delta pr(p - p(\delta n_v)) = \frac{a(\delta n_v) \cdot CV}{n_v \cdot p} =$ $= \frac{a(\delta n_v) \cdot \delta CV}{n_v} =$ $= \frac{a(\delta n_v) \cdot cv}{\delta n_v \cdot p} = \frac{a(\delta n_v) \cdot \delta cv}{\delta n_v}$	<p>1. При отсутствии консолидированного контрольного и блокирующего пакета премия при переходе от миноритарного пакета к 15%-му пакету, обладающему 25%-й долей контроля, составит:</p> $\delta pr(p - p(0,15)) =$ $= \frac{0,25 \cdot 0,2}{0,15} = 0,333$ <p>2. При наличии консолидированных контрольного и блокирующего пакета премия при переходе от миноритарного пакета к 15%-му пакету, обладающему 0%-й долей контроля, составит:</p> $\delta pr(p - p(0,15)) =$ $= \frac{0 \cdot 0,2}{0,15} = 0$
<p>30. $\delta pr(p-p(\delta n_b))$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе блокирующего пакета акций (от 25% до 50% минус одна акция)</p>	$\delta pr(p - p(\delta n_b)) = \frac{a(\delta n_b) \cdot CV}{n_b \cdot p} =$ $= \frac{a(\delta n_b) \cdot \delta CV}{n_b} =$ $= \frac{a(\delta n_b) \cdot cv}{\delta n_b \cdot p} = \frac{a(\delta n_b) \cdot \delta cv}{\delta n_b}$	<p>1. При отсутствии консолидированного контрольного пакета премия при переходе от миноритарного пакета к 26%-му пакету, обладающему 40%-й долей контроля, составит:</p> $\delta pr(p - p(0,26)) =$ $= \frac{0,40 \cdot 0,2}{0,26} = 0,308$

¹³ Во всех примерах этой таблицы приняты следующие значения: $p = 1$; $cv = 0,2$; $CV = 20$.

¹⁴ *Базовый уровень стоимости* – уровень стоимости одной акции, по отношению к которому применяется соответствующая премия за контроль. *Целевой уровень стоимости* – уровень стоимости, получаемый в результате расчета, основанного на корректировке базового уровня стоимости при применении к ней соответствующей премии за контроль.

		<p>2. При наличии консолидированного контрольного пакета премия при переходе от миноритарного пакета к 26%-му пакету, обладающему 30%-й долей контроля, составит:</p> $\delta pr(p - p(0,26)) = \frac{0,30 \cdot 0,2}{0,26} = 0,231$
<p>31. $\delta pr(p - p_{50-1})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета</p>	$\delta pr(p - p_{50-1}) = \frac{CV}{MC} = cv$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета, премия составит:</p> $\delta pr(p - p_{50-1}) = \frac{20}{100} = 0,2$
<p>32. $\delta pr(p - p_{50-2})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета</p>	$\delta pr(p - p_{50-2}) = \frac{2a(\delta n_{50}) \cdot cv}{p} = 2a(\delta n_{50}) \cdot \delta cv$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе 50% пакета акций, обладающего 75%-й долей контроля (в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета), премия составит:</p> $\delta pr(p - p_{50-2}) = 2 \cdot 0,75 \cdot 0,2 = 0,3$
<p>33. $\delta pr(p - p_{nc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе контрольного пакета (от 50%+1 акция до 75% минус одна акция)</p>	$\delta pr(p - p_{nc}) = \frac{a(\delta n_c) \cdot CV}{p \cdot n_c} = \frac{a(\delta n_c) \cdot cv}{p \cdot \delta n_c} = \frac{a(\delta n_c) \cdot \delta cv}{\delta n_c}$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе 60%-го контрольного пакета (обладающего 70%-й долей контроля) премия составит:</p> $\delta pr(p - p(0,6)) = \frac{0,7 \cdot 0,2}{0,6} = 0,233$
<p>34. $\delta pr(p - p_{sc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе суперконтрольного пакета (от 75% до 100% минус одна акция)</p>	$\delta pr(p - p_{sc}) = \frac{CV}{p \cdot n_{sc}} = \frac{\delta cv}{\delta n_{sc}}$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе 75%-го суперконтрольного пакета премия составит:</p>

		$\delta pr(p - p(0,75)) =$ $= \frac{0,2}{0,75} = 0,267$
<p>35. $\delta pr(p - p_{100})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе 100% пакета</p>	$\delta pr(p - p_{100}) = \frac{CV}{p \cdot N} = \delta cv$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе миноритарного пакета к стоимости одной акции в составе 100%-го суперконтрольного пакета премия составит:</p> $\delta pr(p - p_{100}) = 0,2$
<p>36. $\delta pr(p(\delta n_v) - p(\delta n_b))$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе стратегически значимого пакета, составляющего от 10% до 25% минус одна акция, к стоимости одной акции в составе блокирующего пакета</p>	$\delta pr(p(\delta n_v) - p(\delta n_b)) =$ $= \frac{cv \cdot \left[\frac{a(\delta n_b)}{\delta n_b} - \frac{a(\delta n_v)}{\delta n_v} \right]}{p + \frac{a(\delta n_v) \cdot cv}{\delta n_v}}$	<p>1.Отсутствие консолидированного контрольного пакета. При переходе от стоимости одной акции в составе 10%-го миноритарного пакета (обладающего 10%-й долей контроля) к стоимости одной акции в составе 26% блокирующего пакета (обладающего 40%-й долей контроля) премия составит:</p> $\delta pr(p(\delta n_v) - p(\delta n_b)) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[\frac{0,4}{0,26} - \frac{0,1}{0,1} \right]}{1 + \frac{0,1 \cdot 0,2}{0,1}} =$ $= \frac{0,108}{1,2} = 0,09$ <p>2.Наличие консолидированного контрольного пакета. При переходе от стоимости одной акции в составе 10%-го миноритарного пакета (обладающего 0%-й долей контроля) к стоимости одной акции в составе 26% блокирующего пакета (обладающего 30%-й долей контроля) премия составит:</p> $\delta pr(p(\delta n_v) - p(\delta n_b)) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[\frac{0,3}{0,26} - \frac{0}{0,1} \right]}{1 + \frac{0 \cdot 0,2}{0,1}} =$ $= \frac{0,231}{1} = 0,231$

<p>37. $\delta pr(p(\delta n_v) - p_{50-1})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе стратегически значимого пакета к стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета</p>	$\delta pr(p(\delta n_v) - p_{50-1}) =$ $= (1) = \frac{cv \cdot \left[1 - \frac{a(\delta n_v)}{\delta n_v} \right]}{p + \frac{a(\delta n_v) \cdot cv}{\delta n_v}} =$ $= \frac{cv \cdot \left[1 - \frac{0}{\delta n_v} \right]}{p + \frac{0 \cdot cv}{\delta n_v}} = \frac{cv}{p};$ $= (2) = \frac{cv \cdot \left[1 - \frac{a(\delta n_v)}{\delta n_v} \right]}{p + \frac{a(\delta n_v) \cdot cv}{\delta n_v}}.$	<p>Описанная ситуация, как правило, в принципе невозможна (поскольку, когда одновременно существуют два консолидированных 50%-х пакета, не остается ни одного другого пакета). Однако, если допустить, что имеется временной лаг, в течение которого произошло изменение структуры акционерного капитала, Премия будет равна: (1) – такому же значению (в нашем примере $0,2/1 = 0,2$), как и при переходе от миноритарного пакета к 100%-му пакету (например, при изначальном наличии контрольного и блокирующего пакетов), либо (2) более низкому значению; например, при переходе от 10% пакета, обладающего 2%-й долей контроля, премия составит:</p> $\delta pr(p(0,1) - p_{50-1}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[1 - \frac{0,02}{0,1} \right]}{1 + \frac{0,02 \cdot 0,2}{0,1}} = 0,154$
<p>38. $\delta pr(p(\delta n_v) - p_{50-2})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе стратегически значимого пакета к стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета</p>	$\delta pr(p(\delta n_v) - p_{50-2}) =$ $= \frac{cv \cdot \left[2a(\delta n_{50}) - \frac{a(\delta n_v)}{\delta n_v} \right]}{p + \frac{a(\delta n_v) \cdot cv}{\delta n_v}}$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе стратегически значимого пакета, обладающего 10% долей контроля, к стоимости одной акции в составе 50% пакета, обладающего 80%-й долей контроля, (в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета) премия составит (предполагается отсутствие блокпакета):</p> $\delta pr(p(\delta n_v) - p_{50-2}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[2 \cdot 0,8 - \frac{0,1}{0,1} \right]}{1 + \frac{0,1 \cdot 0,2}{0,1}} = 0,1$

