

7. Банковское дело. Организация деятельности коммерческого банка: учебник для бакалавров / Г.Н.Белоглазова и др.; под ред. Г.Н. Белоглазовой, Л.П. Кроливецкой .- М.: Издательство Юрайт, 2014.

8. Деньги, кредит, банки : учеб. / под ред. О. И. Лаврушина. М. : КНОРУС, 2014.

9. Просроченные кредиты: ещё не кризис [Электронный ресурс]. URL: <http://expert.ru/2016/01/29/prosrochennyie-kredityi-esche-ne-krizis/> (дата обращения: 03.06.18).

## **ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ОПЦИОНОВ КАК ИНСТРУМЕНТОВ ОТЛОЖЕННЫХ РАСЧЕТОВ ПРИ ОСУЩЕСТВЛЕНИИ СДЕЛОК В СФЕРЕ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ**

**С. А. Варыгин**

*Саратовский социально-экономический институт (филиал)  
РЭУ им. Г. В. Плеханова, Россия  
E-mail: sergvar2014@yandex.ru*

В статье формулирован комплекс рекомендаций по совершенствованию использования внебиржевых опционов в качестве инструментов финансирования сделок в сфере слияний и поглощений. Высокая степень зависимости внебиржевых опционов от расчетных условий конкретной сделки, существенным образом отличающая их от классических биржевых опционов, побудила автора дать ряд рекомендаций прикладного характера, направленных на расширение финансовых возможностей российских компаний по совершению сделок на национальном рынке слияний и поглощений.

Для расширения практики использования внебиржевых опционов в качестве инструментов отложенных расчетов на российском рынке слияний и поглощений даны следующие рекомендации: создать единый реестр внебиржевых опционов на национальном уровне; разработать единые правила оценки выполнения расчетных условий внебиржевых опционов; создать систему расчета теоретической стоимости внебиржевых опционов, а также систему индикативного котирования внебиржевых опционов.

## **USING OPTIONS AS TOOLS OF DEFERRED SETTLEMENTS IN MERGERS AND ACQUISITIONS TRANSACTIONS**

**S. A. Varygin**

The article formulates a set of recommendations for improving the use of OTC options as instruments for financing transactions in the field of mergers and acquisitions. The high degree of dependence of over-the-counter options on the settlement conditions of a specific transaction, which significantly differentiates them from classical stock options, prompted the author to make a series of recommendations of an applied nature aimed at expanding the financial capabilities of Russian companies to enter into transactions in the national mergers and acquisitions market.

To extend the practice of using over-the-counter options as deferred settlement instruments in the Russian M & A market, the following recommendations are given: to create a single register of over-the-counter options at the national level; to develop unified rules for evaluating the fulfillment of the settlement conditions of OTC options; create a system for calculating the theoretical value of OTC options, and system of indicative quoting of OTC options.

В настоящее время подавляющее большинство сделок на национальном рынке слияний и поглощений структурировано очень просто: сама сделка подразумевает всего один этап, в том числе и один этап расчетов, причем временной интервал между получением контроля над поглощаемым активом и полным проведением расчетов в рамках заключенной сделки минимален.

В значительной степени простая структура подобных сделок обусловлена недостаточным уровнем развития инструментария их финансирования [1], прежде всего, финансового инструментария проведения отложенных расчетов по ним. В сфере слияний и поглощений понятие отложенных расчетов подразумевает, что одна часть расчетов за поглощаемый актив (компанию) производится сразу после получения контроля над ней, а другая часть – через заранее определенный сторонами сделки период времени при обязательном соблюдении так называемых «расчетных условий». На практике в качестве таких условий могут использоваться самые разнообразные количественные показатели, однако чаще всего отложенные расчеты осуществляются либо при достижении поглощенной компанией определенных финансовых результатов (по выручке, EBITDA или чистой прибыли), либо при увеличении ее доли рынка (в натуральном или стоимостном выражении) [2].

