

Конструирование облигационного займа посредством применения инструментов финансовой инженерии (на примере ОАО “АВТОВАЗ”)

© 2010 И.А. Скрипачев

© 2010 А.А. Аюпов

доктор экономических наук, профессор
Тольяттинский государственный университет
E-mail: dom2578@mail.ru

В статье рассматриваются вопросы конструирования облигационного займа для ОАО “АВТОВАЗ”. Сконструированный облигационный заем, содержащий в своей основе специализированный вид ценных бумаг (конвертируемых облигаций), ранее традиционно не применявшийся в отечественной практике финансового менеджмента, рассматривается как инновационный способ финансирования производственной деятельности ОАО “АВТОВАЗ”.

Ключевые слова: финансовая инженерия, финансовые инструменты, конвертируемая облигация, финансовое состояние ОАО “АВТОВАЗ”, параметры облигационного займа, смета затрат на выпуск займа.

В настоящее время конструирование различных финансовых инструментов стало возможно благодаря развитию и практическому применению в российских условиях такого перспективного направления, как финансовая инженерия. Основной целью финансового инжиниринга является формирование определенного потока финансовых ресурсов в сочетании с наилучшим соотношением финансового риска, доходности и ликвидности для удовлетворения требований эмитентов и инвесторов, так как финансовая деятельность любого экономического субъекта многогранна и требует использования не только основных финансовых инструментов, но и всевозможных их комбинаций.

Отметим, что финансовые инструменты понимаются в отечественной и зарубежной теории и практике как средство вложения, приобретения и распределения капитала (фондовая ценность), а также как платежное средство и как средство кредита. То есть, финансовый инструмент - это любой договор, в результате которого одновременно возникают актив у одной организации и финансовое обязательство различного характера - у другой¹.

Инновационные финансовые продукты формируются как результат специфических отношений экономических субъектов в процессе их инновационной деятельности на финансовом рынке, позволяющий удовлетворить связанные с поиском источников финансирования потребности, располагающий практически неограниченными возможностями для вариации величины риска и перераспределения рисков, обеспечива-

¹ Аюпов А.А. Конструирование и реализация инновационных финансовых продуктов: монография. М., 2007.

ющий ликвидность и улучшение конечных финансовых результатов.

Вместе с тем в научной литературе практически отсутствуют методологически обоснованные подходы к конструированию и практическому применению российскими компаниями как отдельных инновационных финансовых инструментов, так и инновационных финансовых продуктов в целом. Сложность решения данной проблемы объясняется тем, что для реализации инновационных финансовых продуктов необходимо согласовать многочисленные условия с множеством параметров с участниками совершаемых сделок, между которыми существуют сложные горизонтально-вертикальные связи.

Недостаточная изученность указанной проблемы в настоящее время требует разработки механизмов взаимодействия на финансовом рынке, позволяющих комплексно, с системных позиций обосновывать принимаемые решения по формированию и использованию портфеля инновационных финансовых продуктов.

Между тем на сегодняшний день уже стали традиционными такие производные финансовые инструменты, как свопы, фьючерсы, форварды, а также инновационные финансовые продукты рынка деривативов - свопционы, кредитные деривативы и т.д.²

Становится очевидным, что инновационное сочетание инструментов финансового рынка, позволяющее конструировать различные инновационные финансовые продукты - фондового и валютного рынков, с целью увеличения доходности организаций, а также привлечения финан-

² Аюпов А.А. Производные финансовые инструменты: учеб. пособие. Тольятти, 2008.

совых ресурсов, увеличения объема продаж, страхования возможных финансовых и инновационных рисков, финансово-кредитного обеспечения инновационной и производственной деятельности, - открывает новые возможности для повышения эффективности управления финансовыми ресурсами коммерческих организаций.

В качестве примера такого сочетания можно выделить выпуск специализированных ценных бумаг - конвертируемых облигаций.