<p>39. $\delta pr(p(\delta n_v) - p_{nc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе стратегически значимого пакета к стоимости одной акции в составе контрольного пакета, доля которого в УК равна δn_c: 50%+1 акция $\leq \delta n_c \leq$ 75%-1 акция</p>	$\delta pr(p(\delta n_v) - p_{nc}) =$ $= \frac{cv \cdot \left[\frac{a(\delta n_c)}{\delta n_c} - \frac{a(\delta n_v)}{\delta n_v} \right]}{p + \frac{a(\delta n_v) \cdot cv}{\delta n_v}}$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе стратегически значимого пакета, обладающего 10%-й долей контроля, к стоимости одной акции в составе 60%-го контрольного пакета, обладающего 80%-й долей контроля, премия составит (в отсутствии блокпакета):</p> $\delta pr(p(\delta n_v) - p_{nc}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[\frac{0,8}{0,6} - \frac{0,1}{0,1} \right]}{1 + \frac{0,1 \cdot 0,2}{0,1}} = 0,056$ <p>При наличии блокпакета ($a(\delta n_c) = 0,7$; $a(\delta n_v) = 0$):</p> $\delta pr(p(\delta n_v) - p_{nc}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[\frac{0,7}{0,6} - \frac{0}{0,1} \right]}{1 + \frac{0 \cdot 0,2}{0,1}} = 0,233$
<p>40. $\delta pr(p(\delta n_v) - p_{sc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе стратегически значимого пакета к стоимости одной акции в составе суперконтрольного пакета</p>	$\delta pr(p(\delta n_v) - p_{sc}) =$ $= \frac{cv \cdot \left[\frac{1}{\delta n_{sc}} - \frac{0}{\delta n_v} \right]}{p + \frac{0 \cdot cv}{\delta n_v}} =$ $= \frac{cv}{\delta n_{sc} \cdot p}$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе стратегически значимого пакета (когда он не обладал контролем) к стоимости одной акции в составе суперконтрольного (75%) пакета премия составит:</p> $\delta pr(p(\delta n_v) - p_{sc}) =$ $= \frac{0,2}{0,75 \cdot 1} = 0,267$
<p>41. $\delta pr(p(\delta n_v) - p_{100})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе стратегически значимого пакета к стоимости одной акции в составе 100%-го пакета</p>	$\delta pr(p(\delta n_v) - p_{100}) =$ $= \frac{cv \cdot \left[1 - \frac{a(\delta n_v)}{\delta n_v} \right]}{p + \frac{a(\delta n_v) \cdot cv}{\delta n_v}}$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе стратегически значимого пакета к стоимости одной акции в составе 100%-го пакета премия составит (для случая, когда 10%-й пакет обладал 2%-й долей контроля):</p>

		$\delta pr(p(\delta n_v) - p_{100}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[1 - \frac{0,02}{0,1} \right]}{1 + \frac{0,02 \cdot 0,2}{0,1}} = 0,154$
<p>42. $\delta pr(p(\delta n_b) - p_{50-1})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе блокирующего пакета к стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета</p>	$\delta pr(p(\delta n_b) - p_{50-1}) =$ $= \frac{cv \cdot \left[1 - \frac{a(\delta n_b)}{\delta n_b} \right]}{p + \frac{a(\delta n_b) \cdot cv}{\delta n_b}}$	<p>Описанная ситуация, как правило, в принципе невозможна (поскольку, когда одновременно существуют два консолидированных 50%-х пакета, не остается ни одного другого пакета). Однако, если допустить, что имеется временной лаг, в течение которого произошло изменение структуры акционерного капитала, при переходе от блокирующего 26% пакета (обладающего 30%-й долей контроля) к указанной структуре акционерного капитала премия будет равна:</p> $\delta pr(p(\delta n_b) - p_{50-1}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[1 - \frac{0,3}{0,26} \right]}{1 + \frac{0,3 \cdot 0,2}{0,26}} = -0,025$
<p>43. $\delta pr(p(\delta n_b) - p_{50-2})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе блокирующего пакета к стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета</p>	$\delta pr(p(\delta n_b) - p_{50-2}) =$ $= \frac{cv \cdot \left[2a(\delta n_{50}) - \frac{a(\delta n_b)}{\delta n_b} \right]}{p + \frac{a(\delta n_b) \cdot cv}{\delta n_b}}$	<p>При переходе от 26% пакета, обладающего 30%-й долей контроля к 50% пакету, обладающему 70% долей контроля, премия составит:</p> $\delta pr(p(\delta n_b) - p_{50-2}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[2 \cdot 0,7 - \frac{0,3}{0,26} \right]}{1 + \frac{0,3 \cdot 0,2}{0,26}} = 0,04$ <p>При переходе от 26% пакета, обладающего 20%-й долей контроля к 50% пакету, обладающему 80% долей контроля, премия составит:</p>

		$\delta pr(p(\delta n_b) - p_{50-2}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[2 \cdot 0,8 - \frac{0,2}{0,26} \right]}{1 + \frac{0,2 \cdot 0,2}{0,26}} = 0,144$
<p>44. $\delta pr(p(\delta n_b) - p_{nc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе блокирующего пакета к стоимости одной акции в составе контрольного пакета, доля которого в УК равна δn_c: 50%+1 акция $\leq \delta n_c \leq$ 75%-1 акция</p>	$\delta pr(p(\delta n_b) - p_{nc}) =$ $= \frac{cv \cdot \left[\frac{a(\delta n_c)}{\delta n_c} - \frac{a(\delta n_b)}{\delta n_b} \right]}{p + \frac{a(\delta n_b) \cdot cv}{\delta n_b}}$	<p>При переходе от 26% пакета, обладающего 30%-й долей контроля к 60% пакету, обладающему 70% долей контроля, премия составит:</p> $\delta pr(p(\delta n_b) - p_{nc}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[\frac{0,7}{0,6} - \frac{0,3}{0,26} \right]}{1 + \frac{0,3 \cdot 0,2}{0,26}} = 0,002$ <p>При переходе от 26% пакета, обладающего 20%-й долей контроля к 60% пакету, обладающему 80% долей контроля, премия составит:</p> $\delta pr(p(\delta n_b) - p_{nc}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[\frac{0,8}{0,6} - \frac{0,2}{0,26} \right]}{1 + \frac{0,2 \cdot 0,2}{0,26}} = 0,098$
<p>45. $\delta pr(p(\delta n_b) - p_{sc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе блокирующего пакета к стоимости одной акции в составе суперконтрольного пакета</p>	$\delta pr(p(\delta n_b) - p_{sc}) =$ $= \frac{cv \cdot \left[\frac{1}{\delta n_{sc}} - \frac{a(\delta n_b)}{\delta n_b} \right]}{p + \frac{a(\delta n_b) \cdot cv}{\delta n_b}}$	<p>При переходе от 26% пакета, обладающего 30%-й долей контроля к 75% пакету, обладающему 100% долей контроля, премия составит:</p> $\delta pr(p(\delta n_b) - p_{sc}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[\frac{1}{0,75} - \frac{0,3}{0,26} \right]}{1 + \frac{0,3 \cdot 0,2}{0,26}} = 0,029$ <p>При переходе от 26% пакета, обладающего 20%-й долей контроля к 75% пакету, обладающему 100% долей контроля, премия составит:</p> $\delta pr(p(\delta n_b) - p_{sc}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[\frac{1}{0,75} - \frac{0,2}{0,26} \right]}{1 + \frac{0,2 \cdot 0,2}{0,26}} = 0,098$

