

Учет особенностей управленческих возможностей размещенных и голосующих акций при оценке стоимости пакетов акций

И.В. Косорукова

заведующий кафедрой оценочной деятельности, фондового рынка и налогообложения негосударственного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Московский финансово-промышленный университет «Синергия» (МФПУ «Синергия»), доцент, кандидат экономических наук (г. Москва)

М.А. Шуклина

доцент кафедры оценочной деятельности, фондового рынка и налогообложения негосударственного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Московский финансово-промышленный университет «Синергия» (МФПУ «Синергия»), кандидат сельскохозяйственных наук (г. Москва)

Косорукова Ирина Вячеславовна, IKosorukova@mfpa.ru

Проблема оценки пакетов акций акционерного общества рассматривается в отношении стоимости контрольных и миноритарных пакетов акций. Стоимость акций в этих пакетах неодинакова в расчете на одну акцию в одной и той же компании. Это означает, что оценщик должен применять корректировки к стоимости мажоритарных или миноритарных пакетов акций (например скидку за неконтрольный характер в отношении миноритарного пакета либо премию за контроль в отношении контрольного пакета).

Контрольный и неконтрольный (миноритарный) пакеты акций

Контроль в соответствии с Международными стандартами оценки (МСО) [3] – это возможность руководить менеджментом и политикой бизнеса.

Премия за контроль – дополнительная стоимость, отражающая возможность контроля и присущая контрольному пакету, в отличие от миноритарного пакета.

Мажоритарная доля (контрольный пакет) – участие собственника, обеспечивающее более чем 50 процентов голосующих акций в бизнесе.

Мажоритарный контроль – степень контроля, обеспечиваемая мажоритарной долей.

Миноритарная доля (неконтрольный пакет акций) – участие собственника, обеспечивающее менее 50 процентов голосующих акций в бизнесе.

Скидка на недостаточность контроля – сумма или процент, вычитаемые из пропорциональной доли от стоимости 100-процентного пакета в бизнесе с целью показать отсутствие некоторых или всех возможностей контроля.

В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» [2] *акция* – это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Акция удостоверяет обязательственные права участника акционерного общества по отношению к обществу. Акция является именной ценной бумагой. Установленная форма – именная, бездокументарная ценная бумага. Документом, удостоверяющим права, закрепленные акцией, является решение о выпуске ценных бумаг.

Таким образом, акция закрепляет за владельцем имущественные права (право получения дивиденда и части имущества) и неимущественные права (право управления).

Право управления (в зависимости от обладания тем или иным пакетом размещенных голосующих акций) проявляется у акционера в его способности оказывать влияние на принятие решений в обществе (назначение исполнительного органа, отчуждение имущества, утверждение годовых отчетов, распределение прибыли, утверждение бизнес-планов общества, внутренних документов, аудитора, избрание ревизионной комиссии (РК) и т. д.). Эти решения принимаются акционерами на общем собрании акционеров (ОСА) либо делегируются собранием избранному им же совету директоров (СД).

Общее собрание акционеров правомочно состояться (имеет кворум), если в нем приняли участие акционеры, обладающие в совокупности более чем половиной голосов *«размещенных голосующих акций общества»* [1, ст. 58]. То есть, российский законодатель не приемлет абстрактное понятие «пакет акций», а указывает на то, что на собрании должны голосовать (управлять) размещенные голосующие акции.

Акции различаются между собой совокупностью прав. Таким образом, акции могут быть двух категорий – обыкновенные и привилегированные. Привилегированные акции могут подразделяться на типы, предоставляющие в соответствии с уставом акционерного общества различные права их владельцам. Совокупное количество акций всех категорий (типов) и их номинальная стоимость составляют уставный капитал общества. Сколько бы типов привилегированных акций не было определено положениями устава, совокупная номинальная стоимость размещенных привилегированных акций всех типов не должна превышать 25 процентов от уставного капитала общества [1, ст. 25].

Размещенные и голосующие акции

В статье 27 Федерального закона «Об акционерных обществах» законодатель по-

яснил, что размещенные акции – это акции, приобретенные акционерами и составляющие уставный капитал общества.

