



Виталий Шапран

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ЕВРОПЕЙСКИЕ СТРАТЕГИИ

Принято считать, что в Европе стоимость привлечения акционерного капитала выше, чем в США. На фоне низких ставок это приводит к желанию корпораций получать средства на свое развитие, запуская в действие «маховик» долгового механизма. Тем не менее Европа далеко не однородна, и даже сегодня, на пике облигационного бума по обе стороны Атлантики, здесь можно встретить разновекторные тенденции и стратегии.

С развитием интеграции разница между европейским и американским типом корпораций стирается. Но в Европе во главе крупных компаний в большинстве своем остаются те же люди, что и 10 лет назад, со сложившимися привычками и апробированными методами финансирования. Конъюнктура европейского рынка сегодня такова, что европейским компаниям выгоднее привлекать капитал с помощью выпуска облигаций.

КОНВЕРСИОННЫЕ ШТАНИЯ

Результативность корпоративных займов была и остается спорным вопросом, особенно в отраслевом аспекте. Компании, которые могут с легкостью прогнозировать свои доходы, например телекоммуникационные гиганты, более склонны к облигационным

займам, однако и их стратегии в последние годы подверглись изменениям. Если проанализировать структуру долгов французской *Alcatel*, то становится очевидным, что за последний финансовый год этому лидеру телекоммуникационного сектора пришлось несколько разнообразить портфель собственных долгов (см. таблицу).

На первый взгляд с 2001 г. долги компании упали с 7,675 до 5,293 млрд евро, и это можно считать позитивом. Но, оценивая стратегию *Alcatel*, нужно учитывать, что за 3 года у этой компании снизился и объем активов — с 36,5 млрд евро в 2001 г. до 21,132 млрд евро в 2003 г. Получается, что при снижении общей суммы долгов *Alcatel* предпочла наращивать их долю в пассивах. В результате удельный вес долгов в валюте баланса *Alcatel* за 3 года вырос с 20,99 до 25,04%, а это уже опасная тенден-

ция, особенно если учесть, что некоторые европейские компании имеют проблемы с выплатами по облигационным займам.

Очевидно, что *Alcatel* нуждалась в смене стратегии заимствований. Интересно, что в 2002 г. портфель долгов *Alcatel* состоял более чем на 92% из простых облигаций, а в 2001 г. часть заимствований была проведена у банков. Однако в 2003 г. *Alcatel* не воспользовалась ни одним из старых вариантов — необходимо было найти решение, которое бы не повлекло роста стоимости заемных средств в условиях падающего коэффициента автономии и одновременно позволило компании получить доступ к ресурсам желаемой срочности. В результате 12 июня 2003 г. *Alcatel* выпустила конверсионные облигации номинальной стоимостью более 1 млрд евро. По условиям эмиссии 1 января 2011 г. выпу-

ценные облигации будут обмениваться на акции *Alcatel*, а пока по ним будет выплачиваться 4,75% годовых. Если учесть, что в займах, сделанных компанией ранее, фигурировала доходность 5–5,75%, то конверсионный заем выглядит удачным. По сути, в 2003 г. эти облигации конверсионного займа заменили банковские кредиты. Однако остается риск изменения структуры акционеров компании к 1 января 2011 г. Если сейчас акционерный капитал *Alcatel* оценивают примерно в 3 млрд евро, то неизвестно, как сложатся условия обмена выпущенных в 2003 г. конверсионных облигаций. Тем не менее компания идет на риски даже из-за небольшого снижения процентов, видимо, прогнозируя к 2011 г. рост своей рыночной капитализации. И в принципе, если оглянуться на технологический бум 1990-х годов, такие прогнозы оправданны.

ЗАПУТАВШИЕСЯ В ДОЛГАХ

Желание *Alcatel* идти на корпоративные риски становится понятным, когда знакомишься с судьбой другого телекоммуникационного гиганта — *Deutsche Telekom*. В *Deutsche Telekom* часто комбинировали выпуски облигаций, производя их от имени многочисленных дочерних структур. Аналитики не раз предостерегали группу *Deutsche Telekom* от «перегрева», но тщетно, и уже в 2002 г. стало понятно, что справиться с долгами группе, возможно, будет не под силу. Справедливости ради отметим, что речь шла не о банкротстве, а, скорее, о технической неплатежеспособности, устранить которую начали двумя методами.

Во-первых, как и *Alcatel*, *Deutsche Telekom* начала проводить выпуск конверсионных облигаций. В общей сложности новые долги немецкого телекоммуникационного гиганта за 2003 г. составили 5,2 млрд евро, из них примерно 4,1 млрд были представлены облигациями новых займов. Часть новых займов была выпущена для рефинансирования выплат по старым. Сама группа в отчете перед Комиссией по ценным бумагам и биржам США указывает на то, что основная часть ее займов концентрировалась в 2003 г. вокруг облигационных займов на 5, 7 и 10 лет. Тем не менее за 2003 г. общий долг компании сократился с 63 млрд до 55,4 млрд евро.