<p>46. $\delta pr(p(\delta n_b) - p_{100})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе блокирующего пакета к стоимости одной акции в составе 100%-го пакета</p>	$\delta pr(p(\delta n_b) - p_{100}) =$ $= \frac{cv \cdot \left[1 - \frac{a(\delta n_b)}{\delta n_b} \right]}{p + \frac{a(\delta n_b) \cdot cv}{\delta n_b}}$	<p>При переходе от 26% пакета, обладающего 30%-й долей контроля к 100% пакету, обладающему 100% долей контроля, премия составит:</p> $\delta pr(p(\delta n_b) - p_{100}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[1 - \frac{0,3}{0,26} \right]}{1 + \frac{0,3 \cdot 0,2}{0,26}} = -0,025$ <p>При переходе от 26% пакета, обладающего 20%-й долей контроля к 100% пакету, обладающему 100% долей контроля, премия составит:</p> $\delta pr(p(\delta n_b) - p_{100}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[1 - \frac{0,2}{0,26} \right]}{1 + \frac{0,2 \cdot 0,2}{0,26}} = 0,04$
<p>47. $\delta pr(p_{50-1} - p_{50-2})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета, к стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета</p>	$\delta pr(p_{50-1} - p_{50-2}) =$ $= \frac{CV \cdot [2a(\delta n_{50-2}) - 1]}{MC_c}$ $= \frac{cv \cdot [2a(\delta n_{50-2}) - 1]}{P_{100}}$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета, к стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета, и при этом 50%-й пакет обладает 75% долей контроля, премия составит:</p> $\delta pr(p_{50-1} - p_{50-2}) =$ $= \frac{0,2 \cdot [2 \cdot 0,75 - 1]}{1,2} = 0,083$
<p>48. $\delta pr(p_{50-1} - p_{nc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета, к стоимости одной акции в составе контрольного пакета, доля которого в УК равна δn_c: 50%+1 акция $\leq \delta n_c \leq 75\%$-1 акция</p>	$\delta pr(p_{50-1} - p_{nc}) =$ $= \frac{CV \cdot \left[\frac{a(\delta n_c)}{n_c} - \frac{1}{N} \right]}{P_{100}}$ $= \frac{cv \cdot \left[\frac{a(\delta n_c)}{\delta n_c} - 1 \right]}{P_{100}}$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета, к стоимости одной акции в составе 60% пакета акций, обладающего 80% долей контроля, премия составит:</p> $\delta pr(p_{50-1} - p_{nc}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[\frac{0,8}{0,6} - 1 \right]}{1,2} = 0,056$

<p>49. $\delta pr(p_{50-1} - p_{sc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета, к стоимости одной акции в составе суперконтрольного пакета</p>	$\delta pr(p_{50-1} - p_{sc}) =$ $= \frac{CV \cdot \left[\frac{1}{n_{sc}} - \frac{1}{N} \right]}{p_{100}}$ $= \frac{cv \cdot \left[\frac{1}{\delta n_{sc}} - 1 \right]}{p_{100}}$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета, к стоимости одной акции в составе 95% пакета акций, премия составит:</p> $\delta pr(p_{50-1} - p_{sc}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[\frac{1}{0,95} - 1 \right]}{1,2} = 0,009$
<p>50. $\delta pr(p_{50-1} - p_{100})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета, к стоимости одной акции в составе 100%-го пакета</p>	$\delta pr(p_{50-1} - p_{100}) = 0$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда существуют два консолидированных 50%-х пакета, к стоимости одной акции в составе 100%-го пакета премия составит:</p> $\delta pr(p_{50-1} - p_{100}) = 0$
<p>51. $\delta pr(p_{50-2} - p_{nc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета, к стоимости одной акции в составе контрольного пакета, доля которого в УК равна δn_c: 50%+1 акция $\leq \delta n_c \leq 75\%-1$ акция</p>	$\delta pr(p_{50-2} - p_{nc}) =$ $= \frac{cv \cdot \left[\frac{a(\delta n_c)}{\delta n_c} - 2a(\delta n_{50-2}) \right]}{p + 2a(\delta n_{50-2}) \cdot cv}$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета (и владелец этого пакета обладает 75%-м контролем), к стоимости одной акции в составе 60%-го контрольного пакета, доля контроля которого составляет 85%, премия составит:</p> $\delta pr(p_{50-2} - p_{nc}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[\frac{0,85}{0,6} - 2 \cdot 0,75 \right]}{1 + 2 \cdot 0,75 \cdot 0,2} = -0,013$
<p>52. $\delta pr(p_{50-2} - p_{sc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета, к стоимости одной акции в составе суперконтрольного пакета</p>	$\delta pr(p_{50-2} - p_{sc}) =$ $= \frac{cv \cdot \left[\frac{1}{\delta n_{sc}} - 2a(\delta n_{50-2}) \right]}{p + 2a(\delta n_{50-2}) \cdot cv}$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета (и владелец этого пакета обладает 75%-м контролем), к стоимости одной акции в составе 75%-го суперконтрольного пакета, премия составит:</p>

		$\delta pr(p_{50-2} - p_{sc}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[\frac{1}{0,75} - 2 \cdot 0,75 \right]}{1 + 2 \cdot 0,75 \cdot 0,2} = -0,025$
53. $\delta pr(p_{50-2} - p_{100})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета, к стоимости одной акции в составе 100%-го пакета	$\delta pr(p_{50-2} - p_{100}) =$ $= \frac{cv \cdot [1 - 2a(\delta n_{50-2})]}{p + 2a(\delta n_{50-2}) \cdot cv}$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе 50% пакета акций в ситуации, когда не существует другого консолидированного 50%-го пакета (и владелец этого пакета обладает 75%-м контролем), к стоимости одной акции в составе 100%-го суперконтрольного пакета, премия составит:</p> $\delta pr(p_{50-2} - p_{100}) =$ $= \frac{0,2 \cdot [1 - 2 \cdot 0,75]}{1 + 2 \cdot 0,75 \cdot 0,2} = -0,077$
54. $\delta pr(p_{nc} - p_{sc})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе контрольного пакета (доля которого равна 50%+1 акция $\leq \delta n_c \leq 75\%$ -1 акция) к стоимости одной акции в составе суперконтрольного пакета	$\delta pr(p_{nc} - p_{sc}) =$ $= \frac{cv \cdot \left[\frac{1}{\delta n_{sc}} - \frac{a(\delta n_c)}{\delta n_c} \right]}{p + \frac{a(\delta n_c) \cdot cv}{\delta n_c}}$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе 60%-го контрольного пакета (доля которого равна 75%) к стоимости одной акции в составе суперконтрольного 75%-го пакета премия составит:</p> $\delta pr(p_{nc} - p_{sc}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[\frac{1}{0,75} - \frac{0,75}{0,6} \right]}{1 + \frac{0,75 \cdot 0,2}{0,6}} = 0,013$
55. $\delta pr(p_{nc} - p_{100})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе контрольного пакета (доля которого равна 50%+1 акция $\leq \delta n_c \leq 75\%$ -1 акция) к стоимости одной акции в составе 100%-го пакета	$\delta pr(p_{nc} - p_{100}) =$ $= \frac{cv \cdot \left[1 - \frac{a(\delta n_c)}{\delta n_c} \right]}{p + \frac{a(\delta n_c) \cdot cv}{\delta n_c}}$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе 60%-го контрольного пакета (доля контроля которого равна 70%) к стоимости одной акции в составе суперконтрольного 100%-го пакета премия составит:</p> $\delta pr(p_{nc} - p_{100}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[1 - \frac{0,7}{0,6} \right]}{1 + \frac{0,7 \cdot 0,2}{0,6}} = -0,027$ <p><i>Пример.</i> Стоимость одной акции в составе 60%-го пакета, обладающего 70% долей контроля, при ранее рассмотренных значениях</p>

		<p>остальных параметров составит: $1 + 0,7 \times 0,2 / 0,6 = 1,233$. Стоимость одной акции в составе 100% пакета при ранее рассмотренных значениях составляет: $120 / 100 = 1,2$. Значит, премия при переходе от стоимости одной акции в составе 60% пакета к стоимости одной акции в составе 100% пакета составит: $(1,2 - 1,233) / 1,233 = -0,027$, что совпадает с приведенным выше формульным значением.</p> <p><i>Примечание 1.</i> При обратном переходе от стоимости одной акции в составе суперконтрольного 100%-го пакета к стоимости одной акции в составе 60%-го пакета (доля контроля которого равна 70%) премия составит:</p> $\begin{aligned} \delta pr(p_{100} - p_{nc}) &= \\ \frac{CV \cdot (a(\delta n_c) - \delta(n_c))}{\delta(n_c) \cdot MC_c} &= \\ = \frac{20 \cdot (0,7 - 0,6)}{0,6 \cdot 120} &= 0,028 \end{aligned}$ <p><i>Примечание 2.</i> Если сравнить полученные выше цифры, то получится, что при переходе от стоимости акции 1,2 к стоимости 1,233 необходимо применить премию в размере 2,8%, а при обратном переходе – скидку в размере 2,7%. Отметим, что, зная большую из двух величин (премию за контроль - 2,8%), получить значение меньшей величины (скидки за отсутствие/понижение контроля - 2,7%) можно также воспользовавшись ранее представленным выражением (13).</p>
--	--	---

<p>56. $\delta pr(p_{sc} - p_{100})$ – премия за переход от стоимости одной акции в составе суперконтрольного пакета (доля которого равна $75\% \leq \delta n_c \leq 100\% - 1$ акция) к стоимости одной акции в составе 100%-го пакета</p>	$\delta pr(p_{sc} - p_{100}) =$ $= \frac{CV \cdot \left[\frac{1}{N} - \frac{1}{n_{sc}} \right]}{p + \frac{CV}{n_{sc}}} =$ $= \frac{cv \cdot \left[1 - \frac{1}{\delta n_{sc}} \right]}{p + \frac{cv}{\delta n_{sc}}}$	<p>При переходе от стоимости одной акции в составе суперконтрольного 75%-го пакета к стоимости одной акции в составе 100%-го пакета премия составит:</p> $\delta pr(p_{sc} - p_{100}) =$ $= \frac{0,2 \cdot \left[1 - \frac{1}{0,75} \right]}{1 + \frac{0,2}{0,75}} = -0,053$
---	---	--

Важно отметить, что в зависимости от реального распределения доли контроля стоимость одной акции в составе контрольного пакета акций может быть, как выше, так и ниже стоимости одной акции в составе блокирующего пакета: все зависит от того, в какую сторону нарушена точная пропорция «причитающегося контроля».

