

MezzBank



Финансирование выкупов долговым финансированием

Здесь мы рассмотрим два основных метода финансирования LBO — мусорные облигации и мезонинное финансирование.

МУСОРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Мусорные облигации или, как их еще часто называют, высокодоходные облигации (последнее звучит, конечно, предпочтительней для эмитентов и андеррайтеров подобных ценных бумаг, которые хотели бы избежать ненужных ассоциаций) представляют собой обычные корпоративные облигации, единственной отличительной особенностью которых является то, что все подобные облигации имеют рейтинг ниже инвестиционного класса или не имеют рейтинга.

Инвестиционные рейтинги выставляются (исключительно по желанию эмитента и за счет его средств) специальными рейтинговыми компаниями на основе аналитического анализа информации об объемах продаж корпорации-эмитента, ее чистой прибыли, стоимости активов, гарантированности и стабильности ее доходов, качества управления, перспектив корпорации и многих других факторов. Ведущими рейтинговыми агентствами являются Moody's, Standart & Poor's, Fitch и Duff & Phelps. В табл. 1 приведены символьные рейтинги всех четырех агентств.

Таблица 1.

Moody's	Standart & Poor's	Fitch	Duff & Phelps	Интерпретации
				Инвестиционный класс [investment grade rating]
Aaa	AAA	AAA	AAA	Высший уровень
Aa1	AA+	AA+	AA+	Высокий уровень
Aa2	AA	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	AA-	
A1	A+	A+	A+	
A2	A+	A+	A+	Уровень выше среднего
A3	A-	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	Средний уровень
Baa2	BBB	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	
				Спекулятивный класс [Speculative grade rating]
Ba1	BB+	BB+	BB+	Посредственный уровень
Ba2	BB	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	BB-	

B1	B+	B+	B+	
B2	B	B	B	
B3	B-	B-	B-	
Саа	ССС+	ССС+	ССС	Спекулятивные, высокий риск невыполнения обязательств
Са	ССС	ССС		
С	ССС-	ССС-		
	СС	СС+		Спекулятивные, очень вероятно невыполнения обязательств
	С	СС		
		СС-		
		С+		
		С		
		С-		
	D	DDD	DD	Просрочены, фактически облигации, по которым объявлен дефолт
		DD		
		D		

Все мусорные облигации принадлежат спекулятивному классу, облигации которого характеризуются высоким риском невыполнения обязательств. Именно благодаря этому свойству подобные облигации и получили название «мусорные». Для того чтобы читатель лучше почувствовал, что означают крайне расплывчатые формулировки «высший уровень», «высокий уровень» «средний уровень» или «посредственный уровень», мы приводим табл. 2, в которой представлены расчетные вероятности дефолта и уровни запрашиваемого потенциальными инвесторами покрытия по основным рейтинговым группам облигаций агентств Moody's и Standart&Poor's (S&P).

Таблица 2.

Расчетные вероятности невыполнения обязательств (дефолта)			
Рейтинг Moody's	Рейтинг S&P	Вероятность дефолта, %	Уровень запрашиваемого покрытия, %
Aaa	AAA	0,01	99,99
Aa3/A1	AA	0,03	99,97
A2/A3	A	0,11	99,89
Baa2	BBB	0,30	99,70
Ba1/Ba2	BB	0,81	99,19
Ba3/B1	B	2,21	97,79
B2/B3	ССС	6,00	94,00
B3/Саа	СС	11,68	88,32
Саа/Са	С	16,29	83,71

Как мы видим, вероятность дефолта облигаций, принадлежащих инвестиционному классу, в среднем равна 0,1125%, в то время как вероятность дефолта по мусорным облигациям в среднем составляет 7,398%, т.е. почти в 66 раз выше, чем по облигациям инвестиционного класса. Теперь, надеемся, понятно, почему их достаточно часто называют мусором или макулатурой. Но у подобных облигаций есть и еще одно название, не менее звучное, но более привлекательное — высокодоходные облигации. Для того чтобы понять, чему обязан мусор подобному уважаемому названию, достаточно ответить на вопрос: при каких условиях некоторые фондовые инвесторы будут готовы приобрести пакеты мусорных облигаций? Единственное, что может подвигнуть инвесторов на подобный шаг, — это повышенный уровень доходности, который бы компенсировал им все риски, связанные с проведением подобной инвестиции. Для того чтобы разместить эмиссию мусорных облигаций, корпорация-

эмитент вынуждена устанавливать доходность по ним выше средней, иначе инвесторы просто не захотят рисковать.