Во-вторых, именно с целью уменьшения долгов и сохранения относительно стабильных рейтингов *Deutsche Telekom* пришлось в 2003 г. активно расставаться с собственностью: были вынужденно проданы недвижимость на 0,8 млрд евро,

кабельный бизнес за 1,7 млрд евро, доли в трех спутниковых проектах и доля в российской МТС. Наплыв ликвидных средств заставил рейтинговые агентства автоматически подтянуть кредитные рейтинги *Deutsche Telekom*. Но проблема долгов осталась. Существует мнение, что, продав доли своего участия в МТС и спутниковых проектах, *Deutsche Telekom* отказалась от небольших, но крайне перспективных вложений, которые в среднесрочной перспективе могли принести весомую прибыль. Если через 1–

рый готов был заменить облигационное финансирование банковским, обусловило то, что группа выпускала займы на более длительные сроки. В то же время очевидно, что банку было выгоднее секьюритизировать займы еще при выпуске, а не при наступлении проблем. С другой стороны, нужно понимать, что компания *Daimler Chrysler* нередко получала финансирование от своих зарубежных партнеров и могла активно управлять дебиторской и кредиторской задолженностью. Так, только в 2003 г. амери-

СТРУКТУРА ПОРТФЕЛЯ ДОЛГОВ КОМПАНИИ ALCATEL ЗА 2001–2003 ГГ.

Вид долгов	2003 г.		2002 г.		2001 г.	
	ОБЪЕМ, МЛН ЕВРО	ДОЛЯ, %	ОБЪЕМ, МЛН ЕВРО	ДОЛЯ, %	ОБЪЕМ, МЛН ЕВРО	ДОЛЯ, %
КОНВЕРСИОННЫЕ ОБЛИГАЦИИ	1022	19,31	0	—	0	—
ПРОСТЫЕ ОБЛИГАЦИИ	3782	71,45	5325	92,08	5969	77,77
БАНКОВСКИЕ КРЕДИТЫ И ОВЕРДРАФТЫ	313	5,91	244	4,22	1454	18,94
ЛИЗИНГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	57	1,08	80	1,38	105	1,37
НЕУПЛАЧЕННЫЕ ПРОЦЕНТЫ	119	2,25	134	2,32	147	1,92
ВСЕГО	5293	100,00	5783	100,00	7675	100,00

1,5 года пик выплат по долгам у *Deutsche Telekom* подойдет к концу, то в целом группа будет иметь возможность проводить экспансии на территории стран — новичков ЕС. Проще говоря, денежные затруднения компании использовались для переориентации ее стратегии.

КОНКУРЕНТ СТИВЕНА СПИЛБЕРГА

Обычно голливудские фантасты редко забредают за границу 2050 г., концентрируя события «прагматичной фантастики» в диапазоне 20—30 лет от даты съемки. Но похоже, что фантазия есть не только у режиссеров в Голливуде, но и у финансистов *Daimler Chrysler*, которые с завидной педантичностью расписали весь портфель собственных долгов до 2097 г. Основная масса обязательств приходится на 2004 г. (около 27,9 млрд евро) и 2005 г. (около 14,6 млрд евро), однако более чем 12,81 млрд евро подлежит погашению после 2008 г. И хотя *Daimler Chrysler* использовала стратегию, похожую на ту, которую применила *Deutsche Telekom*, заставляя своих «дочек» занимать в долг на североамериканском континенте, эта машиностроительная группа не прибегала к конверсионным займам. Возможно, наличие среди акционеров группы крупнейшего банка Германии — *Deutsche Bank*, кото-

рая *General Electrics* фактически ссудила группе около 0,5 млрд евро. Достаточно гибкая финансовая стратегия позволяла *Daimler Chrysler* уходить от проблем с рейтинговыми агентствами, хотя в конце 2003 г. так называемые торговые обязательства компании составили около 11,6 млрд евро, что при общей сумме заимствований 75 млрд евро — не так уж и много. Секрет нелюбви *Daimler Chrysler* к конверсионным обязательствам, которые обменивались на акции, становится понятным, когда видишь: помимо того, что 11,8% акций принадлежат опосредованно *Deutsche Bank*, еще 7,2% акций *Daimler Chrysler* владеет правительство Кувейта. Последнее обстоятельство открывало компании двери на рынки Ближнего Востока, но игры с конверсионными займами в долгосрочной перспективе вполне могли закончиться потерей контроля над компанией. Стоило правительству Кувейта докупить всего около 30 млн акций, и оно обогнало бы немецких акционеров по величине доли участия. В целом можно сказать, что сложные отношения внутри корпорации как в зеркале отображаются на ее стратегиях заимствований.