Например, при наличии контрольного пакета акций в объеме 51 единиц и блокирующего — 26 ед. (при общем количестве акций 100 ед.) точная доля контроля, приходящаяся на контрольный пакет, при которой стоимости каждой из акций в составе обоих пакетов равны, составит:

$$a_{np} = \frac{N_c}{N_c + N_b} = \frac{51}{51 + 26} = 0,662. \quad (34)$$

Если доля контроля контрольного пакета будет выше этого значения, то стоимость одной акции в его составе будет выше стоимости акции в составе блокирующего пакета. И наоборот — если ниже, то ниже. При обладании контрольным пакетом акций «50 % + 1 акция», дальнейшее его наращивание имеет смысл лишь с целью достижения уровня минимального количества акций в составе абсолютно контрольного (суперконтрольного) пакета, составляющего 75 % уставного капитала, но не более того¹⁵.

С учетом этих обстоятельств, становится понятным поведение крупных игроков на фондовом рынке — стремление к минимально значимому (контрольному/абсолютно контрольному) пакету акций. Так, например, при получении 51%-го пакета акций дальнейшее наращивание пакета вплоть до

¹⁵ Если только не сложатся особо благоприятные обстоятельства, при которых цена приобретения дополнительных акций будет ниже, чем стоимость акций в составе укрупняющегося пакета (при том что при укрупнении пакета свыше минимально необходимого уровня для достижения его владельцем абсолютного контроля над компанией-эмитентом стоимость одной акции в составе пакета практически всегда снижается).

следующего стратегического уровня 75 % приведет к снижению «удельной стоимости пакета» (снижению стоимости одной акции в составе пакета). При переходе объема пакета с уровня «75 % – 1 акция» на уровень 75 % стоимость каждой акции в составе пакета вновь повышается. Это один из видов бизнеса инвестиционных компаний — скупка разрозненных пакетов акций по «миноритарным ценам», формирование на их основе стратегических пакетов и их последующая продажа стратегическим инвесторам по объективно «правильным» (более высоким) ценам.

Отдельно следует остановиться на полученных в расчетных примерах (см. табл. 2 и табл. 3) отрицательных значениях премий. Сама по себе такая возможность уже упоминалась (см. сноску 3) и ей даже были даны объяснения. К сказанному ранее добавим следующее:

- отрицательное значение премии за контроль при переходе от стоимости одной акции в составе пакетов с меньшим уровнем контроля к стоимости одной акции в составе пакетов с большим уровнем контроля по сути означает положительное значение скидки за контроль;
- отрицательные значения премии за контроль при переходе от стоимости одной акции в составе пакетов с меньшим уровнем контроля к стоимости одной акции в составе пакетов с большим уровнем контроля возникают в тех случаях, когда удельная стоимость контроля (стоимость контроля, приходящаяся на одну акцию в составе пакета) при переходе к более крупному пакету снижается из-за большего роста числа акций по сравнению с приростом стоимости, обусловленным дополнительными элементами контроля;
- эмпирические наблюдения подтверждают наличие отрицательных премий.

Для подтверждения последнего из приведенных выше утверждений приведем данные из мониторинга рынка за 1 квартал 2017 г., опубликованные в ежеквартальном сборнике CONTROL PREMIUM STUDY, издаваемого FACTSET MERGERSTAT.

In order to obtain unbiased and accurate pricing information, the scope of this study has been narrowed to completed transactions where the target company was publicly traded. For domestic transactions, Premiums ranged from -31.0% for WaferGen Bio-systems, Inc. to 104.3% for Media General, Inc.. For international transactions, Premiums ranged from -93.7% for Tesco PLC (Tesco Kipa Kitle

Pazarlama Ticaret Lojistik ve Gıda Sanayi AS) to 124.3% for Exxon Mobil Corp. (Mobil Oil Nigeria PLC). Mergerstat does not include negative premiums in calculating average and median statistics. If negative premiums had been included in the calculations for the 1st Quarter 2017, the results would have been as follows:

	Including Negative Premiums		Excluding Negative Premiums	
	# of Deals	Premium	# of Deals	Premium
Domestic Average	49	34.4%	46	37.8%
Domestic Median	49	30.4%	46	32.8%
International Average	85	15.9%	60	36.0%
International Median	85	18.4%	60	27.0%
Overall Average	134	22.6%	106	36.7%
Overall Median	134	21.8%	106	28.6%

Как видно, значения премий в левой части приведенной выше таблицы, включающих сделки с отрицательными значениями премий за контроль, ниже значений премий, расположенных в правой части, исключаящих сделки с отрицательными премиями.

В заключительной части настоящего подраздела представим еще несколько полезных выражений для расчета премий за контроль. Представленная ранее в таблице 3 дополнительная формула к выражению (55) для расчета относительной премии за контроль при переходе от пропорциональной стоимости одной акции в составе 100% пакета к стоимости одной акции в составе $n_c\%$ -го контрольного пакета может быть приведена к следующему виду:

$$\delta pr(p_{100} - p_{n_c}) = \frac{CV \cdot (a\delta n_c) - \delta(n_c)}{\delta(n_c) \cdot MC_c} = c_a \times \left(\frac{a\delta n_c}{\delta(n_c)} - 1 \right) = 0,167 \times \left(\frac{0,75}{0,51} - 1 \right) = 0,078. \quad (35^{16})$$

Размер премии за контроль для акций в составе контрольного пакета (доля которого равна $\delta(n_c)$) обладающего 100% правами контроля ($a = 1$) по сравнению с ценой акции в составе *обезличенного* (пропорционального) пакета при отсутствии блокирующих пакетов:

¹⁶ Здесь рассматривается 51%-й контрольный пакет, владелец которого обладает 75%-м контролем, $MC = 100$, $MC_c = 120$.

$$\delta pr(p_{100} - p_{nc}, a = 1) = \frac{pr_{100} \times (1 - \delta(n_c))}{(1 + pr_{100}) \times \delta(n_c)} = \frac{0,2 \times (1 - 0,51)}{(1 + 0,2) \times 0,51} = 0,160, \quad (36)$$

где pr_{100} - величина премии за контроль при 100% правах контроля.

Как указано выше, для условия рассматриваемого примера расчетное значение стоимости одной акции в составе обезличенного (пропорционального) пакета акций составляет $120/100 = 1,2$. Соответственно, применяя выражение (33), можно получить оценку стоимости одной акции в составе 51% пакета акций, обладающего правами контроля в размере 75%: $1,2 \times (1 + 0,078) = 1,294$. Если бы владельцы этого пакета обладали 100% правами контроля, стоимость одной акции в составе их пакета акций могла бы составить: $1,2 \times (1 + 0,16) = 1,392$ (значение этой премии (16%) может быть получено с применением выражения (36)).

4. Оценка степени контроля

Как следует из представленных выше выражений, для реализации оценочных расчетов при определении значений премий и скидок за контроль необходимо определить значение степени контроля (в приведенных формулах - параметр « a »). Ранее указывалось, что точная оценка доли контроля (a), приходящейся на владельца оцениваемого пакета акций может быть осуществлена посредством скрупулезного анализа структуры акционерного капитала, принимающего во внимание распределение всех консолидированных юридически значимых пакетов (с учетом прав, предоставляемых их владельцам действующим законодательством), имеющиеся альянсы, а также распределение мест в Совете Директоров компании-эмитента.

