

## **Тема 10. ВТОРИЧНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ КАК ПРЕДСТАВИТЕЛИ ФИКТИВНОГО КАПИТАЛА**

- 10.1. Понятие, причины возникновения и виды вторичных ценных бумаг.
- 10.2. Основные характеристики фондовых варрантов.
- 10.3. Характеристика подписных прав.
- 10.4. Понятие и виды депозитарных расписок. Институт депозитарных расписок в Республике Беларусь.

### **10.1. Понятие, причины возникновения и виды вторичных ценных бумаг**

**Вторичные ценные бумаги** - представители фиктивного капитала или ценные бумаги, выражающие имущественные права на основные ценные бумаги как представители действительного капитала.

Причины появления вторичных ценных бумаг можно разделить на две группы. Первая - это наличие у владельцев основных ценных бумаг прав, которые могут иметь самостоятельную форму существования, которая позволяет эффективнее реализовывать соответствующие имущественные права.

Вторая - это повышение качества существующих основных ценных бумаг путем выпуска на их основе ценных бумаг более привлекательных для рынка, чем исходные ценные бумаги. Речь идет о повышении ликвидности основной ценной бумаги или, например, о снижении некоторых важных для определенных групп ее владельцев рисков, свойственных этой бумаге.

В данном контексте вторичные ценные бумаги могут представлять собой:

- самостоятельно обращающиеся права;
- вторичные закладные;
- вторичные облигации;
- вторичные акции.

В ряде случаев покупка (продажа) тех или иных основных ценных бумаг, преимущественно акций и облигаций, может иметь важное значение для эмитента или владельца с точки зрения задач, стоящих перед первым, или соблюдения прав второго.

Эмитент может желать продать на рынке один вид своих ценных бумаг, например простые акции. Выпустив облигации с правом владельца облигации на покупку через какой-то отрезок времени акций данного эмитента, последний находит компромисс между своими интересами и интересами рынка.

Акционеры, как правило, имеют право на первоочередное приобретение новых выпусков акций своей компании. Реализация этого права с помощью выпуска специальной ценной бумаги является самым удобным механизмом выполнения этого права и для акционеров общества, и для его инвесторов.

Основными видами вторичных ценных бумаг, предоставляющих права на приобретение основных ценных бумаг, являются:

- фондовые варранты;
- подписные права;
- депозитарные расписки.

## **10.2. Основные характеристики фондовых варрантов**

Кроме варранта как составной части двойного складского свидетельства в мировой практике существует другая разновидность варрантов, которая называется фондовыми варрантами.

**Фондовый варрант** - это вторичная ценная бумага, которая дает ее владельцу право на покупку определенного числа акций (облигаций) компании в течение установленного периода времени по фиксированной цене.

Выпуск фондовых варрантов осуществляется под акции или облигации, которые должны быть выпущены в обращение, но в течение всего срока существования варрантов отсутствуют на рынке и появляются лишь по мере обмена варрантов на акции или облигации.

*Характеристики фондовых варрантов.*

1. Выпускаются в качестве бесплатного приложения при продаже привилегированных акций или облигаций.

2. Срок существования фондового варранта 10-20 лет или неограничен.

3. Ценность для владельца состоит в возможности получения дифференциального дохода в виде разницы между будущей ценой акции и ценой, зафиксированной в варранте, которая обычно превышает текущий рыночный курс акции компании на 15-20 %. Она может быть неизменной в течение всего срока существования варранта или периодически повышаться, например каждые 5 лет, на заданный процент.

4. Наличие «внутренней» и «временной» стоимости.

«Внутренняя» стоимость - текущая цена, которая определяется как разница между рыночной ценой акции и ценой, фиксированной в варранте.

«Временная» стоимость - цена, учитывающая срок окончания варранта, в которой отражаются перспективы или ожидания относительно динамики рыночной цены акции в будущем.

