

УДК 336.763 (470)

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ОПЦИОНОВ ЭМИТЕНТА В РФ

Н.Б. Глушкова

Тверской государственной университет, г. Тверь

Рассмотрены понятие и отличия опционов (колл) в российской и зарубежной практике и намечены возможности расширения их использования в РФ.

Ключевые слова: *опцион, опцион-колл, опцион эмитента, опцион как выпуск прав, права акционеров, применение опционов в Российской и зарубежной практике*

В целях привлечения наиболее дешевых источников финансирования инвестиционных проектов, поддержания доходности и ликвидности, управления рисками компании предпринимают разнообразные действия с собственными эмиссионными ценными бумагами. Например, повышают ликвидность дополнительного выпуска акций, что обеспечивает возможность их более быстрого и полного размещения среди инвесторов, предпринимают меры по повышению рыночного курса ранее выпущенных ценных бумаг, размещают опционы эмитента и другие.

Рассмотрим достаточно известный и распространенный в зарубежной практике фондовый инструмент, не нашедший пока широкого признания среди акционеров и инвесторов в Российской Федерации – опцион эмитента, получивший название за рубежом – **выпуск прав** (rights issue, preemptive right).

В западной практике выпуск прав реализуется путем размещения эмитентом кратковременного **опциона колл** - на покупку дополнительных акций, выпущенных компанией для всех своих акционеров на пропорциональной основе. То есть при реализации таких прав акционер может купить акции нового выпуска в размере, пропорциональном фактической стоимости его доли в капитале корпорации. Мотивация этого действия связана, прежде всего, с защитой существующих акционеров – держателей акций. Это также сохраняет их долю в уставном капитале компании, и защищает крупных инвесторов от «размывания» их пакетов («dilution»).

Конструкция зарубежного опциона колл реализуется в РФ через опцион эмитента. **Опцион эмитента** – это разновидность производных ценных бумаг, которая закрепляет обязательство эмитента продать определенное количество акций нового выпуска по определенной цене в определенный момент в будущем. Приобретатель опциона получает право купить акции в будущем по заранее фиксированному в опционе курсу. Согласно Федеральному закону от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ «О

рынке ценных бумаг» [1.] **опцион эмитента** - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и/или при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента. Опционы эмитента не имеют номинальной стоимости. Опцион может быть выпущен только акционерным обществом и предоставлять права только на приобретение акций самого эмитента, которые на момент выпуска еще не выпущены.

Несмотря на то, что в России уже почти десять лет существует нормативная база [1;2] для выпуска опционов эмитента, практика их размещения до сих пор не получила распространения. Официальные данные о выпуске компаниями опционов эмитента отсутствуют в силу конфиденциальности подобной информации. Поэтому судить о незначительных масштабах операций с опционами можно лишь на основании данных об общих объемах торгов с производными инструментами, к которым относится опцион, на фондовой бирже. Согласно данным официального сайта Московской биржи, торги с производными инструментами характеризовались данными, приведенными в таблице №1.

Т а б л и ц а 1
Объемы торгов с фьючерсами и опционами
на Московской бирже [3]*

Объемы торгов						
	Текущее значение			Предыдущее закрытие		
	Объем торгов (USD)	Объем торгов (контр.)	Число сделок	Объем торгов (USD)	Объем торгов (контр.)	Число сделок
Фьючерсы	6 436 395 150	5 471 523	677 430	8 834 063 160	7 378 757	848 869
Опционы	720 196 292	309 380	19 931	1 391 338 801	589 382	32 416

*данные приведены на 28.02.2014

Из таблицы видно, что сделок с опционами совершается в 26 раз меньше, чем с фьючерсами и в 12,5 раз меньше по числу заключенных контрактов. Также несопоставимы данные по числу сделок с основными ценными бумагами, например, с акциями. По данным сайта Московской биржи только с акциями Сбербанка РФ совершено за одну торговую сессию в 3 раза больше сделок, чем со всеми опционами. Однако в их число, разумеется, не входят опционы эмитента, так как они не обращаются на вторичном рынке и могут быть реализованы только самой компанией.

В России о внедрении опционных программ заявили немногие компании – Вымпелком, РАО ЕЭС, Татнефть, СИТРОНИКС», «Русгидро», «Полиметалл», «МТС» и другие. Реакция рынка была разной: например, высказанные некоторое время назад намерения

руководства РАО ЕЭС ввести опционную программу были восприняты крайне негативно[4].