Необходимо акцентировать внимание на том, что участники сделок по слияниям и поглощениям заинтересованы в появлении на российском рынке стандартизированных инструментов отложенных расчетов. Компаниям-покупателям применение этих инструментов значительно упрощает процесс финансирования подобных сделок и позволяет более реалистично оценивать поглощаемые компании. Для компаний, выступающих в качестве продающей стороны в таких сделках, применение отложенных расчетов интересно тем, что при сохранении высоких темпов роста бизнеса они получают возможность продать его дороже по сравнению с одномоментной схемой расчетов.

В международной практике наибольшее распространение в качестве инструмента отложенных расчетов получили опционы, дающие их владельцу (покупателю опциона, в качестве которого традиционно выступает продающая сторона) право потребовать его исполнения от продавца подобного опциона (покупающей стороны) или добровольно отказаться от его исполнения в течение срока действия опциона [3; с. 163, 172, 188]. В силу специфичности сделок, совершаемых на рынке слияний и поглощений, и огромного разнообразия расчетных условий в данной сфере широкое распространение получили внебиржевые опционы, отличительной особенностью которых является то, что они являются жестко зависимыми от расчетных условий конкретной сделки, что объективно обуславливает их отличия от классических биржевых опционов.

Дело в том, что для подавляющего большинства биржевых опционов характерна определенная зависимость от изменения стоимости базового актива, они являются стандартизированными, их обращение осуществляется строго в соответствии с требованиями организаторов торгов, а исполнение таких опционов гарантируется непосредственно организатором торгов (иными словами, по биржевым опционам фактически отсутствует риск неисполнения обязательств контрагентом по сделке). Как правило, биржевые опционы используются или в

качестве инструментов хеджирования рисков, или для совершения высокодоходных операций [4].

Величина дохода, полученного по биржевым опционам, зависит исключительно от масштабов изменения стоимости базового актива. Стоимость внебиржевых опционов, используемых в сфере слияний и поглощений в международной практике, зависит от степени выполнения расчетных условий, причем в зависимости от условий отдельно взятой сделки информация об этом может появляться не регулярно, а с определенной периодичностью (например, если расчетным условием является достижение определенного уровня EBITDA, то актуальная информация о величине данного показателя будет появляться ежемесячно (в управленческой отчетности) и ежеквартально (в официально публикуемой отчетности)). Специфической особенностью внебиржевых опционов, применяемых в сфере слияний и поглощений, является фиксированный характер получаемого дохода: выплата по ним производится только при их полном выполнении, причем сразу в полном объеме (принцип «все или ничего»). Тем не менее, несмотря на все существующие отличия между традиционными биржевыми опционами и внебиржевыми опционами, применяемыми в сфере слияний и поглощений, общие принципы функционирования опционного рынка остаются для них едиными [5, 6].

Поэтому мы видим необходимость в разработке рекомендаций, способствующих распространению внебиржевых опционов как средства отложенных расчетов на национальном рынке слияний и поглощений. И в качестве первой рекомендации, мы предлагаем **создание единого реестра подобных опционов на национальном уровне**.

Одним из ключевых рисков, характерных для внебиржевых опционов, является риск неисполнения своих обязательств контрагентом (риск неисполнения обязательств продавцом опциона), т.к. для покупателя опцион является правом, а не обязанностью. На практике неисполнение обязательств продавцом внебиржевого опциона возможно по целому ряду причин, при этом возможности владельца опциона добиться исполнения продавцом опциона своих обязательств в судебном порядке существенно ограничены, потому что российская судебная практика в этом отношении находится в начальной стадии формирования. Ситуация значительно осложняется в том случае, если продавец опциона начинает оспаривать платеж по нему или вообще отказывается признавать подобное обязательство [7].

В связи с этим мы считаем целесообразным создание на национальном уровне единого реестра внебиржевых опционов, чтобы включенные в него опционы фиксировали права и обязанности обеих сторон опционной сделки.

По нашему мнению, формирование подобного реестра должно осуществляться по совместной инициативе покупателя и продавца опциона. Полагаем, что для включения внебиржевого опциона в единый национальный реестр достаточно следующего комплекта документов: 1) заявление на включение опциона в данный реестр, подаваемой одной из сторон опционной сделки; 2) согласие второй стороны сделки на включение внебиржевого опциона в данный реестр; 3) спецификация по внебиржевому опциону или иные аналогичные по своей су-

ти документы.