5. Погашаются путем обмена на ценные бумаги или выкупа у владельцев. Если исполняется варрант акций, то увеличивается общее число обращающихся акций данной компании, что приводит к снижению прибыли на акцию и цены акции. При исполнении варранта облигаций компания увеличивает размеры своей задолженности вследствие выпуска дополнительного числа облигаций.

Поскольку сам эмитент определяет условия выпуска своих ценных бумаг, то условия варранта могут предусматривать обмен варранта как на облигацию, вместе с которой он был эмитирован, или на иную облигацию. В качестве разновидностей данных бумаг в мировой практике эмитируются варранты, по которым предусматривается начисление процентов; варранты, дающие право приобрести облигацию в валюте, отличной от валюты

облигации, с которой они были выпущены. Кроме того, варрант может быть эмитирован самостоятельно без привязки к облигации. Варрант акций может быть привлекательным в связи с тем, что в случае существенного роста курса акций, он дает возможность приобрести ее по более низкой цене.

По своему экономическому содержанию фондовый варрант представляет собой опционный контракт на покупку соответствующей ценной бумаги. Тем не менее эти ценные бумаги имеют свои особенности.

*Основные отличия фондового варранта от опциона на покупку* состоят в следующем:

- 1) варрант - ценная бумага, которая эмитируется компанией, а опцион - срочный контракт;
- 2) количество варрантов ограничено размерами эмиссии ценных бумаг, а количество опционов определяется потребностями рынка;
- 3) варрант выпускается на длительный срок, а опцион - краткосрочный контракт;
- 4) при выпуске варрантов величина капитала компании увеличивается в ходе реализации варрантов, а опцион не имеет отношения к капиталу организации;
- 5) варранты выпускаются первоначальным владельцам бесплатно, а владелец опциона уплачивает премию.

### **10.3. Характеристика подписных прав**

Как правило, акционеры имеют преимущественное и льготное право подписки на вновь выпускаемые ценные бумаги компании. Один из возможных механизмов реализации такого права - это выпуск подписных прав.

**Подписное право** - вторичная ценная бумага, которая дает преимущественное и льготное право акционерам компании подписаться на определенное количество вновь выпускаемых акций или облигаций этой компании по установленной цене подписки в течение установленного срока.

В зависимости от количества вновь выпускаемых акций по отношению к числу уже имеющихся устанавливается пропорция, в которой одна новая акция обменивается на определенное количество подписных прав. Каждый акционер получает число подписных прав в соответствии с тем количеством акций, которыми он располагает. Период льготной подписки длится обычно несколько недель.

*Основные различия между фондовым варрантом и подписным правом:*

- 1) первые получают покупатели новых выпусков привилегированных акций и облигаций; вторые - акционеры компании;
- 2) первые выпускаются на длительный срок, вторые - на короткий срок (2-3 недели);
- 3) цена подписки первых превышает рыночную стоимость акции в моменты выпуска варранта, а цена подписки вторых ниже текущей рыночной стоимости акций.

В целях противодействия нежелательным для компании поглощениям или слияниям могут выпускаться подписные права с длительным сроком действия, что делает очень сложным и дорогим скупку акций компании.

С экономических позиций подписное право логичнее назвать подписным варрантом или подписным фондовым варрантом. У этих ценных бумаг одинаковая суть, состоящая в праве покупки акции по фиксированной цене в фиксированные сроки. Их различия сводятся лишь к уровню фиксируемой цены относительно рыночной цены акции и к сроку существования ценной бумаги. Из этих различий вытекает и разный подход к определению их теоретических цен. Поскольку при расчете цены подписного права рыночная цена акции всегда известна, постольку исходная разница в ценах может быть легко определена.

Для варранта будущая рыночная цена акции неизвестна и подлежит оценке, поэтому определение его собственной цены представляет собой вероятностный процесс, вариантом которого и являются современные модели опционного ценообразования.

