

Премия за контроль при слияниях и поглощениях

Одной из актуальных проблем при подготовке к сделке по покупке компании является определение премии за контроль, уплачиваемой продавцу сверх рыночной стоимости объекта продажи. Единого понимания указанной проблемы на сегодняшний день нет. В предлагаемой статье представлен анализ существующих подходов к обоснованию величины премии за контроль, выявлены их преимущества и недостатки, сформулированы рекомендации по решению проблемы, которые могут быть полезными для владельцев компаний и финансовых консультантов.

В последние годы в России наблюдается значительная активизация процессов слияний и поглощений компаний. Создание сложных предпринимательских структур на базе отдельных предприятий получило признание на государственном уровне и стало одним из основополагающих принципов развития стратегических отраслей экономики. Вместе с тем, проблема оценки эффективности подобных преобразований в отечественных условиях изучена крайне слабо, и в этой области все еще остается множество нерешенных вопросов.

Одной из актуальных проблем при подготовке к сделке по покупке компании является определение премии за контроль, уплачиваемой продавцу сверх рыночной стоимости объекта продажи. *Премия за контроль – это имеющее стоимостное выражение преимущество, отражающее дополнительные возможности обладателя контроля над компанией по сравнению с владельцами миноритарных долей в ее капитале.* [1]

Согласно стандартам оценки, обязательным к применению субъектами оценочной деятельности в России, инвестиционная стоимость объекта оценки определяется, исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях. [4] При оценке инвестиционной стоимости компании-цели премия за контроль применяется в качестве надбавки к рыночной стоимости, в случае если ее оценка не отражает преимущества контроля. И хотя зачастую такая премия влияет на эффективность сделки по купле-продаже компаний больше, нежели непосредственная оценка справедливой рыночной стоимости компании-цели, в отечественной практике до сих пор не сложилось единого подхода к решению указанной проблемы.

В зарубежной экономической литературе представлено множество исследований, посвященных проблеме определения премии за контроль. Подавляющее большинство из них основывается на статистических данных по сделкам, заключенным с акциями публичных компаний.¹ В США премии за контроль рассчитываются на основе ежегодно проводимых исследований приобретений

¹ Наиболее авторитетными изданиями, публикующими справочную информацию по размеру премий за контроль в заключенных сделках по корпоративной интеграции, являются Mergerstat Review, Shannon Pratt's Control Premium Study, Bloomberg.

контрольных пакетов акций публичных компаний. Принимающие в них участие компании обязаны сообщать о результатах сделок в Комиссию по ценным бумагам и биржам США, благодаря чему данная информация становится доступной для анализа неограниченному кругу лиц.

В нашей стране изданий, где бы отслеживались рыночные премии за контроль, попросту нет, ввиду: а) относительно небольшого количества сделок с акциями публичных компаний; б) низкого уровня раскрытия информации о сделках; в) использования в отдельных сделках нерыночных способов ценообразования. Вместе с тем ориентироваться на статистику, представленную в зарубежных изданиях, без учета специфики российской экономики, на наш взгляд, методологически неверно.

Результаты исследований американских ученых указывают на относительно стабильное нахождение премий за контроль в диапазоне от 30 до 40%, из чего можно заключить, что а) контрольный пакет акций публичной компании стоит примерно на 30% больше, чем миноритарный; б) если покупатели выплачивают премию, соответствующую указанному диапазону, они совершают разумную сделку. Однако в реальности подобные выводы являются заблуждением, способным подталкивать компании к неэффективным инвестиционным решениям. Дело в том, что большинство сделок по корпоративной интеграции представляют собой приобретения, осуществляемые стратегическими покупателями, преследующими цель извлечь дополнительную прибыль в результате синергии от объединения компаний. И хотя фактически приобретается контроль над компанией, главным, если не единственным, мотивом уплаты премии к рыночной цене является именно ожидание синергии.