Описание способов определения степени контроля, представленное в оценочной литературе, можно найти, например, в [3] и [4]. С точки зрения практической направленности, особый интерес представляет вторая из указанных выше работ (развитая в последующих публикациях этого автора). Ее применение основано на правах акционеров, вытекающих из законодательства об акционерных обществах (в части прав акционеров, возникающих в зависимости от размера пакетов акций), и определении круга потенциальных покупателей пакета акций из числа владельцев пакетов акций (1% и более) или стороннего покупателя. Сохраняя общую концепцию указанной работы (в части учета различного объема правомочий, в [ВЛИЯНИЕ СТОИМОСТИ КОНТРОЛЯ НА СТОИМОСТЬ АКЦИЙ В СОСТАВЕ РАЗЛИЧНЫХ ПАКЕТОВ](#) ЮРИЙ КОЗЫРЬ

зависимости от величины приобретенного в собственность пакета акций), автор настоящей статьи предлагает альтернативную возможность определения степени контроля, для последующего применения полученного результата (значения параметра «а») в расчетах стоимости различных пакетов акций и/или премий и скидок за контроль. Идея предлагаемого способа определения степени контроля заключается в следующем. Сначала осуществляется анализ принадлежащих владельцам акций прав, вытекающих из действующего законодательства (см. табл. 4 и 208-ФЗ «Об акционерных обществах»).

Таблица 4. Анализ прав акционеров, возникающих в зависимости от размера пакета акций (в соответствии с действующей редакцией 208-ФЗ «Об акционерных обществах») ¹⁷

№ п/п	Описание прав, влияющих на стоимость	Минимальный размер пакета, обеспечивающий наличие соответствующего права (% голосующих акций)
1	Право требовать проведения внеочередного общего собрания акционеров	10
2	Право требовать проведения проверки финансово-хозяйственной деятельности общества	10
3	Право доступа к документам [бухгалтерского учета и протоколам заседаний КИО]	25
4	Право блокировать утверждение вопросов, требующих наличия 75% голосов	от 25%+1
5	Обеспечение кворума на повторном собрании акционеров	30
6	Определение количественного состава совета директоров (наблюдательного совета общества), избрание его членов и досрочное прекращение их полномочий	50%+1
7	Увеличение уставного капитала общества путем увеличения номинальной стоимости акций или путем размещения дополнительных акций	50%+1
8	Уменьшение уставного капитала путем приобретения обществом части акций в целях сокращения их общего количества, а также путем погашения приобретенных или выкупленных обществом акций	50%+1
9	Образование исполнительного органа общества, досрочное прекращение его полномочий	50%+1
10	Избрание членов ревизионной комиссии общества и досрочное прекращение их полномочий	50%+1
11	Утверждение аудитора общества	50%+1

¹⁷ Автор статьи приносит благодарность Николаю Чернову и Павлу Калинину - юристам адвокатской коллегии Монастырский, Зюба, Степанов & Партнеры, оказавшим неоценимую помощь при подготовке данной информации.

12	Утверждение годовых отчетов, годовой бухгалтерской отчетности, в том числе отчетов о прибылях и убытках общества, а также распределение прибыли, в том числе выплата (объявление) дивидендов	50%+1
13	Определение порядка ведения общего собрания акционеров	50%+1
14	Избрание членов счетной комиссии общества и досрочное прекращение их полномочий	50%+1
15	Дробление и консолидация акций	50%+1
16	Принятие решений об одобрении крупных сделок, предметом которых является имущество стоимостью от 25 до 50% балансовой стоимости, в случае недостижения СД единогласия и принятия решения о вынесении этого вопроса на решение общего собрания (абз.2 п. 2 ст. 79)	50%+1
17	Принятие решений об участии в холдинговых компаниях, финансово-промышленных группах, ассоциациях и иных объединениях коммерческих организаций	50%+1
18	Утверждение внутренних документов, регламентирующих деятельность органов общества	50%+1
19	Внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции	75
20	Уменьшение уставного капитала общества путем уменьшения номинальной стоимости акций	75% (п. 3 ст. 29)
21	Реорганизация общества	75
22	Ликвидация общества, назначение ликвидационной комиссии и утверждение промежуточного и окончательного ликвидационных балансов	75
23	Определение количества, номинальной стоимости, категории (типа) объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями	75
24	Приобретение обществом размещенных акций	75
25	Принятие решений об одобрении крупной сделки, предметом которой является имущество, стоимость которого составляет более 50% балансовой стоимости активов	75
26	Размещение акций (эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции) посредством закрытой подписки	75
27	Размещение акций (эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции), составляющих более 25% ранее размещенных обыкновенных акций посредством открытой подписки	75

Затем каждому праву присваивается определенная значимость в баллах (см. табл. 5)¹⁸ и осуществляется расчет суммы баллов, приходящихся на

¹⁸ Процесс присвоения баллов носит субъективный характер. Однако, во-первых, при подобных оценках невозможно полностью избежать элементов субъективизма; во-вторых, заинтересованные лица могут заранее («на берегу») договориться о значимости каждого вида права; в-третьих, этот субъективизм имеет и положительную сторону, поскольку предоставляет элемент гибкости, позволяющий, в зависимости от обстоятельств и наличия информации, изменять значимость каждого из рассматриваемых прав (например, [ВЛИЯНИЕ СТОИМОСТИ КОНТРОЛЯ НА СТОИМОСТЬ АКЦИЙ В СОСТАВЕ РАЗЛИЧНЫХ ПАКЕТОВ](#) [ЮРИЙ КОЗЫРЬ](#))

соответствующий пакет (при этом следует иметь ввиду, что более крупный пакет включает в себя весь объем полномочий, присущий менее крупному пакету).

Таблица 5. Баллы, присваиваемые правомочиям

№ п/п	Описание прав, влияющих на стоимость	Минимальный размер пакета, обеспечивающий наличие соответствующего права (% голосующих акций)	Значимость (ценность) каждого права, баллы (субъективная оценка)
1	Право требовать проведения внеочередного общего собрания акционеров	10	1
2	Право требовать проведения проверки финансово-хозяйственной деятельности общества	10	1 (сумма баллов для владельца консолидированного пакета размером от 10% до 25%-1 = 2)
3	Право доступа к документам	25	2 (сумма баллов для владельца консолидированного пакета размером 25% = 4)
4	Право блокировать утверждение вопросов, требующих наличия 75% голосов	от 25%+1	3 (сумма баллов для владельца консолидированного пакета размером от 25%+1 до 30%-1 = 7)
5	Обеспечение кворума на повторном собрании акционеров	30	2 (сумма баллов для владельца консолидированного пакета размером от 30% до 50% = 9)
6	Определение количественного состава совета директоров (наблюдательного совета общества), избрание его членов и досрочное прекращение их полномочий	50% + 1	3
7	Увеличение уставного капитала общества путем увеличения	50% + 1	1

в зависимости от того, насколько вероятным на момент оценки представляется созыв внеочередного собрания акционеров ввиду возможности наложения ареста на крупнейший пакет акций).

	номинальной стоимости акций или путем размещения дополнительных акций		
8	Уменьшение уставного капитала путем приобретения обществом части акций в целях сокращения их общего количества, а также путем погашения приобретенных или выкупленных обществом акций	50% + 1	1
9	Образование исполнительного органа общества, досрочное прекращение его полномочий	50% + 1	3
10	Избрание членов ревизионной комиссии общества и досрочное прекращение их полномочий	50% + 1	3
11	Утверждение аудитора общества		2
12	Утверждение годовых отчетов, годовой бухгалтерской отчетности, в том числе отчетов о прибылях и убытках общества, а также распределение прибыли, в том числе выплата (объявление) дивидендов	50% + 1	3
13	Определение порядка ведения общего собрания акционеров	50% + 1	3
14	Избрание членов счетной комиссии общества и досрочное прекращение их полномочий	50% + 1	4
15	Дробление и консолидация акций	50% + 1	1
16	Принятие решений об одобрении крупных сделок, предметом которых является имущество стоимостью от 25 до 50% балансовой стоимости, в случае недостижения СД единогласия и принятия решения о вынесении этого вопроса на решение общего собрания (абз. 2 а. 2 ст.79)	50% + 1	4
17	Принятие решений об участии в холдинговых компаниях, финансово-промышленных группах, ассоциациях и иных объединениях коммерческих организаций	50% + 1	4
18	Утверждение внутренних документов, регламентирующих деятельность органов общества	50% + 1	3 (сумма баллов для владельца консолидированного пакета размером от 50%+1 до 75%-1 = 44)

