

## Оценка долевых интересов при искусственном разделении бизнеса

Ю.В. Козырь, д.э.н.,  
Генеральный директор  
ООО «Копарт»

В процессе оценки бизнеса нередки ситуации, при которых действующий бизнес разделяется на две компании: первая владеет активами (собственник), вторая – операторская компания – арендует эти активы у первой компании и занимается практическим ведением иного (не арендного) бизнеса. В таких случаях, основной проблемой является разделение общего бизнеса на две доли, принадлежащие первой и второй компании. Ниже предпринята попытка схематичного отражения аспектов оценки бизнесов компании-собственника и операторской компании.

Обозначим  $V_p$  – стоимость бизнеса компании-собственника,  $V_o$  – стоимость бизнеса операторской компании,  $CF_o$  – денежные потоки операторской компании, не включающие арендную плату за арендуемые активы и инвестиции в поддержание арендуемых активов,  $L$  – ежепериодная арендная плата за использование активов компании-собственника,  $EC$  – эксплуатационные затраты компании-собственника,  $IP_{min}$  – минимальные инвестиционные затраты в поддержание активов (плановые и косметические ремонты и т.п.). При этих обозначениях будут справедливы следующие выражения:

$$V_o = \sum_{i=1}^k \frac{CF_{oi}}{(1+r)^{i-0,5}} - \sum_{i=1}^k \frac{L_i}{(1+r)^{i-1}} \quad (1)$$

$$V_p = \sum_{i=1}^l \frac{L_i}{(1+r_p)^{i-1}} - \sum_{i=1}^l \frac{EC_i + IP_{min i}}{(1+r_p)^{i-0,5}} \quad (2)$$

где,  $r$  – ставка дисконтирования операционных денежных потоков операторской компании, соответствующая рискам ведения бизнеса этой компании,

$k$  – предполагаемый срок продлеваемой аренды или «срок жизни» операторской компании,

$l$  – оставшийся срок жизни наиболее существенных активов компании-собственника ( $l \geq k$ ),

$r_p$  – ставка дисконтирования операционных денежных потоков компании-собственника, соответствующая рискам ведения бизнеса этой

компании: обычно эту ставку можно принять на уровне чуть выше безрисковой ставки - дополнительная процентная надбавка должна отражать потери от простоев при смене арендаторов (правда, в большинстве случаев эта надбавка может быть близкой к нулю, поскольку, во-первых, практически все договора аренды, заключенные на рыночных условиях, содержат условия, согласно которым при досрочном расторжении договора аренды арендатор платит неустойку, либо предупреждает заранее за 2 мес., что позволяет в большинстве случаев найти за это время другого арендатора; во-вторых, при искусственном разделении бизнеса на две компании никаких простоев, как правило, не возникает).

Как видно из представленных выше выражений, общая стоимость бизнеса компании-владелицы активов и операторской компании с хорошим приближением равна стоимости бизнеса, как если бы компания-собственник самостоятельно вела бизнес компании-оператора без участия последней, либо наоборот – операторская компания продолжала бы вести свой бизнес, но при этом ей принадлежали бы все арендуемые активы.

Если помимо всего компания-собственник имеет иные, не сдаваемые в аренду, активы, стоимость этих активов должна быть дополнительно учтена при расчете ее стоимости. И наконец, если компания-собственник и операторская компания имеют взаимную перекрестную структуру собственности, для расчетов можно воспользоваться специальной, разработанной для таких случаев методикой, применимой в рамках затратного подхода.