Многочисленные исследования эффективности слияний и поглощений указывают на то, что более 50% сделок не принесли покупателям адекватной отдачи на инвестиции. Таким образом, в большинстве случаев уплаченные премии оказались для покупателей неоправданными. При этом некоторые покупатели платят премии, намного превышающие 40%, и достигают успешных инвестиционных результатов. Этот факт подкрепляет точку зрения, что *инвестиционная стоимость компании (учитывающая размер возможной синергии от интеграции) варьируется для каждого покупателя в зависимости от величины синергетических эффектов, которые для каждой сделки уникальны.*

Таблица 1. Уровни стоимости участия в капитале предпринимательской организации

Уровень стоимости участия в капитале компании	Фактор роста стоимости	Корректировки к стоимости
Уровень 3: Инвестиционная стоимость контрольного участия в капитале публичной компании	Синергия	Премия за наличие синергии
Уровень 2: Рыночная стоимость контрольного участия в капитале публичной компании	Контроль	Премия за контроль (доступ к управлению)
Уровень 1: Рыночная (биржевая) стоимость миноритарного участия в капитале публичной компании	Ликвидность (публичность)	– // – // –
Уровень 0: Рыночная стоимость миноритарного участия в капитале частной компании	– // – // –	Скидка за недостаток ликвидности

В таблице 1 представлена характеристика различных уровней стоимости участия в капитале компании, основанная на положениях интегрированной теории оценки стоимости бизнеса. [2] Согласно этой теории, премия за контроль зависит исключительно от пользы, которую покупатель способен извлечь из контроля над компанией, и никакие “среднерыночные” данные не могут служить основанием для ее расчета. Иными словами, сами права контроля над компанией ничего не стоят, если они не позволяют увеличивать благосостояние собственников – причем делать это лучше, нежели текущий менеджмент компании делает это в интересах действующих акционеров.

Таким образом, мнение о том, что контроль над компанией имеет абсолютную ценность независимо от результатов его использования, является ошибочным. В то же время применимость скидок за неконтрольный характер участия в капитале компании не оспаривается.

В настоящее время в России действует постановление Правительства РФ от 31 мая 2002 г. № 369. “Об утверждении правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного и муниципального имущества” (далее Правила). Согласно Правилам коэффициент контроля определяется в соответствии со значениями, указанными в таблице 2. [3]

Таблица 2. Взаимосвязь размера приобретаемой доли и коэффициента контроля

Количество акций (доля в уставном капитале)	Коэффициент контроля	Скидка за неконтрольный характер: $S = 1 - 1 \div (1 + P)$	Премия за контроль (P)
от 75% до 100%	1.00	-	66.7%
от 50% + 1 акция до 75% - 1 акция	0.90	10.0%	50.0%
от 25% + 1 акция до 50%	0.80	20.0%	33.3%
от 10% до 25%	0.70	30.0%	16.7%
от 1 акция до 10% - 1 акция	0.60	40.0%	-

На основании значений, указанных в таблице, определяется размер скидки, применяемой к пакетам акций государственных предприятий, реализуемым с приватизационных аукционов. Скидка за неконтрольный характер, которую можно рассматривать как производную от премии за контроль, - величина, на которую уменьшается пропорциональная оцениваемому пакету доля в общей стоимости предприятия.

Если предположить, что пакет, составляющий менее 10% уставного капитала компании-цели, не требует выплаты премии, то в соответствии с Правилами премия за контроль для пакета в размере 75% составит 66.7%. Очевидно, что указанное значение устроит далеко не каждого инвестора, будь то даже стратегический покупатель, рассчитывающий на получение существенной синергии. В конечном итоге, каждый рубль премии, уплачиваемый сверх рыночной стоимости компании-цели, уменьшает прибыль от приобретения и как следствие снижает эффективность сделки для покупателя (см. рис.1).