В самом общем определении конвертируемую облигацию можно классифицировать как "гибрид" основной ценной бумаги - классической облигации, с правом на конверсию в базовый актив (обыкновенные акции компании-эмитента). Благодаря этому инвестор приобретает конвертируемую облигацию тогда, когда он не желает подвергать себя более высокому риску, связанному с владением базовым активом, однако в то же время стремится получить потенциальную выгоду, возникающую в результате успешной работы организации в определенном периоде. Тем не менее, приобретаемое инвестором фактически опционное право по конвертируемой облигации, повышающее облигационный рейтинг данной ценной бумаги, компенсируется эмитентом облигации в форме более низкого процента или купонной ставки. Для конверсии облигации в акции используется коэффициент конверсии, который определяется до эмиссии облигаций в качестве фиксированной величины. Сообразно с этим решение о конверсии в базовый актив принимает держатель конвертируемой облигации - в тот период, когда доход по обыкновенным акциям превышает доходность по конвертируемым облигациям, а цена конверсии равна или выше "спотовой" цены акций.

Становится ясным, что конвертируемые облигации приобретаются в качестве альтернативы акций компании, а значит, при условии снижения доходности базового актива (обыкновенных акций) инвестор довольствуется уровнем доходности конвертируемых облигаций и таким образом снижает уровень финансового риска.

Кроме того, если цена конверсии выше текущей рыночной цены базового актива, то долгосрочные инвесторы будут согласны на меньшую доходность, чем по обычным облигациям, не имеющим элемента конверсии. По мере роста цены базового актива конвертируемая облигация ведет себя как облигация с бесплатным опционом на конверсию в базовый актив. В этот момент цена конвертируемой облигации зависит от двух факторов: дополнительного дохода, получаемого по этой облигации по сравнению с базовой акцией, и конверсионной премии, т.е. фактической цены обыкновенной акции при кон-

версии по сравнению с текущей рыночной ценой обыкновенной акции.

Применяя методы и технологии финансовой инженерии, сконструируем облигационный заем, соответствующий текущему финансовому состоянию одной из крупнейших отечественных компаний по производству легковых автомобилей - ОАО "АВТОВАЗ".

Данные финансовой отчетности ОАО "АВТОВАЗ" за последние годы указывают на значительные финансовые затруднения компании. В отчете Коллегии Счетной палаты Российской Федерации отмечено, что у ОАО "АВТОВАЗ" резко выросла потребность в оборотных активах - на 19 млрд. руб. в 2008 г. и на 5,1 млрд. руб. в течение первых трех кварталов 2009 г. В то же время менеджмент компании принял решение восполнять нехватку оборотных средств за счет увеличения кредиторской задолженности: она выросла с 24,7 млрд. руб. в начале 2008 г. до 62,7 млрд. руб. в октябре 2009 г. (с учетом 25 млрд. руб. государственной помощи). Кроме того, на конец 2009 г. общая задолженность ОАО "АВТОВАЗ" достигла порядка 80 млрд. руб.³

В результате компания не имеет достаточного объема финансовых ресурсов для обеспечения своей платежеспособности, что подтверждается значениями таких показателей, как степень платежеспособности (11,8 при максимальном 6) и коэффициент текущей ликвидности (0,2 при минимальном 1) по состоянию на конец 2009 г.

В данной связи можно сделать вывод о том, что восстановление оборотных средств и платежеспособности компании возможно за счет изменения структуры источников оборотных средств, в частности посредством снижения доли банковских кредитов и увеличения доли финансируемых за счет выпуска облигационных займов.

Основываясь на данных финансовой отчетности ОАО "АВТОВАЗ", мы полагаем, что существует вероятность низкой инвестиционной привлекательности будущего облигационного займа из-за значительного уменьшения объемов продаж периода 2008-2010 гг., вследствие чего инвесторы могут рассчитывать на процентную ставку по займу выше среднерыночной для данного сегмента финансового рынка. Кроме того, ОАО "АВТОВАЗ" является крупнейшим производителем легковых автомобилей в Восточной Европе, а также имеет поддержку со стороны Правительства РФ. Таким образом, вышесказанное позволяет сделать вывод о возможности повысить интерес инвесторов к будущей эмиссии.

³ АВТОВАЗ задолжал уже 80 млрд. руб. Портал бизнес-новостей BFM.ru. URL: www.bfm.ru/articles/2009/12/25/avtovaz.html.

Следует также отметить, что сотрудничество со стратегическим партнером - компанией Renault, являющейся одним из крупнейших мировых автопроизводителей, дает возможность ОАО "АВТОВАЗ" получить доступ к достаточно широкому кругу потенциальных инвесторов как на отечественных, так и на иностранных финансовых рынках⁴.

