

## Лекция 9. Права, варранты, депозитарные расписки

### 9.1. Преимущественные права

По своей роли ценные бумаги делятся на **основные** (акции и облигации), **вспомогательные** (чеки, векселя, сертификаты и др.) и **производные**, удостоверяющие право на покупку и продажу основных ценных бумаг (варранты, опционы, финансовые фьючерсы, преимущественные права приобретения).

В большинстве стран у владельцев обыкновенных акций имеется в наличии такая производная ценная бумага, как **преимущественное право** на приобретение дополнительных акций нового выпуска. Обычно владение одной акцией дает одно право. Для того, чтобы реализовать эту привилегию, владельцам обыкновенных акций рассылаются уведомления о том, что у них имеется право приобрести дополнительные обыкновенные акции пропорционально числу имеющихся у них акций. В уведомлении указывается число прав, которыми обладает акционер, срок действия права, цена реализации права, т.е. по какой цене он может приобрести дополнительные акции нового выпуска.

Например, компания, разместившая 1 млн. обыкновенных акций, предполагает выпустить в обращение еще 200 тыс. акций. Компания рассылает акционерам уведомление, в котором она предлагает им приобрести одну дополнительную акцию на каждые пять акций, имеющихся у акционера, в период с 1 по 30 июня 2006 года по цене 2000 тенге за каждую акцию нового выпуска. При этом предусмотрено, что права будут учитываться, т.е. по ним можно будет приобрести дополнительные акции по подписной цене, в период с 1 по 4 июля 2006 года.

Экономический интерес инвестора в реализации имеющихся у него прав заключается том, что он покупает дополнительные акции по подписной цене, которая, как правило, ниже рыночной цены обращающихся акций на 10-20%. Например, если рыночная цена акций составляет 2500 тенге, то акционер при использовании своих прав получает выигрыш в размере 500 тенге на каждой новой приобретенной акции.

В период функционирования прав необходимо различать два этапа (таблица 9.1).

Таблица 9.1

Этапы функционирования прав	Примеры	Приложение
<b>Период со дня объявления о приобретении владельцами обыкновенных акций определенного количества прав до дня их учета.</b> В нашем примере этот период составляет 30 дней – с 1 по 30 июня 2006 г. В данный отрезок времени акции продаются с правами, и привилегию на получение новых акций имеют те акционеры, которые будут учтены в реестре на 30 июня.	Рассмотрим, как определяется цена прав на 1 этапе. В течение данного периода акции продаются с правами. Если инвестор 12 июня 2006 года приобрел 5 акций с правами по рыночной цене, заплатив за них 12500 тенге (2500 х 5), а затем реализовал имеющиеся 5 прав и купил одну акцию по подписной цене 2000 тенге, то общая стоимость приобретенных 6 акций составила: 12500 + 2000 = 14500 тенге. Средняя цена всех купленных им акций равна 2416 тенге (14500 : 6). Таким образом, средняя цена покупки одной акции с использованием прав обойдется инвестору дешевле, чем приобретение акции по рыночной цене. Теоретически цена права в период, когда акции продаются с правами, равна разнице между рыночной ценой акции и средней ценой акций, приобретенных с использованием прав. В нашем примере цена права равна 84 тенге (2500 - 2416).	В РК согласно закона «Об акционерных обществах», АО, имеющее намерение разместить акции или другие ценные бумаги, конвертируемые в обыкновенные акции, обязано за 30 дней до их продажи путем письменного уведомления или публикации в печати предложить свои акционерам приобрести ценные бумаги на равных условиях пропорционально имеющимся у них акциям. Акционер, владеющий обыкновенными акциями, имеет право преимущественной покупки простых акций или других ценных бумаг, конвертируемых в простые акции общества, а акционер, владеющий привилегированными акциями общества, имеет право преимущественной покупки привилегированных акций общества.
<b>Период учета прав.</b> В рассматриваемом примере всего 4 дня - с 1 по 4 июля 2006 г. Если в этот период владелец акций продал их, то права на приобретение дополнительных акций сохраняются за ним. Это сказывается на цене акций.	На 2 этапе, когда начинается учет прав и акции продаются без передачи покупателям прав на приобретение новых акций по подписной цене, рыночная стоимость обращающихся акций снижается. Это обусловлено разведением капитала за счет новой эмиссии и уменьшением стоимости активов в расчете на одну акцию. Если в рассматриваемом примере предположить, что рыночная стоимость активов до учета прав составляла 2,5 млрд.тенге (2500 х 1млн. акций). После учета прав, когда будут реализованы дополнительные 200 000 акций по подписной цене 2000 тенге, компания привлечет дополнительные финансовые ресурсы на сумму 400 млн. тенге (2000 х 200 тыс. акций). Таким образом, общая стоимость активов составит 2,9 млрд. тенге (2,5 млрд. тенге + 400 млн. тенге), а число размещенных акций – 1,2 млн. шт. (1 млн. + 200 тыс.). Балансовая стоимость одной акции будет равна 2416,6 тенге (2,9 млрд. тенге : 1,2 млн. шт.акций).	Как правило, цена акций после учета прав снижается на цену одного права. В течение периода с 1 по 4 июля 2006 года происходит улаживание расчетов по оплате дополнительных акций по подписной цене. В данный отрезок времени акции продаются без прав, но в определенных случаях права можно приобрести отдельно.