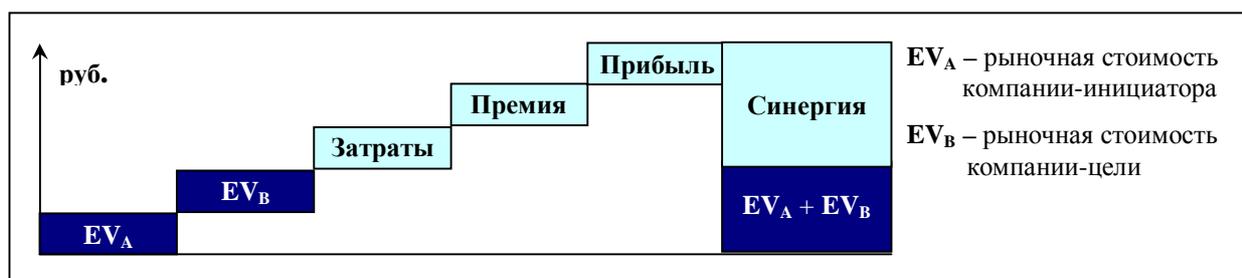


Рис. 1. Слагаемые инвестиционной стоимости объединенной компании

Приобретение компании является эффективным для компании-покупателя только в том случае, когда суммарная величина синергии от сделки превышает премию, уплаченную сверх рыночной стоимости компании-цели.

Таким образом, при обосновании величины премии за контроль, запрашиваемой продавцом, необходимо в первую очередь руководствоваться оценкой возможных выгод от сделки. Рассмотрим основные переменные, влияющие на величину синергии:

1. *Величина синергии (SG_i)* должна быть количественно определена в прогнозе чистого денежного потока компании, включающего оценки прироста доходов (ΔS), а также экономии на расходах (ΔC), налоге на прибыль (ΔT), инвестициях в оборотный капитал (ΔNWC) и основные средства ($\Delta Capex$):

$$SG_i = \Delta FCFE = \Delta S - \Delta C - \Delta T - \Delta NWC - \Delta Capex.$$

2. *Вероятность достижения синергии.* Наличие синергии предполагает достижение различных выгод от интеграции компаний, характеризующихся разной вероятностью наступления. Расчет вероятности различных сценариев (оптимистичный, реалистичный, пессимистичный) экспертным путем позволяет измерить диапазон возможных результатов, при этом позиция компании-покупателя должна быть по возможности консервативной.

3. *Время получения выгод.* Несмотря на то, что сделка по приобретению компании заключается в определенный момент времени, выгоды от интеграции (SG) могут быть реализованы за годы, следующие за сделкой. Для того чтобы выплата премии за контроль (CP) имела смысл, она должна быть меньше, чем приведенная стоимость синергетического эффекта от сделки ($V_{synergy}$):

$$CP < V_{synergy} = \sum_{i=1}^n \frac{SG_i}{(1+r)^i} = SG_0 + \frac{SG_1}{(1+r)} + \frac{SG_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{SG_n}{(1+r)^n}.$$

Чем дальше в будущем реализуются выгоды интеграции - тем ниже их текущая стоимость, и чем выше ставка дисконтирования (r), используемая для приведения синергий к текущей стоимости - тем сложнее оправдать высокую премию. С другой стороны, следует помнить, что чем выше премия за контроль, тем больше будет давление на объединенную компанию, направленное на достижение высоких темпов роста в будущем, чтобы оправдать затраты на интеграцию.

Список литературы:

1. Пратт Ш. П. Оценка бизнеса. Скидки и премии / Шеннон П. Пратт; перевод с англ. А. А. Пауткина. – М.: Квинто-менеджмент, 2005. – 392 с
2. Z. Christopher Mercer, Valuing Enterprise and Shareholder Cash Flows: The Integrated Theory of Business Valuation. Peabody Publishing, 2004. (Кристофер Мерсер. Оценка стоимости предприятия и денежный поток для акционеров: интегрированная теория оценки стоимости бизнеса).
3. Постановление Правительства РФ от 31 мая 2002 г. № 369. “Об утверждении правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного и муниципального имущества”
4. Постановление Правительства РФ от 6 июля 2001 г. № 519. “Об утверждении стандартов оценки”