Для подписного права характерен расчет:

- 1) количества новых акций, на которые имеет право подписаться акционер;
- 2) цены подписного права, которая рассчитывается по-разному в зависимости от того, когда приобретается: в период распространения подписного права или после окончания периода получения подписного права.

#### **10.4. Понятие и виды депозитарных расписок. Институт депозитарных расписок в Республике Беларусь**

Появление вторичных ценных бумаг, основанных на акциях, связано с выходом национальных ценных бумаг за пределы своей страны. В случае когда инвестор желает приобрести акции компании, расположенной в другой стране, но не может осуществить это непосредственно, существует способ предоставить ему такую возможность путем выпуска так называемых депозитарных расписок.

**Депозитарная расписка** (депозитарное свидетельство, депозитарная квитанция) - вторичная (производная) ценная бумага, свидетельствующая о владении определенным количеством акций иностранной компании депонированных (находящихся на хранении) в стране нахождения этой компании, кругооборот которой осуществляется в другой стране (странах).

Депозитарные расписки предоставляют их владельцам, проживающим в одной стране, возможность непрямого владения акциями компаний других стран. Выпуск депозитарных расписок нередко имеет своей целью обойти ограничения на прямое владение иностранными резидентами акциями национальных компаний.

**Механизм выпуска депозитарных расписок.**

Банк-посредник в стране нахождения компании депонирует (на имя своего филиала) определенное количество ее акций, которое изымается из обращения в данной стране и хранится в качестве основы (залога) для выпуска депозитарных расписок, но уже в другой стране.

Владение депозитарной распиской заменяет приобретение ценных бумаг. Смысл депозитарной расписки заключается в упрощении процедур приобретения и осуществления прав по иностранным ценным бумагам. Владелец депозитарной расписки становится «квазиакционером» компании.

*Привлекательные качества депозитарных расписок для инвестора:*

1) покупка ценных бумаг с более высоким уровнем доходности, чем акции отечественных компаний;

2) минимизация рисков по сравнению с прямой покупкой иностранных акций;

3) возможности выхода на рынок другой страны при отсутствии достаточных знаний иностранных фондовых рынков, их особенностей;

4) отсутствие необходимости конвертации получаемых дивидендов и связанного с этим валютного риска.

**Виды депозитарных расписок:**

- американские депозитарные расписки (ADR) - ценные бумаги, которые основываются на акциях неамериканских компаний, желающих зарегистрироваться на какой-либо бирже США и исторически являются первым видом депозитарных расписок.

- европейские депозитарные расписки (EDR) - ценные бумаги, которые обращаются на европейских рынках и обычно проходят листинг на Лондонской фондовой бирже или бирже Люксембурга;

- глобальные депозитарные расписки (GDR) - ценные бумаги, которые одновременно обращаются на двух и более рынках.

Депозитарные расписки в зависимости от инициатора их выпуска подразделяются на неспонсируемые и спонсируемые. Инициатором выпуска спонсируемых расписок всегда является эмитент акций, выпуск неспонсируемых расписок может инициировать миноритарный акционер или группа акционеров. Обращение неспонсируемых расписок осуществляется, как правило, на внебиржевом рынке. Неспонсируемые расписки, хотя и имеют облегченную процедуру выпуска, не имеют права обращаться на организованных фондовых рынках, а поэтому не представляют особого интереса.

Основным нормативным документом, регламентирующим выпуск иностранных депозитарных расписок в Республике Беларусь, является Указ Президента «О вопросах эмиссии и обращения акций с использованием иностранных депозитарных расписок».

В силу ряда организационных и правовых барьеров белорусские компании не могут напрямую выходить со своими акциями на зарубежные рынки. Это является одним из сдерживающих факторов для привлечения инвестиций в акционерный капитал. Акции с использованием депозитарных расписок, которые выпускаются и торгуются за рубежом, позволят устранить

этот барьер.