19	Внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции	75	4
20	Уменьшение уставного капитала общества путем уменьшения номинальной стоимости акций	75% (п. 3 ст. 29)	1
21	Реорганизация общества	75	5
22	Ликвидация общества, назначение ликвидационной комиссии и утверждение промежуточного и окончательного ликвидационных балансов	75	5
23	Определение количества, номинальной стоимости, категории (типа) объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями	75	1
24	Приобретение обществом размещенных акций	75	1
25	Принятие решений об одобрении крупной сделки, предметом которой является имущество, стоимость которого составляет более 50% балансовой стоимости активов	75	3
26	Размещение акций (эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции) посредством закрытой подписки	75	4
27	Размещение акций (эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции), составляющих более 25% ранее размещенных обыкновенных акций посредством открытой подписки	75	4 (сумма баллов для владельца консолидированного пакета размером от 75% = 72)

После этого в зависимости от присвоенных («начисленных») баллов и структуры акционерного капитала осуществляется оценочный расчет доли контроля, приходящегося на оцениваемый пакет акций: эта доля рассчитывается как частное от деления «начисленных» оцениваемому пакету баллов на сумму этих же баллов и баллов, присвоенных остальным крупнейшим (от 10% и выше) пакетам акций (см. табл. 6).

Таблица 6. Расчет доли контроля в зависимости от приходящихся на оцениваемый пакет правомочий и структуры акционерного капитала

№ п/п	Размер пакета (% голосующих акций)	Сумма баллов, приходящаяся на соответствующий пакет	Структура акционерного капитала, сумма баллов, приходящаяся на остальные (кроме оцениваемого) консолидированные пакеты (от 10% и выше) и определение доли контроля, приходящейся на оцениваемый пакет
1	10÷25% -1	2	<ol style="list-style-type: none"> 1. Консолидированные доли всех остальных пакетов составляют менее 10%: в такой ситуации сложно сделать определенный вывод, многое зависит от активности остальных акционеров, их способность и желание участия в Общем собрании акционеров. В то же время ясно, что в такой ситуации доля контроля будет существенно превышать пропорциональную долю владения. 2. Оценивается 12%-й пакет, доли остальных пакетов, превышающих 10%, составляют: 10%, 15%, 17%, 32%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 2 балла, а на остальные пакеты – 2+2+2+9 = 15 баллов. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $2/(2+15) = 11,76\%$. 3. Оценивается 18%-й пакет, доли остальных пакетов, превышающих 10%, составляют: 10%, 15%, 27%, 30%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 2 балла, а на остальные пакеты – 2+2+7+9 = 20 баллов. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $2/(2+20) = 9,09\%$. 4. Оценивается 11%-й пакет, доли остальных пакетов, от 10% и выше, составляют: 10%, 27%, 52%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 2 балла, а на остальные пакеты – 2+7+44 = 53 баллов. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $2/(2+53) = 3,64\%$. 5. Оценивается 16%-й пакет, доли остальных пакетов, превышающих 10%, составляют: 51%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 2 балла, а на остальной пакет – 44 балла. Значит, доля контроля приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $2/(2+44) = 4,35\%$. 6. Оценивается 20%-й пакет, доли остальных пакетов, превышающих 10%, составляют: 75%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 2 балла, а на остальной пакет – 72 баллов. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $2/(2+72) = 2,70\%$.
2	25	4	<ol style="list-style-type: none"> 1. Консолидированные доли всех остальных пакетов составляют менее 10%. В такой ситуации доля контроля будет существенно превышать

			<p>пропорциональную долю владения, но неясно, насколько именно (нужен дополнительный анализ).</p> <p>2. Оценивается 25%-й пакет, доли остальных пакетов, от 10%, составляют: 10%, 15%, 32%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 4 балла, а на остальные пакеты – $2+2+9 = 13$ баллов. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $4/(4+13) = 23,53\%$.</p> <p>3. Оценивается 25%-й пакет, доли остальных пакетов, превышающих 10%, составляют: 27%, 32%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 4 балла, а на остальные пакеты – $7+9 = 16$ баллов. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $4/(4+16) = 20\%$.</p> <p>4. Оценивается 25%-й пакет, доли остальных пакетов, превышающих 10%, составляют: 11%, 51%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 4 балла, а на остальные пакеты – $2 + 44 = 46$ баллов. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $4/(4+46) = 8\%$.</p> <p>5. Оценивается 25%-й пакет, доли остальных пакетов, превышающих 10%, составляют: 51%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 4 балла, а на остальной пакет – 44 баллов. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $4/(4+44) = 8,33\%$.</p> <p>6. Оценивается 25%-й пакет, доли остальных пакетов, превышающих 10%, составляют: 75%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 4 балла, а на остальной пакет – 72 баллов. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $4/(4+72) = 5,26\%$.</p>
3	$25\%+1 \div \div 30\%- 1$	7	<p>1. Консолидированные доли всех остальных пакетов составляют менее 10%. В такой ситуации доля контроля будет существенно превышать пропорциональную долю владения, но неясно, насколько именно (нужен дополнительный анализ).</p> <p>2. Оценивается 28%-й пакет, доли остальных пакетов, от 10%, составляют: 10%, 15%, 32%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 7 баллов, а на остальные пакеты – $2+2+9 = 13$ баллов. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $7/(7+13) = 35\%$.</p> <p>3. Оценивается 29%-й пакет, доли остальных пакетов, превышающих 10%, составляют: 25%, 38%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 7 баллов, а на остальные пакеты – $4+9 = 13$ баллов. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $7/(7+13) = 35\%$.</p>

			4. Оценивается 27%-й пакет, доли остальных пакетов, превышающих 10%, составляют: 51%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 7 баллов, а на другой консолидированный пакет – 44 баллов. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $7/(7+44) = 13,73\%$.
4	$30\% \div 50\%$	9	<p>1. Консолидированные доли всех остальных пакетов составляют менее 10%. В такой ситуации доля контроля будет существенно превышать пропорциональную долю владения, но неясно, насколько именно (нужен дополнительный анализ).</p> <p>2. Оценивается 30%-й пакет, доли остальных пакетов, от 10%, составляют: 10%, 15%, 32%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 9 баллов, а на остальные пакеты – $2+2+9 = 13$ баллов. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $9/(9+13) = 40,91\%$.</p> <p>3. Оценивается 37%-й пакет, доли остальных пакетов, превышающих 10%, составляют: 12%, 51%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 9 баллов, а на остальные пакеты – $2+44 = 46$ баллов. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $9/(9+46) = 16,36\%$.</p> <p>4. Оценивается 39%-й пакет, доли остальных пакетов, превышающих 10%, составляют: 12%, 26%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 9 баллов, а на остальные пакеты – $2+7 = 9$ баллов. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $9/(9+9) = 50\%$.</p> <p>5. Оценивается 39%-й пакет, доли остальных пакетов, превышающих 10%, составляют: 55%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 9 баллов, а на остальной пакет – 44 баллов. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $9/(9+44) = 16,98\%$.</p>
5	$50\%+1 \div \div 75\%-1$	42	<p>1. Консолидированные доли всех остальных пакетов составляют менее 10%. В такой ситуации доля контроля будет существенно превышать пропорциональную долю владения, но неясно, насколько именно (нужен дополнительный анализ).</p> <p>1. Оценивается 55%-й пакет, доли остальных пакетов, превышающих 10%, составляют: 12%, 26%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 42 балла, а на остальные пакеты</p>

			<p>– $2+7 = 9$ баллов. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $42/(42+9) = 82,35\%$.</p> <p>2. Оценивается 51%-й пакет, доли остальных пакетов, от 10%, составляют: 10%, 30%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 42 балла, а на остальные пакеты – $2+9= 11$ баллов. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $42/(42+11) = 79,25\%$.</p>
6	$75\% \div 100\%$	72	<p>1. Консолидированные доли всех остальных пакетов составляют менее 10%. В такой ситуации доля контроля будет близка к 100% (минимальной нижней границей можно с высокой степенью уверенности считать уровень: $1 - 2/(2+72) = 97,28\%$).</p> <p>3. Оценивается 75%-й пакет, доли остальных пакетов, превышающих 10%, составляют: 11%, 13%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 72 балла, а на остальные пакеты – $2+2 = 4$ балла. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $72/(72+4) = 94,74\%$.</p> <p>4. Оценивается 75%-й пакет, доли остальных пакетов, превышающих 10%, составляют: 25%. В этой ситуации на оцениваемый пакет акций приходится 72 баллов, а на остальной пакет – 4 балла. Значит, доля контроля, приходящаяся на оцениваемый пакет составит: $72/(72+4) = 94,74\%$.</p>

Получив таким образом численное значение степени контроля, его следует использовать затем при подстановке в качестве значения параметра «а» в приведенных выше расчетных формулах (см. разделы 2-3).