По нашему мнению, сканированные копии указанного пакета документов должны направляться по электронной почте, а оригиналы (в бумажном виде) – экспресс-почтой в адрес структуры, несущей ответственность за ведение этого реестра, например, Центральный банк Российской Федерации, на официальном сайте которого, вполне возможно размещение национального реестра внебиржевых опционов.

Второй мерой, направленной на использование опционов как инструментов отложенных расчетов на рынке слияний и поглощений, мы предлагаем **разработку единых правил оценки выполнения расчетных условий опционов**, включающих в себя следующие разделы: 1) терминологический раздел (четкая и однозначная трактовка основных терминов, которые используются в расчетных условиях по опционам); 2) методический раздел (подробная методика расчета показателей, количественные значения которых фигурируют в расчетных условиях по опционам); 3) иллюстративный раздел (наиболее типичные ситуации, возникающие при расчете этих показателей на практике, и приводятся примеры их расчета); 4) раздел стандартных условий (перечень стандартных условий, которые необходимо указать применительно к используемому количественному показателю при составлении спецификаций по внебиржевым опционам); 5) раздел особых условий (в этом разделе целесообразно указывать все условия, отличающиеся от стандартных).

Общая логика оценки выполнения расчетных условий внебиржевых опционов, используемых на рынке слияний и поглощений, по нашему убеждению, должна базироваться на строгом достижении конкретного количественного значения используемого количественного показателя. Так, если в качестве расчетного условия выступает определенный объем выручки компании (к примеру, 1 млрд. рублей – критическое значение), то расчетное условие считается выполненным при достижении данного показателя (с точностью до 1 копейки). Соответственно, при выручке до 999 999 999 рублей 99 копеек расчетное условие должно признаваться не выполненным, а при выручке от 1 000 000 000 рублей 00 копеек – оно должно признаваться выполненным.

Важно заметить, что использование нескольких расчетных условий должно предполагать их обязательную логическую проверку на непротиворечивость, повторяемость, а также оценку возможности однозначной количественной оценки показателей, на основе которых определяется выполнение расчетных условий по опционам.

Третьей рекомендацией, по нашему мнению, должно являться **создание системы расчета теоретической стоимости внебиржевых опционов**.

Одной из важнейших особенностей внебиржевых опционов, применяемых в сфере слияний и поглощений, является чрезвычайно низкий уровень их ликвидности, обусловленный не только ограниченным кругом покупателей подобных опционов, но и сложностью определения стоимости подобных опционов. Основная проблема заключается в том, что разница в оценке рыночной стоимости таких опционов объясняется дискретным характером обновления информации, причем сама информация достаточно часто носит запаздывающий

характер [8].

Мы считаем оптимальным создание бесплатной системы расчета теоретической стоимости опционов, в том числе и внебиржевых, которая может быть размещена в сети интернет. В качестве одного из вариантов ее размещения, логично рассматривать официальный сайт Московской биржи, располагающей необходимыми ресурсами для поддержания данной системы в долгосрочной перспективе и заинтересованной в привлечении новых участников торгов, в том числе и на срочную секцию биржи [9]. Данная система расчета теоретической стоимости опционов может быть интегрирована в обучающий курс по срочному рынку на основе математических моделей, которые уже используются в существующих системах интернет-трейдинга. Также предлагаемая система расчета теоретической стоимости опционов должна характеризоваться высоким уровнем вариативности, т.е. каждый пользователь данной системы должен иметь возможность ввести в нее не только ключевые параметры спецификации опциона (фиксированные параметры), но и прогнозируемые параметры (вариативные параметры).

Полагаем, что наличие у участников подобных сделок возможности рассчитать теоретическую стоимость опциона при тех или иных базовых предположениях будет способствовать повышению ликвидности их вторичного рынка, в частности, у продавцов опционов появится возможность выкупить опцион до момента его истечения.