Приобретенные и выкупленные обществом акции, а также акции общества, право собственности на которые перешло к обществу в случае их неполной оплаты в течение установленного законом срока, являются также размещенными до их погашения.

В соответствии со статьей 72 Федерального закона «Об акционерных обществах», если это предусмотрено уставом, общество вправе приобретать размещенные им акции по решению общего собрания акционеров или по решению совета директоров общества, если в соответствии с уставом общества совету директоров общества принадлежит право принятия такого решения.

Акции, приобретенные обществом, не предоставляют права голоса, они не учитываются при подсчете голосов, по ним не начисляются дивиденды. Такие акции должны быть реализованы по цене не ниже их рыночной стоимости не позднее одного года с даты их приобретения. В противном случае общее собрание акционеров должно принять решение об уменьшении уставного капитала общества путем погашения акций.

Этой же статьей указанного закона предусмотрены ограничения по приобретению и срокам владения этими акциями, в частности, общество не вправе принять решение о приобретении акций, если номинальная стоимость акций общества, находящихся в обращении, составит менее 9 процентов от уставного капитала общества, то есть одновременно общество может держать на счете эмитента (на своем балансе) не более 10 процентов размещенных акций.

«Общество не вправе осуществлять приобретение размещенных им привилегированных акций определенного типа:

- до полной оплаты всего уставного капитала общества;
- если на момент их приобретения общество отвечает признакам несостоятельности (банкротства) в соответствии с правовыми актами Российской Федерации о несостоятельности

(банкротстве) предприятий или указанные признаки появятся в результате приобретения этих акций;

- если на момент их приобретения стоимость чистых активов общества меньше его уставного капитала, резервного фонда и превышения над номинальной стоимостью определенной уставом ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций, владельцы которых обладают преимуществом в очередности выплаты ликвидационной стоимости перед владельцами типов привилегированных акций, подлежащих приобретению, либо станет меньше их размера в результате приобретения акций» [1, ст. 72].

Также в соответствии со статьей 34 Федерального закона «Об акционерных обществах» акции, которые перешли к обществу, не предоставляют право голоса, не учитываются при подсчете голосов, по ним не начисляются дивиденды. В этом случае в течение одного года с момента их приобретения общество обязано принять решение об уменьшении своего уставного капитала или в целях оплаты уставного капитала на основании решения совета директоров общества реализовать приобретенные акции по цене не ниже их рыночной стоимости. В случае если рыночная стоимость акции ниже номинальной стоимости, эти акции должны быть реализованы обществом не ниже их номинальной стоимости. Если акции не будут реализованы, общество обязано принять решение об уменьшении своего уставного капитала путем погашения таких акций.

Таким образом, размещенные акции – это акции, приобретенные акционерами, и акции, перешедшие к обществу из-за неплаты их акционерами и приобретенные обществом.

Голосующей акцией общества в соответствии со статьей 49 Федерального закона «Об акционерных обществах» является обыкновенная акция или привилегированная акция, предоставляющая акционеру – ее владельцу право голоса при решении вопроса, представленного на голосование.

В уставе общества должны быть определены размер дивиденда и (или) стоимость, выплачиваемые при ликвидации общества по привилегированным акциям каждого типа. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость определяются в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости привилегированных акций. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость по привилегированным акциям также считаются определенными, если уставом общества установлен порядок их определения. Владельцы привилегированных акций, по которым не определен размер дивиденда, имеют право на получение дивидендов наравне с владельцами обыкновенных акций.

Уставом общества может быть установлено, что невыплаченный или не полностью выплаченный дивиденд по привилегированным акциям определенного типа, размер которого определен уставом, накапливается и выплачивается не позднее срока, определенного уставом (кумулятивные привилегированные акции). Если уставом такой срок не установлен, привилегированные акции кумулятивными не являются.