5. Оценка стоимости миноритарных пакетов в особых случаях

Как уже отмечалось выше (см. сноску 8), в ситуации, когда владельцы крупного пакета при приобретении мелкого пакета могут стать владельцами стратегически более значимого пакета, они могут предложить владельцу мелкого пакета премию к текущей рыночной цене, причем иногда такую, что в итоге стоимость одной акции в составе приобретаемого миноритарного или блокирующего пакета может превысить стоимость одной акции даже в составе абсолютно контрольного пакета. Для оценки максимального размера премии, которую в этой ситуации могут заплатить владельцы одного пакета владельцу другого пакета, введем новые параметры:

N_a — число акций в составе «пакета-приобретателя», $N_a = 23$,

N_t — число акций в составе целевого миноритарного пакета, $N_t = 3$.

Пусть также известно, что стоимость контроля (CV) равна 20, стоимость одной акции (p) равна 1, а степень контроля ($a(\delta n_b)$) приходящаяся на блокпакет, составляет 25%.

Тогда размер максимальной премии при приобретении целевого пакета составит¹⁹:

$$\begin{aligned} PR_b &= \frac{p \cdot (N_b - N_a) + a(\delta n_b) \cdot CV}{N_t} - p = \frac{p \cdot N_t + a(\delta n_b) \cdot CV}{N_t} - p = \frac{a(\delta n_b) \cdot CV}{N_t} = \\ &= \frac{1 \cdot (26 - 23) + 0,25 \cdot 20}{3} - 1 = \frac{1 \cdot 3 + 0,25 \cdot 20}{3} - 1 = \frac{0,25 \cdot 20}{3} = 1,67, \end{aligned} \quad (37)$$

где, PR_b - максимальное расчетное значение премии, выплачиваемой за переход пакета-приобретателя в категорию блокирующего пакета (индекс « b » означает принадлежность к блокирующему пакету).

В соответствии с полученным в (37) результатом максимальная цена предложения на покупку каждой акции этого пакета может составить $1 + 1,67 = 2,67$ — это намного выше, чем цена одной акции в составе контрольного пакета. В реальности, конечно, вряд ли стоит ожидать, что владельцу данного миноритарного пакета будет предложена максимально возможная премия к текущей рыночной цене, поскольку его приобретатели не в последнюю очередь думают о возможности прибыльной перепродажи полученного стратегического пакета в будущем. Скорее всего, надбавка составит не более 10...30 %²⁰ от максимального уровня, т.е. примерно 0,17...0,5, и тогда цена предложения за акцию будет в диапазоне 1,17...1,5.

Выражение (37) можно использовать для расчета *максимального размера премии* во всех ситуациях приобретения *минимально возможного* пакета акций, сопровождающихся «стратегическими переходами». Например, если бы в предыдущем случае владельцы крупного пакета располагали блокпакетом в количестве $N_b = 47$ акций (со степенью контроля 25%) и хотели

¹⁹ Вывод этой формулы следующий. При текущей стоимости пакета из N_a акций равной $p \cdot N_a$ и покупке N_t акций по цене $p_t = (p + PR_b)$ за одну акцию (где PR_b – максимальный размер уплачиваемой премии за пакет, который мы определяем) общее число акций становится равным N_b и пакет становится блокирующим, поэтому его стоимость определяется выражением (21), тогда как затраты на приобретение пакета составили $p \cdot N_a + (p + PR_b) \cdot N_t$. Аналогично выводится выражение для расчета максимальной премии PR_c (см. далее по тексту).

²⁰ Это, прежде всего, зависит от соотношения необходимого количества акций и показателя *free float* — количества свободно обращающихся на рынке акций данного эмитента: если необходимое количество акций меньше показателя *free float*, премия к текущей рыночной цене будет небольшой, если же эти показатели сопоставимы по количеству, то премия должна быть большой.

приобрести пакет из 4 акций, что позволило бы им стать обладателями контрольного пакета (со степенью контроля 75%), максимальный размер премии за попадание в контрольный пакет мог составить²¹:

$$PR_c = \frac{p \cdot (N_c - N_b) + CV \cdot (a(\delta n_c) - a(\delta n_b))}{N_i} - p = \frac{CV \cdot (a(\delta n_c) - a(\delta n_b))}{N_i} =$$

$$\frac{1 \cdot (51 - 47) + 20 \cdot (0,75 - 0,25)}{4} - 1 = \frac{20 \cdot (0,75 - 0,25)}{4} = 2,5. \quad (38)$$

В случаях приобретения избыточного пакета акций (например, когда его продавец не желает дробить пакет) ценность лишних акций не превышает их рыночной стоимости в составе миноритарного пакета, поэтому размер премии в пересчете на одну акцию будет ниже того максимального размера, который возможен в случае приобретения *минимально необходимого* количества акций. Например, если бы в предыдущем примере приобретался пакет не из 4, а из 10 акций, максимальный размер премии составил бы 1.

6. Определение стоимости контроля на основе цен тендерных предложений

Предположим, оценщику известна одна из цен тендерного предложения, которое было принято: p_{tc} — цена принятого тендерного предложения за одну акцию в составе контрольного пакета при приобретении всего пакета, или p_{tb} — цена принятого тендерного предложения за одну акцию в составе блокирующего пакета при его приобретении.

Кроме того, оценщику известно, что в структуре акционерного капитала существует второй стратегический пакет и в то же время ему неизвестна стоимость 100%-ного пакета акций с учетом стоимости контроля (параметр MC_c). Тогда определение другой неизвестной стоимости (p_{tb} , если известна p_{tc} , или p_{tc} , если известна p_{tb}) возможно лишь при наличии информации о размерах

²¹ Вывод этой формулы следующий. При текущей стоимости пакета из N_b акций равной $(p \cdot N_b + a(\delta n_b))$ и покупке N_i акций по цене $p_i = (p + PR_c)$ за одну акцию (где PR_c — максимальный размер уплачиваемой премии за пакет, который мы определяем) общее число акций становится равным N_c и пакет становится контрольным, поэтому его стоимость определяется выражением (25), тогда как затраты на приобретение пакета составили $p \cdot N_b + a(\delta n_b)CV + (p + PR_c) \cdot N_i$.

пакетов, распределении контроля между ними и цены акций в составе миноритарных пакетов.

Определение стоимости контроля в этой ситуации является для оценщика не обязательной (но обязательной для лиц, участвующих в сделке), а в большей мере вспомогательной процедурой — для возможности использования вышеприведенных формул с целью оценки одной из неизвестных стоимостей.

Для определения стоимости контроля на основе цен тендерных предложений воспользуемся равенством стоимостей стратегических пакетов, определенных по формулам (25) и (21), и цен тендерных предложений этих пакетов.

Если известна цена принятого тендерного предложения за контрольный пакет акций:

$$P_c = p_{tc} \cdot N_c, \quad (39)$$

то, приравнивая это выражение к ранее полученному выражению для стоимости контрольного пакета акций (см. (25)), получим стоимость контроля:

$$CV = \frac{(p_{tc} - p) \cdot N_c}{a(\delta n_c)}. \quad (40)$$

Если известна цена принятого тендерного предложения за блокирующий пакет акций:

$$P_b = p_{tb} \cdot N_b, \quad (41)$$

то, приравнивая ее значение к ранее полученной расчетной стоимости блокирующего пакета акций при наличии контрольного пакета (см. (21)), получим еще одно выражение для стоимости контроля:

$$CV = \frac{(p_{tb} - p) \cdot N_b}{a(\delta n_b)}. \quad (42)$$

Используя выражения (40) и (42), можно получить формулу для определения теоретического (расчетного) значения стоимости одной акции в составе блокирующего пакета p_{tb} при известном значении цены одной акции p_{tc} в принятом тендерном предложении о покупке контрольного пакета акций:

$$p_{tb} = p + \frac{N_c \cdot (p_{tc} - p) \cdot a(\delta n_b)}{N_b \cdot a(\delta n_c)}, \quad (43)$$

или выражение для p_{tc} при известном значении p_{tb} :

$$p_{tc} = p + \frac{N_b \cdot (p_{tb} - p) \cdot a(\delta n_c)}{N_c \cdot a(\delta n_b)}. \quad (44)$$

Следует отметить, что цены тендерных предложений, как правило, не совпадают с расчетными рыночными стоимостями соответствующих стратегических пакетов, поскольку в реальности такие пакеты могут иметь только инвестиционную стоимость, которую и обозначают в той или иной мере цены тендерных предложений. Возможные отличия инвестиционной стоимости от расчетной рыночной стоимости в данном случае обусловлены, прежде всего, двумя факторами: во-первых, соотношением необходимого количества акций и количества акций, свободно обращающихся на рынке; во-вторых, незнанием лиц, участвующих в сделке, соответствующей методологии расчета.