Согласно Российскому законодательству [2] акционеры общества имеют преимущественное право приобретения размещаемых посредством открытой подписки дополнительных акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции (опционов эмитента), в количестве, пропорциональном количеству принадлежащих им акций этой категории (типа).

Владение разными количествами акций в процентном отношении от величины оплаченного уставного капитала акционерного общества предоставляет российским инвесторам различные права. Объем прав акционеров представлен в таблице 2.

Таблица 2

Объем прав акционеров

Доля акционера в уставном капитале АО	Права, которыми наделяется акционер
1%	Ознакомление с реестром АО
10%	Требование созыва внеочередного общего собрания акционеров, ознакомление со списком его участников, требование проверки финансово-хозяйственной деятельности АО
25% +1 акция	Блокирование решения общего собрания по вопросам изменения устава, реорганизации и ликвидации общества, заключения крупных сделок
30% + 1 акция	На проведение нового общего собрания акционеров АО
50% + 1 акция	На проведение общего собрания акционеров, принятие необходимых решений на общем собрании акционеров (за исключением внесения изменений в Устав и реорганизации АО)
75% + 1 акция	На полный контроль над акционерным обществом, то есть возможность принимать решения об изменении Устава АО, об реорганизации и ликвидации АО, то есть любые вопросы компетенции общего собрания
100%	Единоличное управление АО

Следует обратить внимание на то, что Федеральный закон «Об акционерных обществах» [2] по-разному трактует порядок осуществления преимущественного права путем закрытой подписки и открытой подписки. В случае открытой подписки **все** акционеры имеют преимущественное право приобретения дополнительных акций. В случае закрытой подписки **только** акционеры, голосовавшие **«против»** или не принимавшие участия в голосовании, имеют такое право. Если же закрытая подписка осуществляется **только среди акционеров**, то это положение не действует, и все акционеры имеют возможность приобрести целое число размещаемых акций и иных эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, пропорционально количеству принадлежащих им акций, соответствующей категории (типа). В этом

последнем случае **преимущественное право** имеет тот же результат, что и **выпуск прав** на зарубежных рынках – владелец пакета акций приобретает долю нового выпуска пропорционально величине его пакета.

Лица, имеющие преимущественное право приобретения дополнительных акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, должны быть уведомлены о возможности осуществления ими такого права. Это уведомление может быть осуществлено либо прямой рассылкой, либо размещено в средствах массовой информации, если это оформлено решением собрания акционеров.

Совершенно очевидно, что далеко не все акционеры вовремя могут ознакомиться со сведениями о количестве размещаемых акций, порядке определения цены размещения и том количестве ценных бумаг, на которые они имеют право преимущественного приобретения. В результате не все акционеры смогут в нужный срок подать заявление о приобретении акций и, учитывая, что срок действия преимущественного права 45 дней, потеряют свою долю акций в уставном капитале акционерного общества, т. е. произойдет «размывание» их доли.

Безусловно, как это видно из таблицы №1, особенно остро стоит вопрос «размыва» капитала для держателей блокирующего (25%+1 акция) и более крупных пакетов. Однако процесс размывания актуален не только для мажоритарных акционеров, но и для миноритариев.

Для потенциальных владельцев опцион эмитента представляется наиболее защищенной схемой, поскольку эмитент осуществляет государственную регистрацию эмиссии. Кроме того, опцион эмитента предоставляет владельцу право на покупку реального актива — акций эмитента. Таким образом, опцион эмитента может являться привлекательным инструментом, как для потенциальных инвесторов, так и для эмитента, который получает возможность привлечь на определенный период дополнительные средства без процентных выплат, а также без размывания доли имеющихся акционеров.

При этом важно грамотно построить финансовую политику, чтобы, собрав новые средства, заработать по ним ту же норму прибыли, что и по дополнительным. Объявляя о выпуске прав, необходимо убедить акционеров, что акционерное общество в состоянии обеспечивать такую же дивидендную доходность по новым акциям, как и по старым. С точки зрения баланса это будет означать, что увеличивается уставный капитал за счет средств, полученных от акционеров, т. е. усиливаются позиции баланса по кредитоспособности данного акционерного общества.

Вместе с тем нельзя не учитывать и реакции рынка. Рассматривая выпуск прав с точки зрения рынка, можно сделать вывод, что акционерное общество нуждается в средствах, и для него невозможно или нежелательно получить эти средства с долгового рынка или путем открытой эмиссии акций. Скорее всего, в результате курс акций упадет при объявлении выпуска прав по льготной цене акций.

Фундаментальной причиной, почему цены падают при объявлении выпуска прав, является то, что далеко не все инвесторы уверены, что акционерное общество достигнет желаемого уровня прибыли на вновь привлеченный капитал, и доходность вложения в данное акционерное общество останется на прежнем уровне.