Цену права можно определить по формуле:

$$r = \frac{Pa - Pna}{N + 1} \quad (9.1)$$

где Pa – рыночная цена акций;

Pna – подписная цена;

N – число прав, необходимых для приобретения одной дополнительной акции.

В нашем примере цена права равна 83, 333 тенге или примерно 84 тенге:

$$Pr = \frac{2500 - 2000}{5 + 1}$$

В период улаживания расчетов по приобретению дополнительных акций цена права (P'r) определяется по формуле:

$$P'r = \frac{P'a - Pna}{N} \quad (9.2)$$

где P'a – рыночная цена акций, продаваемых без прав;

Pna – подписная цена;

N – число прав, необходимых для приобретения одной акции.

Если в рассматриваемом примере рыночная цена акций без прав снизилась до 2 416 тенге, то цена права остается без изменения и составит 84 тенге. Однако рынок по-разному реагирует на продажу акций без прав. Рыночная цена может совпасть с теоретической ценой акции без прав (в нашем примере – 2416 тенге), а может быть выше или ниже ее, в зависимости от рыночной конъюнктуры. Если в нашем примере рыночная цена акций без прав составит 2480 тенге, то цена права будет равна 96 тенге (2480 – 2000/ 5).

В мировой практике права на приобретение дополнительных акций выпускаются в двух формах:

- **в наличной форме.** В этом случае акционер, внесенный в реестр на определенную дату, получает сертификат, в котором указано число имеющихся у него прав. Права, выпущенные в наличной форме, могут быть именными или предъявительскими ценными бумагами.

- **в безналичной форме.** В этом случае акционер или получает уведомление (извещение) о наличии у него прав на приобретение дополнительных акций, или дается информационное сообщение в открытой печати. Права, выпущенные в безналичной (бездокumentарной) форме являются только именными.

Владелец прав может производить с ними следующие операции:

- реализовать их полностью или частично, т.е. купить дополнительное число акций по подписной цене;  
- продать права целиком или частично, чтобы получить денежные средства;  
- купить недостающие права для приобретения дополнительных акций. Если условиями выпуска предусмотрено, что на 10 обращающихся акций можно купить 1 дополнительную акцию, а у акционера на руках только 8 акций, то, для того чтобы реализовать имеющиеся права, у него есть две возможности:

1) купить по рыночной цене еще две акции с правами и получить возможность приобрести одну дополнительную акцию по подписной цене;

2) купить недостающие два права, добавить к имеющимся и реализовать их путем приобретения одной дополнительной акции по подписной цене;

- купить, а затем продать права с целью извлечения прибыли от разницы в цене прав.

## 9.2. Варранты

Варранты по механизму действия и по своему экономическому содержанию весьма близки к правам. **Варрант** – это ценная бумага, дающая ее владельцу право приобрести в течение установленного периода времени определенное число обыкновенных акций по заранее фиксированной цене.