НЕМНОГО ИСТОРИИ

Днем рождения мусорных облигаций можно считать момент, когда Джон Муди опубликовал свой первый облигационный рейтинг 1909 г. На протяжении всего предвоенного периода мусорные облигации играли значительную роль в финансировании корпоративного роста, за период с 1909 по 1943 г. объем рынка мусорных облигаций составлял около 17% общего объема рынка долговых обязательств (имеющих рейтинг) американских корпораций. В послевоенный период роль мусорных облигаций в финансировании американских корпораций значительно снизилась: за период с 1944 по 1965 г. объемы рынка составили 6,5% общего объема рынка долговых обязательств американских корпораций, а к 1977 г. они составляли лишь 3,7%. Причем в конце 70-х годов большинство мусорных облигаций представляли собой «падших ангелов» — облигации, первоначально эмитированные с инвестиционным рейтингом, но в дальнейшем по тем или иным причинам перешедшие в разряд мусора. Эмиссии мусорных облигаций корпорациями вообще не проводились.

Ситуация начала меняться в начале 80-х годов, а уже к 1986 г. объем рынка мусорных облигаций составлял более 20% (125 млрд. долл.) от общей капитализации рынка долговых обязательств американских компаний. На диаграмме (рис. 1) можно увидеть как динамику развития всего долгового рынка, так и интересующего нас сегмента — рынка мусорных облигаций.

Как мы видим, основной рост капитализации рынка мусорных облигаций пришелся на 1983—1989 г. Общая капитализация рынка мусорных облигаций составила за период с 1977 по 1983 г. лишь 473,9 млрд. долл. по сравнению с 1020 млрд. долл. за период с 1984 по 1989 г.



Рис 1.

Чем же объясняется подобная активность корпораций в финансировании слияний (чаще всего недружественных поглощений и выкупов долговым финансированием) при помощи эмиссии мусорных облигаций, особенно учитывая, что более 35 лет этот источник финансирования был предан забвению? К 70-м годам произошло крайнее усиление конкуренции в банковском секторе США, естественно, сопровождавшееся падением размеров процентных ставок по традиционным банковским услугам. Падение потолка процентных ставок заставило коммерческие банки искать выходы на

новые для себя сегменты рынка финансовых услуг, одним из которых и стал рынок выкупов долговым финансированием. Вторым важнейшим фактором являлась крайняя неопределенность временной структуры процентных ставок и инфляция. Это привело к тому, что индивидуальные и институциональные инвесторы (особенно страховые компании) были вынуждены значительно увеличивать обороты своих инвестиционных портфелей, чтобы защитить свои инвестиции от обесценивания или разрушения. Возникла потребность в новых инструментах фондового рынка, которые бы за счет своих уникальных инвестиционных свойств могли изменить композицию риска инвестиционного портфеля к лучшему.

На возникший спрос рынок немедленно отреагировал повышенным предложением мусорных облигаций. Но все это лишь объясняет быстрый рост рынка мусорных облигаций, а не причины их использования для финансирования LBO. У участников выкупа долговым финансированием время крайне ограничено, а источники финансирования необходимы огромные. Имитирование обычных долговых инструментов и проведение дополнительной эмиссии обыкновенных акций не подходит, так как для полного размещения подобных эмиссий среди инвесторов необходим достаточно длительный промежуток времени. Мусорные облигации, несмотря на свои низкие инвестиционные характеристики по риску, являются прекрасным выходом из ситуации. Точнее сказать, именно благодаря своим инвестиционным характеристикам по риску их эмиссия обходится дешевле, так как отпадает необходимость получения инвестиционного рейтинга, что значительно снижает эмиссионные издержки и время размещения самой эмиссии, а, кроме того, кто не соблазнится приобрести пакет пусть и не очень надежных облигаций, но доходность которых значительно превосходит многие другие финансовые инструменты?

МЕЗОНИННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

Близким родственником мусорных облигаций является мезонинное (промежуточное) финансирование [mezzanine financing]. Инструменты, используемые при этом типе финансирования, занимают, так же как и мусорные облигации, позицию где-то между долговым и долевыми инструментами. Чаще всего инструменты мезонинного финансирования — это субординированные долговые обязательства или привилегированные акции (какая-то комбинация из обоих). Также практически всегда при мезонинном финансировании используются долевыми ценные бумаги — в форме варрантов или иных прав, а иногда и в форме обыкновенных акций. Все инструменты, используемые при мезонинном финансировании, *всегда* размещаются только частным образом и имеют средние сроки погашения от 5 до 12 лет. Если при мезонинном финансировании используются только долговые инструменты, то их купонная доходность чаще всего на 400—700 базисных пунктов превышает доходность по безрисковым долговым инструментам (государственным ценным бумагам) и зависит от уровня риска, присущего выкупу, уровня субординации и текущего положения фондового рынка. Одними из достаточно часто используемых инструментов мезонинного финансирования являются специальные бескупонные облигации или, каких еще называют, ПИКи [PIKs — payment in kind]¹.

На практике мезонинное финансирование чаще всего используется для того, чтобы заполнить финансовый гэп недофинансирования выкупа. С точки зрения эмитента, мезонинный источник финансирования — крайне дорогое удовольствие, но в условиях, когда группа выкупа уже не способна предоставить дополнительное финансирование, необходимое для завершения сделки, единственной возможностью остаются эмиссия долевыми инструментами и ее последующее размещение на открытом

¹ Купонные платежи по ПИКах выплачиваются в форме новых облигаций, а не денежными средствами.

рынке, а, значит, неизбежное распыление своего контроля над выкупаемой корпорацией. Мезонинное финансирование может быть вполне приемлемым выходом из подобной ситуации. По эмпирическим данным, мезонинные инвесторы получают прибыль на свои инвестиции от 20 до 30%.

Мезонинное финансирование может также принимать форму бридж-финансирования [bridge financing], т.е. когда инвестиционный банк предоставляет ссуду группе выкупа на время, пока ей не удастся организовать финансирование на более стабильной основе. Хотя инвестиционный банк и зарабатывает за счет процентов на предоставленное промежуточное финансирование, но главным мотивом такого финансирования для него служат комиссионные, выплачиваемые отделу слияний и поглощений банка за консультационные услуги, которые он предоставляет в одном пакете со ссудами, а также выплаты за прочие услуги, связанные с вовлечением банка этот род деятельности.

Промежуточное финансирование, как и мусорные облигации, позволяет корпорации проводить выкуп долговым финансированием быстрее и эффективнее, чем это было бы возможно сделать при использовании иных инструментов и источников финансирования. Единственная проблема с «мезонинной» — это высокие риски. Как правило, мезонинное финансирование предоставляют достаточно крупные банки, которые могут позволить себе рисковать, но, несмотря на свою жажду риска, они полностью осознают, во что они втягиваются, используя подобные инструменты, и пытаются как можно быстрее получить все ссуды и навсегда удалить их из своих книг отчетности. К сожалению, не всем это удастся. Например, The First Boston Corporation предоставил мезонинное финансирование под жесткое поглощение Allied Stores, Inc, проводимое Camreau Corporation, и впоследствии крупно «залетевший», когда Camreau Corporation не смогла выполнить свои обязательства.