Рассмотрим разные примеры реализации прав на преимущественную покупку акций нового выпуска. Для его реализации компания может осуществить выпуск прав. Компания обращается к акционерам, имеющим определенный пакет акций, с предложением купить акции нового выпуска по курсу ниже рыночного или по рыночному курсу. Другими словами, компания предлагает краткосрочный опцион на покупку акций нового выпуска. Например, акционер владеет пятью акциями компании, рыночный курс которых 200 рублей, и ему предлагается одно право на покупку акций по курсу 180 рублей. Какова будет стоимость акций после выпуска прав (СП1).

$$СП1 = (200 \times 5 + 180 \times 1) / 6 = 196,7 \text{ (руб.)}$$

В нашем примере цена акций после выпуска прав будет 196,7 руб. Таким образом, если акционер не воспользуется выпуском прав, то он потеряет свою долю в уставном капитале корпорации и 16,5 (3,3 x 5) рублей на своем пакете акций.

Рассмотрим другой пример. Акционеру другой компании предложили условия покупки четырех прав на одну акцию. Рыночная цена акции 400 рублей, предлагается покупка права по цене размещения 360 долларов. Он хочет продать права или акции после реализации прав, и поэтому должен определить цену права. Рассчитаем стоимость акций после выпуска прав:

$$СП1 = (400 \times 1 + 360 \times 4) / 5 = 368 \text{ (руб.)}$$

Поскольку цена акции будет 368 рублей, а приобрести акции он может по 360 рублей, цена одного права будет 8 рублей, а доход всего пакета – 40 руб.

Из приведенных примеров видно, что не всегда для акционера приобретение прав будет иметь одинаковую выгоду.

Кроме того, существенным сдерживающим фактором выпуска прав для привлечения эмитентом корпоративного капитала в РФ являются законодательные ограничения на выпуск опционов. Количество акций, право на приобретение которых предоставляют опционы эмитента, не может превышать 5 процентов акций этой категории (типа) [2], размещенных на дату представления документов для государственной регистрации выпуска опционов эмитента. То есть использование выпуска прав (опционов эмитента) для привлечения эмитентом дополнительного капитала весьма ограничены – 5%!

Совершенно очевидно, что должны быть иные стимулы для эмитентов и акционеров для более широкого использования опционов эмитента в российской практике. Здесь можно обратиться к зарубежной практике.

В отличие от российской практики в зарубежных компаниях используется краткосрочный опцион эмитента, который называется

выпуском прав. Опцион эмитента несколько отличается от классического опциона. Так, опцион эмитента может быть только одного типа – “колл” (call option), т.е. дает право владельцу купить акции. А также может предусматривать, кроме конкретного срока, обстоятельства, при наступлении которых владелец опциона эмитента имеет право на покупку определенного количества акций эмитента такого опциона.

Возможность проведения выпуска прав должна быть, как правило, оговорена в уставе акционерного общества. Однако скидки при приобретении акций новых выпусков действующим акционерам не всегда предоставляются. Например, в США выпуск прав осуществляется на условиях, когда акционеру не предоставляется никаких ценовых преимуществ. При этом в уставе ряда корпораций оговаривается возможность или невозможность преимущественной покупки акций нового выпуска для существующих акционеров. Например, в корпорации «Дженерал Моторс» закреплена невозможность преимущественной покупки. Напротив, в Великобритании выпуск прав почти всегда означает, что компания предложит дополнительные акции со скидкой к преобладающей рыночной цене до объявления о выпуске прав.

В РФ цена размещения опционов не может быть меньше номинальной стоимости акций, в которые они конвертируются, и определяется советом директоров, исходя из их рыночной стоимости. Она может быть ниже цены размещения дополнительных акций иным лицам, но не более, чем на 10%.

В зарубежной практике опционы используются существенно шире, чем в РФ. В частности, опционы широко используются для стимулирования эффективной работы менеджмента компании. Работник компании часть своего жалования может получить опционом на акции своей компании. Это означает, что он приобретает право в течение определённого срока (как правило, это несколько лет) купить акции компании по заранее оговорённой в опционе цене – обычно она близка к рыночной цене этих акций на момент выдачи опциона. Таким образом, если акции в течение означенного срока вырастут в цене, скажем, со 100 до 200 рублей, то работник получит неплохую прибавку к зарплате: он сможет тогда реализовать свой опцион, то есть купить акции по цене 100 рублей – и тут же продать их на рынке по 200.