Отличие варранта от права заключается в периоде действия. Если право- это краткосрочная ценная бумага, которая функционирует на рынке 3-4 недели, то варрант действует в течение 3-5 и более лет.

Варранты выпускаются вместе с облигациями и акциями, с тем чтобы сделать ценные бумаги более привлекательными для инвесторов. Варрант выпускается как самостоятельная ценная бумага и может продаваться и покупаться отдельно от облигации или акции, к которой он прилагается.

Обычно варрант дает право на приобретение дополнительных акций. Однако в ряде случаев варрант позволяет получить другие ценности: облигации по льготной цене, золото и др.

Вследствие того, что варрант дает возможность приобрести дополнительные ценности по стоимости ниже рыночной, он имеет свою цену. Цена варранта состоит из двух компонентов: скрытой и временной цены (таблица 9.2).

Таблица 9.2.

Цена и переоценка варранта	Сущность	Примеры	Примечание
<b>Скрытая цена</b>	Это разность между рыночной ценой обычных акций и исполнительной ценой, по которой эти акции можно приобрести на основании варранта.	Один варрант дает право приобрести одну обыкновенную акцию. Рыночная цена акции равна 2500 тенге. Исполнительная цена варранта равна 2000 тенге. Следовательно, скрытая цена варранта составляет 2500 – 2000= 500 тенге.	Варрант не имеет скрытой цены, если его исполнительная цена выше рыночной цены стоящих за ним обыкновенных акций.
<b>Временная цена</b>	Это разница между будущей рыночной ценой акции, которая может возрасти вследствие	Если предположить, что в будущем цена акции возрастет до 3500 тенге, то временная цена варранта составляет: 3500	Временная цена варранта снижается по мере приближения конца срока его действия, так как уменьшаются

	успешного развития данной компании, и ее существующей рыночной ценой.	– 2500 = 1000 тенге.	спекулятивные ожидания роста курсовой стоимости акций. По истечении срока действия варрант теряет всякую ценность.
<b>Переоценка варранта</b>	Под переоценкой варрантов понимается разница между стоимостью акций, приобретенных по исполнительной цене с учетом затрат на покупку варрантов и рыночной ценой акций. Величина переоценки ( $S_n$ ) определяется следующим образом: $S_n = P_u + P_v - P_a,$ где $P_u$ – исполнительная цена; $P_v$ – цена приобретения варранта; $P_a$ – рыночная цена акций.	Например, в начальный момент времени цена акций составила 2000 тенге, исполнительная цена равна 3000 тенге и цена самого варранта – 500 тенге. В этом случае переоценка варранта составляет: $(3000 + 500 - 2000) = 1500$ тенге. В момент времени, когда рыночная цена акций достигнет 5000 тенге, переоценка варранта равна $(3000 + 2000 - 5000)$ , т.е. нулю.	Варрант по сравнению с акцией обладает большим спекулятивным потенциалом, что привлекает к нему внимание участников фондового рынка. Как мы выяснили ранее, цена варранта меняется одновременно с изменением цены акций. При этом величина прироста цены варранта обычно равна сумме изменения цены акций. Вследствие этого доходность операций с варрантами значительно выше, чем по акциям.

Таким образом, цена варранта ( $P_v$ ) определяется по формуле:

$$P_v = P_c + P_{vr} \quad (9.3)$$

где  $P_c$  – скрытая цена варранта;  
 $P_{vr}$  – временная цена варранта.

В нашем примере цена варранта составит:  $500 + 1000 = 1500$  тенге. Если инвестор приобретет варрант за 1500 тенге, а впоследствии купит акцию по исполнительной цене в размере 2000 тенге, то общие затраты на покупку акции составят:  $1500 + 2000 = 3500$  тенге, т.е. столько, сколько стоит эта акция на рынке. Фактическая цена варранта колеблется около его теоретической цены в зависимости от спроса и предложения, а также от других факторов.

При принятии инвестиционных решений о целесообразности покупки варрантов необходимо учитывать их переоценку (таблица 9.2).