**Иностранная депозитарная расписка (ИДР)** - это ценная бумага, удостоверяющая право собственности или иное вещное право на определенное количество акций открытого акционерного общества - резидента Республики Беларусь, эмитированная эмитентом иностранных депозитарных расписок в соответствии с законодательством иностранного государства, погашение которой осуществляется путем обмена на определенное количество акций эмитента акций, право собственности или иное вещное право на которые удостоверяется ИДР, и (или) выплаты денежных средств, полученных от продажи таких акций, и (или) иными способами, предусмотренными условиями эмиссии иностранных депозитарных расписок.

В соответствии с Указом ОАО вправе:

- осуществлять эмиссию акций дополнительного выпуска, размещаемых с использованием ИДР;
- принимать общим собранием акционеров решение о приобретении АО акций собственной эмиссии в целях их последующей передачи иностранному или международному юридическому лицу, эмитирующему иностранные расписки, для продажи с использованием ИДР;
- приобретать акции у акционеров в соответствии с законодательством о хозяйственных обществах при принятии общим собранием акционеров решения о приобретении АО акций собственной эмиссии и передавать их эмитенту ИДР для продажи с использованием ИДР.

#### **Механизм выпуска и размещения ИДР.**

Эмитент акций и эмитент ИДР должны подписать депозитарное соглашение. В нем определяются правовые и экономические основы выпуска, права и обязанности эмитентов (акций и ИДР) и владельцев ИДР, количество акций, включенных в одну ИДР, и другие условия. Как правило, ИДР выпускает иностранная компания в соответствии с законодательством государства, на территории которого она находится. Обычно это авторитетные инвестиционные банки, имеющие выход на международные финансовые рынки, например The Bank of New York, Deutsche Bank, CitiBank. Они выступают посредниками между эмитентом акций (отечественным ОАО) и владельцами ИДР и являются юридическими собственниками акций, выпущенных с использованием ИДР.

До подписания соглашения эмитенту акций необходимо проанализировать базу потенциальных инвесторов, чтобы определить страну и условия выпуска ИДР. Собрание акционеров ОАО должно принять решение о дополнительном выпуске акций с использованием ИДР или о приобретении ОАО акций собственной эмиссии у акционеров в целях их передачи эмитенту ИДР для продажи. Выпуск акций, размещенных с использованием ИДР, должен пройти государственную регистрацию. Эмитент ИДР открывает счет «Депозит» в депозитарии и зачисляет на него акции.

За рубежом в соответствии с законодательством страны выпуска вместо

белорусских акций эмитируются и размещаются ИДР на переданные акции. В последующем эмитент акций предоставляет в орган по ценным бумагам Республики Беларусь копию проспекта эмиссии ИДР по законодательству иностранного государства.

На иностранном рынке ценных бумаг ИДР приобретают инвесторы, а средства перечисляются эмитенту акций, т. е. белорусскому ОАО. В дальнейшем ИДР могут обращаться на вторичном рынке ценных бумаг в иностранном государстве.

Схематично процедура выпуска и размещения акций с использованием ИДР в Республике Беларусь представлена на рис. 10.1.

**Условия выпуска ИДР в Республике Беларусь:**

- 1) эмитентами выступают только ОАО;
- 2) доля акций, размещенных с использованием ИДР, не должна превышать 25 % в общем объеме уставного фонда эмитента;
- 3) коммерческим банкам и компаниям, которые являются участниками банковского холдинга или владеют 5 % и более акций банка, запрещен выпуск акций с использованием ИДР;
- 4) запрещен выпуск ИДР государственными организациями;
- 5) выпуск ИДР осуществляется с разрешения президента.

**Критерии, которым должны соответствовать ОАО, планирующие привлекать инвестиции с использованием ИДР:**

- 1) безубыточное финансовое состояние;
- 2) высокие показатели экономической эффективности;
- 3) наличие финансовой отчетности по МСФО;
- 4) наличие системы менеджмента качества;
- 5) наличие корпоративного управления в соответствии с международными стандартами.