После определения компанией-эмитентом способа заимствования перед ней встает задача структурирования облигационных выпусков (траншей), выяснения основных условий и параметров займа: объема, доходности и обеспечения.

Объем привлекаемых финансовых ресурсов посредством размещения облигаций должен соответствовать определенным целям финансирования отдельного инвестиционного проекта (проектов) компании. В этой связи исследуемая нами компания планирует в ближайшие годы привлечь инвестиционные ресурсы под следующие проекты:

1) модернизация производственных мощностей ОАО "АВТОВАЗ", связанная с обновлением модельного ряда за счет приобретения у Renault лицензионных прав на производство автомобилей и сборку силовых агрегатов на платформе В0 (Logan);

2) серийное производство обновленного автомобиля "Ока", прототипом которого послужил хэтчбек Lada Kalina;

3) финансирование программы повышения качества и удовлетворенности потребителей - Lada Quality Programm (LQP).

Исходя из среднегодового объема привлекаемых ОАО "АВТОВАЗ" финансовых ресурсов, можно предположить, что компании-эмитенту необходимо разместить облигационный заем на сумму 10 млрд. руб.

В результате сконструированный облигационный заем должен представлять собой компромисс между потребностями ОАО "АВТОВАЗ" и инвесторами.

Как было сказано выше, одним из существенных преимуществ данного облигационного займа выступает свойство конвертации облигаций в базовый актив (обыкновенные акции), а также возможность выбора инвестором источника доходности (облигации/акции). Процентный доход по конвертируемым облигациям устанавливается в твердой или плавающей ставке. Первая, в свою очередь, может зависеть от изменения каких-либо факторов, например, от изменения цены на основное сырье для производства легковых автомобилей - листовой и сортовой прокат, различные марки чугуновых полуфабрикатов, а в случае с плавающей ставкой выбирается определенная базисная ставка процента и фиксированная надбавка, которая изменяется со временем. Следовательно, колебания процен-

тной ставки будут отражать изменение общей конъюнктуры на финансовом рынке.

Купонная доходность по облигациям эмитентов машиностроительного сектора Самарской области составляет в среднем 8,25% годовых⁵. Предлагается осуществить выпуск облигационного займа с усредненными параметрами. Отсюда следует, что для эмиссии конвертируемых облигаций ОАО "АВТОВАЗ" рекомендуется установить ставку доходности не ниже среднерыночной. Сообразно с этим ставка купона для облигационного займа будет состоять из постоянной части - 8,25% годовых и переменной составляющей, которая будет зависеть от изменения цены на основной компонент для производства легковых автомобилей - металл на российском рынке по данным таких крупных поставщиков металла на ОАО "АВТОВАЗ", как ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат", ОАО "Металлургический завод им. А.К. Серова", ОАО "Северсталь", ОАО "Мечел" и др.⁶

Большая часть облигационных займов имеет полугодичную периодичность в выплате купонных доходов. Чтобы повысить инвестиционную привлекательность предлагаемого облигационного займа, установим ежеквартальные выплаты процентов по облигациям. Из этого следует, что инвесторы получают дополнительную возможность реинвестировать полученные финансовые ресурсы и получать большую доходность по сравнению с полугодовыми выплатами купонного дохода. Значит, при ежеквартальной выплате купонного дохода по конвертируемым облигациям и фиксированной процентной ставке доходность купона будет составлять 2,06% годовых. Погашение облигаций и выплаты процентов могут производиться за счет доходов, полученных в результате инвестирования в вышеназванные проекты или из прибыли ОАО "АВТОВАЗ". Кроме того, должна быть изменена форма ежеквартального отчета в части погашения по ценным бумагам - сегодня он представляет собой малоинформативные сотни страниц, содержание которых эмитенты часто копируют друг у друга⁷. Поэтому если эмитентов обязать раскрывать ежеквартальную аудированную отчетность, то инвесторам будет уже гораздо проще оценить риски своих портфелей.

Еще одним важным параметром конструирования облигационного займа является срок привлечения финансовых ресурсов. Средний срок, на который ОАО "АВТОВАЗ" получало кредиты, составлял 1-2 года⁸. Для снижения долговой нагрузки и оптимизации финансовых потоков при выпуске облигационного займа определим период траншей в 4 года. Обеспечением для планиру-

⁵ АВТОВАЗ задолжал...