**Пример.** Цена варранта равна 500 тенге, исполнительная цена – 2000 тенге, рыночная цена акций – 2500 тенге. Через год рыночная цена акции возросла до 3500 тенге, т.е. увеличилась на 1000 тенге. В этом случае цена варранта повысится по крайней мере до его скрытой цены, т.е.  $3500 - 2000 = 1500$  тенге. Прирост цены варранта за данный период составил:  $1500 - 500 = 1000$  тенге. Таким образом, цена акции возросла до 1000 тенге и цена варранта тоже увеличилась на 1000 тенге. Определим доходность по этим ценным бумагам как отношение прироста цен к начальной стоимости этих бумаг.

Доходность по акциям составила 40%  $(1000/2500 \times 100)$ , а доходность по варранту – 200%  $(1000/500 \times 100)$ .

Поэтому операции с варрантами являются высокодоходными, но одновременно и рискованными. При обратной ситуации, когда происходит падение курсовой стоимости акций, цена варранта соответственно снижается. При одинаковом абсолютном снижении цен процентный убыток по варранту будет значительно больше, чем по акциям. Если в рассмотренном выше примере инвестор приобрел варрант за 500 тенге при рыночной цене акций 2500 тенге и исполнительной цене, равной 2000 тенге, а через год цена акций упала до уровня исполнительной цены и в дальнейшем не ожидается роста курсовой стоимости акций, то цена варранта будет равна 0. в данной ситуации потери инвестора составили 500 тенге. Если он покупал акцию за 2500 тенге, а затем продаст ее за 2000 тенге, то он потеряет 20% своего капитала. Владелец же варранта потеряет все свой капитал.

Высокая доходность (значительная убыточность) операций с варрантами – это главное свойство варрана, которое получило название «эффект рычага». Для характеристики эффекта рычага рассчитывают специальный коэффициент ( $\mathcal{E}_p$ ) по формуле:

$$\mathcal{E}_p = \frac{P_a}{P_v} \quad (9.4)$$

где  $P_a$  – рыночная цена обыкновенных акций;  
 $P_v$  – рыночная цена варранта.

Операции с варрантами совершаются с целью:

- извлечения высокого дохода за счет эффекта рычага;
- создания условий для приобретения в будущем акций по фиксированной цене;
- снижения риска при формировании контрольного пакета акций;
- получения дополнительного дохода за счет разницы в ценах акции и варранта и использования этих средств на финансовом рынке до момента приобретения дополнительных акций.

### 9.3 Депозитарные расписки

**Депозитарная расписка** – это свободно обращающаяся на фондовом рынке производная ценная бумага на акции иностранной компании, депонированные в крупном депозитарном банке, который выпустил расписки в форме сертификатов или в бездокументарной форме. В мировой практике различают два вида депозитарных расписок: американские депозитарные расписки (АДР) и глобальные депозитарные расписки (ГДР) (таблица 9.3).

АДР, в свою очередь, делятся на спонсируемые и неспонсируемые (таблица 9.4).

**Таблица 9.4.**

Виды АДР	Сущность	Примечание
Неспонсируемые АДР	Выпускаются по инициативе крупного акционера или группы акционеров, владеющих значительным числом акций компании.	<b>Преимущества выпуска:</b> относительная простота их выпуска, так как требованием Комиссии по биржам и ценным бумагам США к акциям, против которых выпускаются неспонсируемые АДР заключается лишь в предоставлении ей пакета документов, подтверждающих полное соответствие деятельности компании эмитента и ее акций законодательству, действующему в стране эмитента. <b>Недостатки выпуска:</b> недостатком неспонсируемых АДР является то, что торговать ими можно только на внебиржевом рынке. Данные АДР не допускаются к торговле на биржах и в система НАСДАК.
Спонсируемые АДР	Выпускаются по инициативе эмитента. Таким же путем организуется и выпуск ГДР.	Для спонсируемых АДР существует 3 уровня программ: <b>Первый уровень:</b> допускается выпуск расписок лишь против уже находящихся во вторичном обращении акций. Необходимым условием является соответствие бумаг эмитента законодательству страны эмитента. Торговля АДР первого уровня осуществляется на внебиржевом рынке. <b>Второй уровень:</b> допускается выпуск расписок лишь против уже находящихся во вторичном обращении акций. Необходимым условием является требование о предоставлении в Комиссию по ценным бумагам США финансовой отчетности эмитента по стандартам, принятым в США, т.е. ко второму уровню допускаются эмитенты, которые могут более полно, чем того требует законодательство их страны, раскрыть информацию о своей деятельности. АДР второго уровня могут быть включены в листинг НАСДАК, Нью-Йоркской и Американской фондовых бирж. <b>Третий уровень:</b> позволяет выпускать расписки на акции, которые только проходят первичное размещение. Достижение третьего уровня АДР означает хороший шанс для получения прямых инвестиций в твердой валюте. АДР третьего уровня делятся на распространяемые по публичной подписке и на ограниченные АДР, которые разрешено размещать лишь среди ограниченного круга инвесторов.