Подобная же схема используется большинством компаний, заключающих с менеджментом опционные контракты на покупку акций компании в будущем по определенной цене. Когда же наступает момент исполнения опциона, компанией производятся расчеты, т.е. в случае, если цена на акции на рынке оказалась выше цены исполнения в контракте, менеджеру выплачивается разница, составляющая его вознаграждение. Таким образом, выпуск прав в зарубежной практике используют также для хеджирования (страхования) или спекуляций на бирже. В то время как в РФ у опционов эмитента, выдаваемых частными акционерными обществами сотрудникам, нет вторичного рынка.

Опцион эмитента в настоящее время широко применяется на практике как стимулирующее средство для высшего менеджмента публичных компаний – топ-менеджеры получают опционы эмитента в виде премии, монетизировать которую возможно только в случае повышения рыночной цены акций компании. Программы долгосрочного вознаграждения особенно актуальны для компаний, планирующих проводить IPO, поскольку наличие такой программы положительно оценивается как инвесторами, для которых ее наличие служит свидетельством высокого уровня мотивации руководителей компании, так и самими руководителями, получающими значительный доход от роста курса акций после выхода компании на биржу. Поскольку успешное развитие компании значительно влияет на стоимость ее акций, такой подход позволяет совместить мотивационный эффект от материальной выгоды, получаемой руководителями – участниками программы благодаря приросту стоимости акций компании, со сближением их интересов с интересами акционеров компании за счет участия руководителей в акционерном капитале. Однако использование выпуска прав в данном аспекте также имеет свои недостатки. Дело в том, что интересы собственников бизнеса и топ-менеджеров, извлекающих наибольшую прибыль от исполнения опционов, зачастую не совпадают. Так, в ряде случаев члены советов директоров вступали в сговор с сотрудниками компании, и, пользуясь своими правами, принимали решения об опционах для менеджеров, а от акционеров эта информация утаивалась.

Злоупотребления возможны и со стороны самих владельцев опционов. Некоторые руководители намеренно искажают финансовую отчетность, и в результате исполнение опционов сопровождается получением необоснованно огромных вознаграждений, не связанных с реальными показателями. Ставший уже почти хрестоматийным пример банкротства американской компании Enron показывает, как опасно безоглядно доверять менеджерам. Напомним, что в период с 1990 по 2001 гг. рыночная капитализация этого монстра поднялась с 3,5 до 55 млрд. долл. Если бы акционеры только могли представить, что рекордные результаты были достигнуты вовсе не благодаря кропотливой работе по управлению активами, а за счет изыскных финансовых махинаций и манипулирования с оффшорными компаниями.

Очевидно, что возможности использования опциона эмитента существенно выше, нежели они сейчас реализуются в РФ. Также как и в отечественных фирмах не исключены опционные скандалы. Но снизить риски можно. Для этого основные акционеры должны объединить свои усилия, и установить жесткий контроль за деятельностью высшего руководства.

Список литературы

1. О рынке ценных бумаг: федеральный закон от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ - URL : <http://www.Garant.ru>.

2. Об акционерных обществах: федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ - URL : <http://www.Garant.ru>.
3. Сайт Московской Биржи – URL: <http://rts.micex.ru/ru/derivatives/>
4. Сергей Егишянц, Опционы эмитента– URL: http://forexaw.com/TERMs/Exchange_Economy/Financial_instruments/Stock/

USE OF THE ISSUER'S OPTIONS IN RUSSIA

N.B. Glushkova

Tver State University, Tver

The article analyses the definition and the differences in options (call) in Russian and international practice; describes the possibilities of their extension in Russia.

Keywords: option, option-call, the issuer's option, option as an issue of rights, shareholders' rights, the application of options in Russian and international practice

Об авторе:

ГЛУШКОВА Наталья Борисовна – кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов Тверского государственного университета, (170000, ул. Желябова, 33), e-mail: eco_fic@mail.ru

About the author:

GLUSHKOVA Natal'ja Borisovna – Philosophy Doctor in Economics, Associate Professor, Department of Finance, Tver State university, e-mail: eco_fic@mail.ru

References

1. О рынке ценных бумаг: федеральный закон от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ - URL : <http://www.Garant.ru>.
2. Об акционерных обществах: федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ - URL : <http://www.Garant.ru>.
3. Сайт Московской Биржи – URL: <http://rts.micex.ru/ru/derivatives/>
4. Sergej Egishjanc, Опционы эмитента– URL: http://forexaw.com/TERMs/Exchange_Economy/Financial_instruments/Stock/
- 5.