⁶ Обухова Е.А. Указ. соч.

⁷ Годовой отчет ОАО "АВТОВАЗ" за 2008 год. Тольятти, 2009.

⁸ Там же.

⁴ Обухова Е.А. Рынок облигаций: место санитара вакантно // Эксперт. 2009. №28.

Таблица 1. Основные параметры облигационного займа КО- 01 ОАО “АВТОВАЗ”

№ п/п	Параметр	Единица измерения	Количественная характеристика
1	Объем эмиссии займа	млрд. руб.	10
2	Номинальная стоимость одной облигации	руб.	100 000
3	Количество бумаг в эмиссии	шт.	100 000
4	Срок обращения займа	месяц	36
5	Процентная ставка купонного дохода	%	8,25
6	Регулярность выплаты купонного дохода	раз в год	4
7	Коэффициент конверсии	числ.	10
8	Сумма выплаты купонного дохода	в год в квартал	82 250 000 20 562 500

Таблица 2. Смета затрат на выпуск облигационного займа КО- 01 ОАО “АВТОВАЗ”, тыс. руб.

№ п/п	Статья затрат	Форма	Сумма за 1 месяц	Итого за 1 год	Итого за 2 года	За весь период
1	Оформление проспекта эмиссии	Разовая	500 000	500 000	-	500 000
2	Печать СМИ:					
	уведомление о выпуске	Разовая	10 000	10 000	-	10 000
	проспект эмиссии	Разовая	60 000	60 000	-	60 000
	отчет о выпуске	Разовая	15 000	15 000	-	15 000
3	Налог на эмиссию ЦБ	0,8% с выпуска	80 000 000	80 000 000	-	80 000 000
4	Оплата печати бланка	Разовая	50 000	50 000	-	50 000
5	Оплата услуг агента по размещению	2% с выпуска	200 000 000	200 000 000	-	200 000 000
6	Оплата услуг биржи:					
	листинг	Разовая	30 000	30 000	-	30 000
	торговля	Квартал		15 000	15 000	45 000
7	Оплата услуг двух майкетмейкеров	Ежегодно		240 000	240 000	720 000
8	Затраты на выплаты процентов			82 250 000	82 250 000	246 750 000
9	Рекламная кампания			200 000	75 000	350 000
	Итого без затрат на проценты		280 665 000	281 120 000	330 000	281 780 000
	Всего затрат		362 915 000	363 370 000	82 580 000	528 530 000

емой эмиссии может стать банковская гарантия Сбербанка РФ, поскольку существует договоренность между ОАО “АВТОВАЗ” и Сбербанком РФ о финансово-экономической поддержке.

Размещение первого займа конвертируемых облигаций (КО-01) проводится путем открытой подписки и предварительной договоренности с потенциальными инвесторами (инвестиционными банками) до момента начала эмиссии, кроме того, возможна и процедура андеррайтинга. Сведем вышесказанное в табл. 1.

В табл. 2 представлена смета финансовых затрат на выпуск облигационного займа.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что для ОАО “АВТОВАЗ” дебютная эмиссия специализированного вида ценных бумаг - конвертируемых облигаций - позволяет назвать ряд следующих преимуществ:

- ОАО “АВТОВАЗ” получит возможность доступа к значительному объему финансовых ресурсов на более длительный период (по сравнению с кредитным рынком);

- облигационный заем сконструирован таким образом, чтобы инвестор мог при определенных обстоятельствах совершить конвертацию имеющихся у него облигаций в базовый актив (обыкновенные акции);

- в процессе обслуживания облигационного займа создается кредитная история компании, которая обеспечит последующее привлечение финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг по более низкой процентной ставке.

В заключение отметим, что размещение облигационного займа, содержащего в своей основе специализированный вид ценных бумаг - конвертируемые облигации, по нашему мнению, будет способствовать активной инновационной финансовой деятельности по привлечению финансовых ресурсов ОАО “АВТОВАЗ”. Кроме того, использование инструментов рынка ценных бумаг как источника финансирования позволит ОАО “АВТОВАЗ” повысить эффективность управления финансовыми ресурсами за счет средств, полученных на рынке ценных бумаг.

Поступила в редакцию 10.12.2009 г.