«КОФЕЙНАЯ ГУЩА»

Долговые стратегии всемирно известной группы *Nestle* мало чем отличались от таковых у рассмотренных выше

групп и компаний, однако *Nestle* делала больший акцент на займах дочерними компаниями. Напомним, что центром группы является швейцарская *Nestle S. A.*, но если посмотреть на консолидированный портфель заимствований группы, то далеко не последнюю роль в формировании ресурсов играла американская «дочка» *Nestle — Nestle Holdings Inc.* Именно за этой компанией числилось около 6 полноценных облигационных займов. Разумеется, займы были номинированы в долларах США, а большая часть заимствований была представлена облигациями. Тем не менее нельзя не отметить, что большинство займов, сделанных в США, для *Nestle* были дорогими. Так, например, по 10-летним облигациям, выпущенным в 1995 г., компания должна была выплачивать 7,38%, а по 5-летним облигациям, выпущенным в 2000 г., — 7,48%. И хотя номинальная доходность бумаг, выпущенных в 2001–2003 гг., была меньше, она все же выходила за рыночные рамки (правда, за исключением бондов, выпущенных в 2001 г., по которым компании удалось установить относительно невысокую ставку — 3,76%). Кроме *Nestle Holdings Inc.*, в США облигации *Nestle* выпускались компанией *Nestle Purina Petcare Co.* Очевидно, что названная компания самостоятельной стратегии не проводила, и в портфеле ее долгов в основном остались бумаги, выпущенные на 20–30 лет в 1985–1991 гг. Общий портфель долларовых бондов *Nestle Purina Petcare Co.* оценивался в сумме чуть меньше 500 млн швейцарских франков. Проблема состояла в том, что компании приходилось выплачивать по таким займам непомер-

но высокие ставки — до 10% годовых, что по нынешним меркам является тяжелым грузом. Кроме эмитентов в США, в группе *Nestle* облигации выпускались дочерними компаниями в Великобритании, Австралии, Канаде, Японии и Таиланде. Практически везде группа придерживалась одной и той же стратегии: осуществляла среднесрочные выпуски на 5–7 лет в евро или долларах США. Исключением стали лишь Австралия, где в 2002 г. выпустили заем в австралийских долларах под 4,94%, и Таиланд, где в 2003 г. был выпущен облигационный заем в местной валюте под 2,16%.

Тем не менее процесс заимствования достаточно жестко администрировался из дочерней структуры *Nestle* во Франции — *Nestle Finance France S. A.* Именно данная компания стала основным держателем процентных свопов, регламентирующих управление процентным риском, вызванным наличием обязательств в группе с разными сроками, ставками, и номинированных в разных валютах. Однако если смотреть на картину по группе в целом, то становится ясно, что часть компаний в Европе финансировалась за счет краткосрочных банковских займов, процентные ставки по которым в евро за 2003 г. снизились в целом по группе с 3,3 до 2,4%, а основной долговой груз был переложено на дочерние структуры за рубежом.

Выводы

Даже крупные компании делают иногда стратегические ошибки в заимствованиях, после которых им приходится либо расставаться с выгодными инвестициями, либо осуществлять перевыпуски,

стимулируя рейтинговые агентства, снижать кредитные рейтинги и автоматически ухудшать условия выхода на рынок с новыми займами. С целью избежания подобных проблем корпорации стали активнее использовать конверсионные облигационные займы, облигации с очень длительным сроком погашения, а также стратегию, предусматривающую перенесение основной долговой нагрузки на дочерние компании. По нашему мнению, последняя является наиболее эффективной: холдинг или группа может таким образом диверсифицировать последствия ошибок, совершенных при заимствованиях. На практике все 3 приема очень часто можно встретить в рамках одной группы. ■

Поздравляем!

10
лет

ЗАО «ИРКОЛ»

Издательский дом «РЦБ» поздравляет ЗАО «Иркол» с 10-летием.

«Иркол» — один из немногих регистраторов, который с успехом прошел все этапы становления действующей системы коллективных инвестиций: от процесса преобразования чекового в интервальный паевой инвестиционный фонд до создания высокоэффективной системы операций в реестрах с использованием передовых информационных технологий.

В ЗАО «Иркол» работает квалифицированная команда профессионалов, которой по силам решать самые сложные задачи, стоящие перед участниками российского фондового рынка.

Издательский дом «РЦБ» желает ЗАО «Иркол» дальнейшего процветания, развития как традиционных, так и новых для компании направлений бизнеса. Удачи во всем!

Генеральный директор ИД «РЦБ» А. В. Коланьков