Следовательно, права голосующих размещенных акций при оценке их стоимости (в частности, при определении их управленческих возможностей, связанных с правом их голоса на общем собрании акционеров) на определенную дату будут отличаться от прав акций, составляющих объем размещенных акций, определенных в уставном капитале общества (так как часть их, а именно не более 10 процентов, может быть выкуплена обществом и, следовательно, не иметь право голоса). В то же время владельцы привилегированных акций (до 25%) приобретают право голоса при решении всех вопросов, если обязательные дивиденды не выплачены или выплачены не в полном объеме. Этот вопрос рассмотрен в статье 32 Федерального закона «Об акционерных обществах».

Таким образом, если обладатели привилегированных акций в акционерном обществе приобретают права владельцев обыкновенных (голосующих) акций и в обществе есть размещенные неголосующие

акции, выкупленные обществом, то возникает вопрос, каким должен быть размер пакета размещенных голосующих акций, необходимый для применения скидки на недостаточность контроля с целью отразить отсутствие некоторых или всех возможностей соответствующего пакета. Как показано в таблице 1, на дату оценки это будет пакет менее 50 процентов в устав-

ном капитале. Как уже указывалось, в соответствии с МСО мажоритарная доля (контрольный пакет) – участие собственника, обеспечивающее более 50 процентов голосующих акций в бизнесе. При этом 50 процентов голосующих размещенных акций на собрании может быть и в случае владения от 32,6 до 37,51 процента уставного капитала.

Таблица 1

Дополнительные права и обязанности в доле размещенных акций и размещенных голосующих акций

Доля размещенных акций в уставном капитале (минимальный объем прав)	Доля акций среди размещенных голосующих акций при условии выкупа 10 процентов голосующих акций на счет эмитента, %	Доля обыкновенных акций среди размещенных голосующих при условии невыплаты дивидендов по привилегированным акциям (25%), %	Доля обыкновенных акций среди размещенных голосующих при условии невыплаты дивидендов по привилегированным акциям (25%) и выкупе 10 процентов голосующих акций на счет эмитента (максимальный объем прав), %	Дополнительные права и обязанности	
				при минимальных правах	при максимальных правах
1 процент голосующих обыкновен- ных акций	1,11	1,33	1,53	Предъявление иска исполнительному органу или членам совета директоров [1, ст. 71]	Предъявление иска исполнительному органу или членам совета директоров
1,3 процента голосующих акций	1,44	1,73	2,0*	Предъявление иска исполнительному органу или членам совета директоров	Представление кандидатур в СД, РК Внесение вопросов в повестку дня Ознакомление со списком лиц, имеющих право на участие в голосовании на общем собрании акционеров

ОЦЕНКА ВСЕХ ВИДОВ СОБСТВЕННОСТИ

2 процента голосующих акций	2,22	2,66	3,07	Представление кандидатур в СД, РК Внесение вопросов в повестку дня	Подача заявки о предложении кандидатур в СД и РК Внесение предложений в повестку дня годового ОСА
5 процентов голосующих акций	5,55	6,66	7,69	Обязанность уведомления ФСФР России** о приобретении пакета	Обязанность уведомления ФСФР России о приобретении пакета
6,5 процента голосующих акций	7,22	8,67	10,00	Обязанность уведомления ФСФР России о приобретении пакета	Созыв внеочередного ОСА Ознакомление со списком участников собрания Требование проверки финансово-хозяйственной деятельности акционерного общества
10 процентов голосующих акций	11,11	13,33	15,38	Созыв внеочередного ОСА Ознакомление со списком участников собрания Требование проверки финансово-хозяйственной деятельности акционерного общества	Созыв внеочередного ОСА Ознакомление со списком участников собрания Требование проверки финансово-хозяйственной деятельности акционерного общества
13 процентов голосующих акций	14,44	17,33	20,00	Созыв внеочередного ОСА Ознакомление со списком участников собрания Требование проверки финансово-хозяйственной деятельности акционерного общества	Требование предоставления информации об аффилированных лицах
20 процентов голосующих акций	22,22	26,67	30,76	Требование предоставления информации об аффилированных лицах	Проведение повторного собрания и направление добровольного предложения о выкупе 30-процентного пакета акций общества (уже при наличии привилегированных неголосующих акций)

