

Разводнение капитала

Что такое разводнение капитала

Разводнение капитала — уменьшение доли текущих владельцев акций за счет появления новых акций. Разводнение может быть просто результатом выпуска и продажи или распределения новых акций, но как правило этот термин применяют к случаю, когда новый акционерный капитал появляется в результате конвертации других ценных бумаг или контрактов в обыкновенные акции компании.

К ценным бумагам и контрактным обязательствам, способным привести к разводнению капитала, относятся:

- конвертируемые облигации и привилегированные акции;
- опционы на покупку акций;
- варранты;
- системы оплаты персонала, основанные на акциях;
- обязательства выпуска или приобретения акций при определенных условиях.

Разводнение капитала может быть важным с двух точек зрения. Во-первых, появление новых акций способно изменить долю акционера в капитале компании и, следовательно, степень влияния на ее деятельность. При этом может поменяться и требуемый способ отражения инвестиций в компанию в отчетности самого инвестора (например, если разводнение капитала ведет к потере контрольного пакета акций). Во-вторых, при оценке акций часто используют понятие [прибыли на акцию \(EPS\)](#), и методика оценки опирается на предположение, что владелец одной акции и в будущем сможет получать подобную прибыль. Но разводнение может привести к существенному изменению EPS, поэтому для правильной оценки стоимости акций требуется анализ разводненной EPS.

Пример разводнения капитала

Возьмем для примера некую венчурную компанию, которая готовится к выходу на IPO и оценивает свой капитал.

Допустим, что капитал компании состоит из 1 000 000 акций, каждая из которых стоит 100 рублей. При этом компания получает стабильную годовую прибыль 30 млн руб. Базовая прибыль на одну акцию составляет 30 рублей.

Но у компании есть долг в размере 50 млн руб., который оформлен как конвертируемые облигации, 50 000 штук по 1000 руб. каждая. Сейчас компания платит по этим облигациям 10% годовых или 5 млн руб. В условиях этих облигаций сказано, что в случае выхода компании на IPO все облигации конвертируются в обыкновенные акции в соотношении 1:10, то есть появится дополнительно 500 тыс. обыкновенных акций.

Кроме того, в свое время ведущие специалисты компании были приглашены на условиях, что часть их оплаты будет состоять из опционов, которые могут быть сконvertированы в новые акции. Таких опционов выпущено 200 тыс., и они могут быть сконvertированы в 200 тыс. обыкновенных акций, но не раньше, чем компания будет готова к выходу на IPO.

Оценим разводненную прибыль на акцию:

Число акций компании складывается из 1 млн имеющихся обыкновенных акций, 500 тыс. акций, полученных из облигаций, и 200 тыс. акций в результате использования опционов. Итого 1,7 млн акций.

Но если облигации будут сконvertированы в обыкновенные акции, то платить проценты по ним больше не надо и тогда прибыль компании увеличится на 5 млн руб. С этой дополнительной прибыли придется заплатить 20% налога, значит прирост чистой прибыли составит $5 * (1-20\%) = 4$ млн руб. и разводненная чистая прибыль будет равна 34 млн руб.

Следовательно, разводненная прибыль на акцию = $34 / 1,7 = 20$ руб.

Антиразводняющий эффект

Как правило, превращение других ценных бумаг в акции приводит к тому, что доход на акцию снижается. Но если рентабельность работы компании невелика, а выплаты по конвертируемым ценным бумагам значительны, то конвертация может, наоборот, привести к росту EPS. Например, если в приведенном выше примере прибыль компании составляет 10 млн руб., а ставка купона по конвертируемым облигациям равна 20%, то базовый EPS будет равен 10 руб., а разводненный в результате конвертации облигаций: $10 + 20 * (1-20\%) = 18 / 1,5 = 12$ руб.

В этом случае говорят, что облигации имеют антиразводняющий эффект. При расчете разводненного EPS конвертацию этих облигаций не учитывают, так как очевидно, что держатель облигаций предпочтет пока сохранить их в текущем виде и не менять на менее выгодные обыкновенные акции.