В качестве еще одной меры, нацеленное на развитие отложенных расчетов на рынке слияний и поглощений, мы предлагаем **создание системы индикативного котирования внебиржевых опционов.**

Как мы считаем, данная система критически важна с точки зрения повышения ликвидности внебиржевых опционов. Основной стратегией в отношении подобных опционов является стратегия «купил и держи», т.е. несмотря на наличие необходимой законодательной базы и соответствующей рыночной инфраструктуры, в подавляющем большинстве случаев внебиржевые опционы находятся «в одних руках» в течение всего срока своего обращения.

По нашему мнению, принципиально важно, чтобы предлагаемая система носила индикативный характер, при котором выставленная в системе индикативная котировка не является жестко фиксированной. Также нам представляется очень важной определенная «адресность» подобных сделок, подразумевающая идентификацию участника, выставившего заявку на покупку или продажу внебиржевого опциона.

Полагаем, создание и дальнейшее существование такой системы может осуществляться на рыночных условиях: профессиональным участникам финансовых рынков она будет интересна, прежде всего, более высокими комиссиями по сравнению с биржевым рынком, а для инвесторов данная система будет одним из немногих способов совершать операции на вторичном рынке (прежде всего, возможность внебиржевого обращения таких опционов будет интересна крупным институциональным инвесторам, формирующим широко диверсифицированные инвестиционные портфели).

Подводя итог всему сказанному ранее, для расширения практики исполь-

зования внебиржевых опционов в качестве инструментов отложенных расчетов на российском рынке слияний и поглощений мы считаем обоснованной реализацию следующих рекомендаций прикладного характера: 1) создание единого реестра внебиржевых опционов на национальном уровне; 2) разработку единых правил оценки выполнения их расчетных условий; 3) создание системы расчета теоретической стоимости внебиржевых опционов; 4) создание системы индикативного котирования внебиржевых опционов.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Якунина А. В., Семернина Ю. В., Варыгин С. А. Сравнительный анализ инструментов финансирования в сфере слияний и поглощений // Финансовая жизнь. 2018. № 2. С. 43-48.
2. Романенко О. А., Макарчева О. А., Крюкова И. В. Слияния и поглощения: стоит ли проводить диверсификацию? // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2017. № 3 (67). С. 141–144.
3. Семернина Ю. В. Рынок ценных бумаг зарубежных стран: Саратовский государственный социально-экономический университет. Саратов, 2009. 220 с.
4. Киселев М. В., Нестеренко Е. А. Валютные риски и возможности их хеджирования на российском срочном рынке // Актуальные вопросы валютного контроля в современных условиях: сб. материалов международной науч.-практ. конф. : Изд-во Саратовский социально-экономический институт (филиал) федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова» (Саратов). 2017. С. 77-81.
5. Киселев М. В. Функции деривативов // Финансы и кредит. 2008. № 3 (291). С. 45-49.
6. Киселев М. В. Проблемы регулирования российского рынка деривативов // Вестн. СГСЭУ. 2009. № 1 (25). С. 87-90.
7. Якунин С. В. Основные направления совершенствования регулирования на рынке ценных бумаг // Финансы и кредит. 2012. № 25 (505). С. 40-47.
8. Нестеренко Е. А., Семернина Ю. В., Сомова О. В. Стратегические направления совершенствования государственного регулирования валютного рынка в России // Управленец. 2016. № 2 (60). С. 2-9.
9. Семернина Ю. В. Основные индикаторы российского рынка ценных бумаг // Вестн. СГСЭУ. 2010. № 2. С. 130-135.

## О ПОДХОДАХ К СИСТЕМАТИЗАЦИИ РИСКОВ В АГРОСТРАХОВАНИИ

**М. И. Водяненко**

*Саратовский социально-экономический институт (филиал)  
РЭУ им. Г. В. Плеханова, Россия  
E-mail: ventrimse@yandex.ru*

Управление рисками имеет важное значение для всех видов экономической деятельности, однако в сельском хозяйстве, в силу отраслевой специфики оно становится критически важным.

Адекватный подход к систематизации рисков, основанный на расширении их группи-