					<p>Запрашивать документы бухгалтерского учета и протоколы исполнительного органа</p> <p>Права, присущие блокирующему пакету акций при привилегированных голосующих акциях</p>
25 процентов голосующих акций	27,77	33,33	38,46	<p>Проведение повторного собрания и направление добровольного предложения о выкупе 30-процентного пакета акций общества</p> <p>Права, присущие блокирующему пакету акций при их выкупе на счет эмитента</p>	<p>Проведение повторного собрания и направление добровольного предложения о выкупе 30-процентного пакета акций общества</p> <p>Блокирование решения общего собрания акционеров по вопросам изменения и дополнения устава и принятия решения об утверждении новой редакции устава, реорганизации, ликвидации общества</p> <p>Определение количества, номинальной стоимости, категории объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями</p> <p>Приобретение обществом размещенных акций</p>
Более 25 процентов голосующих акций	27,78	33,47	38,47	<p>Проведение повторного собрания и направление добровольного предложения о выкупе 30-процентного пакета акций общества</p> <p>Права, присущие блокирующему пакету акций</p>	<p>Проведение повторного собрания и направление обязательного предложения о выкупе 30-процентного пакета акций общества</p> <p>Права, присущие блокирующему пакету акций</p>

ОЦЕНКА ВСЕХ ВИДОВ СОБСТВЕННОСТИ

30 процентов голосующих акций	33,33	40,00	46,15	<p>Проведение повторного собрания и направление обязательного предложения о выкупе 30-процентного пакета акций общества</p> <p>Права, присущие блокирующему пакету акций</p>	Контрольные функции при выкупе акций на счет эмитента и наличии голосующих привилегированных акций
32,60 процента голосующих акций	36,22	43,46	50,15	Контрольные функции при выкупе акций на счет эмитента и наличии голосующих привилегированных акций	Контрольные функции: проведение общего собрания акционеров; принятие решений простым большинством голосов
37,51 процента голосующих акций	41,68	50,01	57,71	Контрольные функции при наличии голосующих привилегированных акций	Контрольные функции: проведение общего собрания акционеров; принятие решений простым большинством голосов
48,76 процента голосующих акций	54,18	65,02	75,02	Контрольные функции при наличии голосующих привилегированных акций	<p>Полный контроль над акционерным обществом</p> <p>Возможность принимать решения об изменении устава, реорганизации и ликвидации акционерного общества</p> <p>Заключение крупных сделок и т. д.</p>
Более 50 процентов голосующих акций	55,56	66,67	76,92	Контрольные функции: проведение общего собрания акционеров; принятие решений простым большинством голосов	<p>Полный контроль над акционерным обществом</p> <p>Возможность принимать решения об изменении устава, реорганизации и ликвидации акционерного общества</p> <p>Заключение крупных сделок и т. д.</p>

61,75 процента голосующих акций	68,61	82,33	95	Контрольные функции: проведение общего собрания акционеров; принятие решений простым большинством голосов	Абсолютный контроль Обязанность выкупа акций, принадлежащих иным лицам в открытом акционерном обществе
75 процентов голосующих акций	83,33	100	–	Полный контроль над акционерным обществом Возможность принимать решения об изменении устава, реорганизации и ликвидации акционерного общества Заключение крупных сделок и т. д.	Абсолютный контроль Обязанность выкупа акций, принадлежащих иным лицам в открытом акционерном обществе

* Жирным шрифтом выделены пороговые значения пакетов акций, при которых возникают дополнительные права.

** ФСФР России – Федеральная служба по финансовым рынкам.

Исходя из результатов анализа (см. табл. 1) скидка на недостаточность контроля должна применяться к пакетам в зависимости от представленной градации. Более четкое соотношение прав соответствующего пакета акций и скидки за недостаточность контроля показано в таблице 2.