**Организация выпуска АДР.** Организация выпуска депозитарных расписок представляет собой комплекс взаимосвязанных процедур юридического, экономического и организационного характера, связанных с выходом акций развивающихся стран на зарубежные фондовые рынки. Схема выпуска спонсируемых АДР третьего уровня представлена на рисунке 9.1.

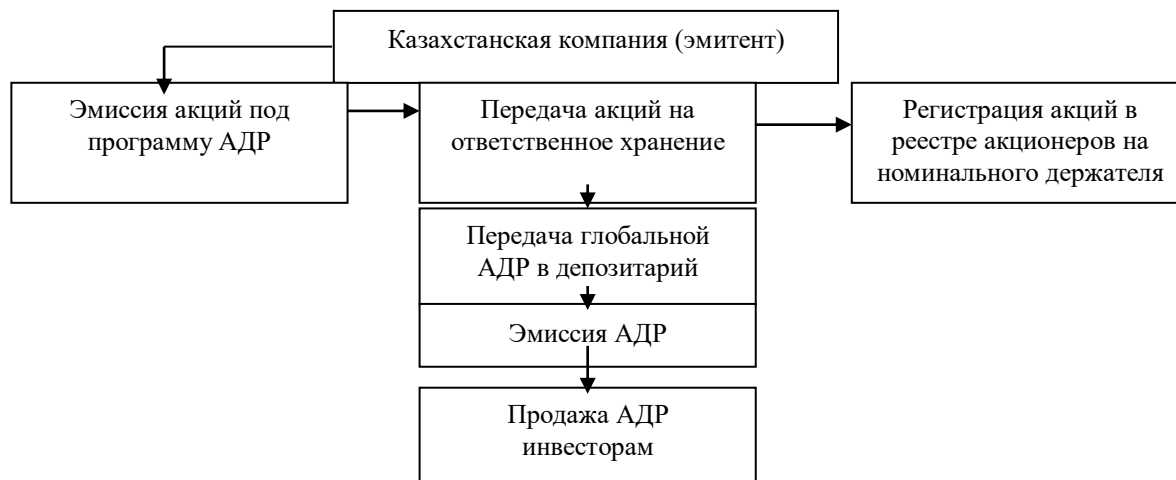


Рисунок 9.1. Организация выпуска АДР

#### Этапы выпуска АДР:

1. Между АО и депозитарием подписывается депозитарный договор, в котором фиксируются все условия выпуска АДР и функции каждой стороны;
2. Под выпуск АДР компания осуществляет эмиссию акций, которые передает на ответственное хранение банку-кастодиану или непосредственно депозитарию, который впоследствии будет выпускать АДР;
3. Акции, находящиеся на ответственном хранении, регистрируются в реестре акционеров на имя ответственного хранителя, который в данном случае является номинальным держателем этих акций, т.е. он держит акции от своего имени, не являясь собственником этих ценных бумаг;
4. На общее количество находящихся на ответственном хранении акций депозитарий получает глобальную АДР, на основании которой выпускаются депозитарные расписки, предназначенные для продажи инвесторам.