Заключение

Завершая данную статью, отметим следующее.

1. Премии за наличие или повышение контроля, а также скидки за отсутствие или понижение контроля – известные явления, приводящие к отличию стоимости акций в составе различных пакетов по сравнению с оценкой их пропорциональной стоимости.
2. В представленной выше работе предложена методология расчета премий и скидок²², основанная на фиксации участниками рынка или профессиональными оценщиками отличий удельной стоимости акций в составе различных пакетов, структуры акционерного капитала, а также различных правомочий, предусмотренных действующим законодательством об акционерных обществах в отношении владельцев акций. Указанная методология применима в тех случаях, когда лицам, осуществляющим оценку акций, доступна информация об отличиях удельных стоимостей акций в составе различных пакетов: при наличии такой информации представляется возможным получение более обоснованных оценок премий и скидок (а также оценок стоимости соответствующих пакетов акций) по сравнению с данными эмпирических наблюдений; при отсутствии таких данных остается возможность использовать данные эмпирических наблюдений за результатами сделок, приводимыми, в

²² Учитывая и без того большой объем статьи, автор не стал приводить выражения для скидок за отсутствие контроля, «настроенные» для каждого из описанных переходов уровней контроля. Однако внимательный читатель заметит, что применение выражений (13), (15), (29) и (31) позволяет это легко сделать.

[ВЛИЯНИЕ СТОИМОСТИ КОНТРОЛЯ НА СТОИМОСТЬ АКЦИЙ В СОСТАВЕ РАЗЛИЧНЫХ ПАКЕТОВ](#) [ЮРИЙ КОЗЫРЬ](#)

частности, в справочнике CONTROL PREMIUM STUDY, издаваемого FACTSET MERGERSTAT.

3. Анализ представленных в настоящей работе данных позволяет сделать вывод о том, что при переходе от одного уровня контроля к другому (при рассмотрении двух различных пакетов акций) на изменение удельной стоимости акций оказывают разнонаправленное влияние изменение объема правомочий, предоставляемого владельцам акций, и изменение количества акций в составе пакета. Например, если при переходе к более крупному пакету права/доля контроля увеличивается на 10%, а общее количество акций в пакете – более чем на 10%, стоимость одной акции в составе более крупного пакета может снизиться, что равносильно скидке (отрицательной премии) за контроль.
4. При использовании предложенной в этой статье методологии необходимо иметь ввиду следующее. Если в процессе оценки применялось не менее двух подходов, один из которых сравнительный (на базе сделок с миноритарными пакетами), то усреднять допускается только промежуточные результаты, полученные в рамках сравнительного подхода (например, использовалось несколько мультипликаторов), либо результаты доходного и затратного подходов. Во всех этих случаях к промежуточным результатам не должны применяться какие-либо скидки или надбавки. Нельзя также усреднять результат сравнительного подхода (полученного на базе сделок с миноритарными пакетами акций) с результатом доходного и/или затратного подходов.
5. Применение предложенной методики позволит более обоснованно рассчитывать скидки/премии за отсутствие/наличие контроля и избегать (в основном) имеющегося до сих пор в этом вопросе волюнтаризма, поскольку:
 - в основу расчетов заложены корректные логические и экономические принципы;
 - оценка стоимости контроля опирается на рыночную оценку данной величины;

- оценка степени контроля учитывает структуру акционерного капитала и базируется на действующем законодательстве об акционерных обществах;
- в расчетах используется корректная математика.

Завершая рассмотрение данного вопроса, автор этих строк считает необходимым сделать несколько замечаний, касающихся рассмотрения стоимости контроля профессором А. Дамодараном [5], [6]. Суть подхода Дамодарана кратко можно свести к следующим формулам:

$$MC_{opt} = MC + p_R \cdot (MC_{opt} - MC), \quad (43)$$

$$CV = MC_{opt} - MC, \quad (44)$$

где, CV – стоимость контроля,

MC_{opt} – стоимость оптимально структурированной компании, MC – стоимость компании при текущем менеджменте,

p_R – вероятность захвата компании сторонними инвесторами и/или начала успешной реорганизации.

Согласно подходу Дамодарана, на рыночной капитализации компании только тогда отражается стоимость контроля, когда существует возможность увеличения ее стоимости. Такая возможность определяется видением потенциала оптимально реструктуризированной стоимости, а также реалистичностью воплощения плана реструктуризации на практике. Учет такой возможности (или возможностей), безусловно, является достоинством подхода Дамодарана.

В то же время, применение подхода Дамодарана к оценке премий за контроль имеет несколько проблем. С одной стороны, подход Дамодарана не учитывает различный объем правомочий владельцев различных пакетов акций. С другой стороны, при реализации подхода Дамодарана к выявлению премий за контроль имеются и технические сложности: во-первых, он довольно трудоемок и несколько умозрителен вследствие необходимости оценки значения оптимально реструктуризированной стоимости; во-вторых, возникают также проблемы с определением вероятности успешной реализации плана реструктуризации. И, наконец, в-третьих, данный подход ограничивает использование сравнительного подхода, а именно тех его методов, которые используют информацию о котировках миноритарных

пакетов акций. Это ограничение обусловлено наличием внутренней цикличности: оценка итоговой стоимости акционерного капитала на основе результатов применения различных подходов возможна лишь при взвешивании однородных величин стоимости — с премиями за контроль или без них; однако, сама величина стоимости контроля на данном этапе еще не известна. Кроме этого, стоит также отметить, что подход Дамодарана не учитывает фактор «перетягивания одеяла на себя» контролирующими акционерами.

Согласно приведенному в настоящей статье подходу, стоимость контроля определяет сам рынок по состоянию «как есть» (т.е. не надо оценивать оптимально реструктуризированную стоимость и вероятность перехода контроля к более эффективным акционерам-управленцам или вероятность успешного плана реструктуризации).

В то же время, подход Дамодарана натолкнул автора на такие мысли. Определение стоимости контроля по формуле (1) неявно предполагает, что результат расчета обычно является положительным, для чего результаты доходного и затратного подходов должны превышать результат сравнительного подхода, полученного на основе котировок миноритарных пакетов акций компаний-аналогов. Но ведь нельзя исключать возможности того, что оцененная по формуле (1) стоимость контроля может оказаться отрицательной. Что это может означать? Не будет ли это означать потерю стоимости от неэффективного управления компанией? Если да, то это именно тот случай, когда для оценки премии за контроль можно попытаться воспользоваться подходом Дамодарана. Однако описанную ситуацию [превышение стоимости компании, оцененную на миноритарном уровне, над ее стоимостью, оцененной на контрольном уровне] можно также интерпретировать и по-другому. Как отмечалось ранее, при возрастании размера пакета вместе с увеличением степени контроля снижается степень ликвидности пакета, поскольку крупные пакеты акций требуют большего времени и сил на их продажу. Другая возможная интерпретация может заключаться в «перегретости» рынка и близости смены рыночной тенденции. И наконец, это также может означать некорректности, допущенные оценщиками при осуществлении оценочных расчетов.

Литература

1. Козырь Ю.В. К вопросу о стоимости контроля. //М. Вопросы оценки №3, 2003.
2. Абрамс Джей Б. Количественная оценка бизнеса. Математический подход для современных профессионалов. Пер. с англ. под ред. Рутгайзера В.М., Школьниковой Ю.В., Шепелева В.Б. Лаборатория Книги, М., 2014. /Abrams J.B. Quantitative Business Valuation. A Mathematical Approach for Today's Professionals. John Wiley&Sons, Inc., 2010./
3. Козлов В.В., Козлова Е.В. Оценка пакетов акций. Часть 2. Логико-математическое моделирование метода АСАК. //М. Вопросы оценки №4, 2003.
4. Диев С.Б. Расчет поправки на степень контроля пакета акций на основе структуры акционерного капитала. //М. Вопросы оценки №4, 2003.
5. Damodaran A. Damodaran on Valuation. John Wiley & Sons, NY, 1994.
6. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. М., изд. Альпина Бизнес Букс, 2004.