Таблица 2

Коэффициенты контроля для акционерных обществ

<i>Коэффициенты контроля в соответствии с исследованиями [7]</i>		<i>Коэффициенты контроля в соответствии с требованиями статьи 58 Федерального закона «Об акционерных обществах» к акциям, имеющим право участия в общем собрании акционеров</i>	
<i>доля акций управляющей компании</i>	<i>коэффициент контроля при переходе от стоимости 100% собственного капитала компании к соответствующему пакету</i>	<i>доля голосующих размещенных акций</i>	<i>коэффициент контроля</i>
75 – 100%	1,0	более 48,76% до 100%	1,0
от 50% + 1 акция до 75% – 1 акция	0,96	более 32,60% до 48,76%	0,96
от 25% + 1 акция до 50%	0,74	более 20% до 32,60%	0,74
10 – 25 %	0,6	более 6,5% до 20 %	0,6
от 1 акции до 10% – 1 акция	0,49	1 акция до 6,5 %	0,49
–	–	дробная акция	менее 0,49

В то же время необходимо помнить, что статья 58 Федерального закона «Об акционерных обществах» также допускает проведение повторного общего собрания акционеров при кворуме не менее 30 процентов голосующих размещенных акций общества, а в отдельных случаях и при менее представительном кворуме.

Следует отметить, что международная практика определения коэффициентов контроля не совсем подходит для России. В нашей стране обыкновенные акции голосуют по принципу «одна акция – один голос». За рубежом, особенно в странах с развитым фондовым рынком, иные принципы голосования. Там даже обыкновенные акции имеют несколько разновидностей, например:

- обыкновенные многоголосые акции в виде акций классов «А» и «Б» (например в США);
- обыкновенные ограниченные акции (предполагают ограничение права голоса);
- учредительские (отсроченные акции), обеспечивающие право дополнительного голоса, но по ним не выплачиваются дивиденды.

Вот почему принятые на Западе способы учета особенностей управленческих возможностей акций требуют корректив при их применении в российских условиях.

Также необходимо вспомнить еще об одной особенности отечественного корпоративного права – наличие института дробной акции. Дробные акции обращаются наравне с целыми акциями [1, ст. 40]. Являясь самостоятельным объектом гражданских прав, дробные акции могут свободно отчуждаться или переходить от одного лица к другому в порядке универсального правопреемства (наследование, реорганизация юридического лица) либо иным способом, поскольку они не изъяты из оборота или не ограничены в обороте.

К сожалению, оценщики не придают этим фактам должного значения. Однако оценка акционерного капитала должна быть соотнесена с функциями собственности, то есть с правом пользования, контроля и распоряжения, характеризующими меру владения.

В связи с этим реальные возможности акции олицетворяют функции «контрольные» и «распорядительные». Стоимость акции прямо зависит от принадлежности к контрольному или малому пакетам акций, определяющей участие в распорядительно-информационной деятельности акционерного общества, реализуемой путем участия в общем собрании акционеров.

Разумно рекомендовать оценщику проводить тщательный анализ акций на предмет наличия дополнительных прав. Результаты такого анализа будут существенно влиять на принятие решений на общем собрании акционеров, и, как следствие – на стоимость оцениваемого пакета акций. Только после такого анализа оценщик сможет установить истинный коэффициент контроля для акций того или иного пакета на конкретный момент времени, а именно на дату оценки.

ЛИТЕРАТУРА И ИНФОРМАЦИОННЫЕ ИСТОЧНИКИ

1. Об акционерных обществах : Федеральный закон от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ (с изм. и доп.).

2. О рынке ценных бумаг : Федеральный закон от 26 ноября 1998 года № 182-ФЗ.

3. Международные стандарты оценки. Восьмое издание. 2007 / пер. с англ. И. Л. Артеменкова, Г. И. Микерина, Н. В. Павлова, А. И. Артеменкова ; под ред. Г. И. Микерина, И. Л. Артеменкова. М. : Саморегулируемая общероссийская организация оценщиков «Российское общество оценщиков», 2008.

4. Ендропова В. Н., Новожилова Т. Н. Рынок ценных бумаг : учебное пособие. М. : Магистр, 2009.

5. Косорукова И. В., Секачев С. А., Шулкина М. А. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса : учебное пособие. М. : Московская финансово-промышленная академия, 2011.

6. Рутгайзер В. М. Оценка стоимости бизнеса : учебное пособие. М. : Маросейка, 2007.

7. Жигло А., Устищенко В., Стекольников А. Расчет поправки за контроль при оценке пакетов акций российских компаний. URL: <http://www.valnet.ru/m7-298.phtml>