ОТЛИЧИЯ МЕЗОНИННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ОТ МУСОРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Несмотря на схожие характеристики по риску и доходности, которые роднят мусорные облигации с мезонинным финансированием, есть и несколько существенных отличий между этими техниками финансирования:

- ❖ Мусорные облигации всегда обращаются на открытом фондовом рынке, т.е. являются открытыми ценными бумагами [public securities]. В отличие от мусорных облигаций все инструменты мезонинного финансирования размещаются только частным образом, напрямую, при помощи переговоров между эмитентом и покупателем/группой инвесторов.
- ❖ Мусорные облигации обращаются на относительно ликвидном вторичном рынке ценных бумаг. Инструменты мезонинного финансирования (несмотря на то, что в мезонинном финансировании присутствуют компоненты долевых ценных бумаг, эмиссию которых необходимо регистрировать) являются абсолютно неликвидными и приобретаются инвесторами, которые готовы пойти на долгое ожидание погашения приобретенного выпуска.
- ❖ Объемы эмиссий мусорных облигаций чаще всего превышают 100 млн. долл. Объемы эмиссий инструментов мезонинного финансирования чаще всего составляют от 3 до 40 млн. долл.
- ❖ Основные держатели мусорных облигаций — это инвестиционные компании, пенсионные фонды, страховые корпорации и банки. В случае с мезонинным финансированием пенсионные фонды, инвестиционные компании и страховые

корпорации предпочитают не связываться с такими высоконеликвидными инструментами.

Из вышесказанного вытекает, что капитализация рынка мусорных облигаций во много раз превышает капитализацию рынка мезонинного финансирования. Например, оценка капитализации рынка мусорных облигаций, проведенная в 1988 г. компанией Drexel Durnham, составила 180 млрд. долл., в то время как капитализация рынка мезонинного финансирования, по оценкам экспертов, составила в том же году лишь 10-30 млрд. долл. (разброс оценки объясняется частным характером рынка). Но, несмотря на различие в капитализации, эти два рынка тесно коррелируют между собой, что особенно ярко проявилось во время осеннего биржевого краха 1987 г.

На следующих двух диаграммах (рис. 2 и рис. 3) представлены структуры финансирования типичного выкупа долговым финансированием американской корпорации в 80-х и в 90-х годах. Как мы видим, падение ликвидности рынка мусорных облигаций в начале 90-х годов существенно сократило их использование в качестве источников финансирования выкупов долговым финансированием (что, впрочем, относится и к мезонинному финансированию — еще одно доказательство существовании тесной корреляции между этими рынками) и привело к росту использования долевых инструментов для финансирования выкупов в 90-х годах (обыкновенных акций, варрантов и т.п. инструментов, эмитируемых обществом с ограниченной ответственностью по проведению выкупа).

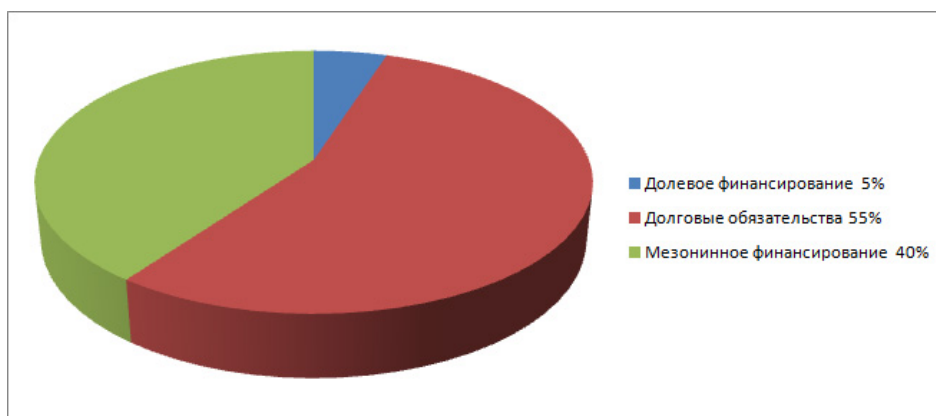


Рис.2. Структура финансирования LBO в 80-х годах

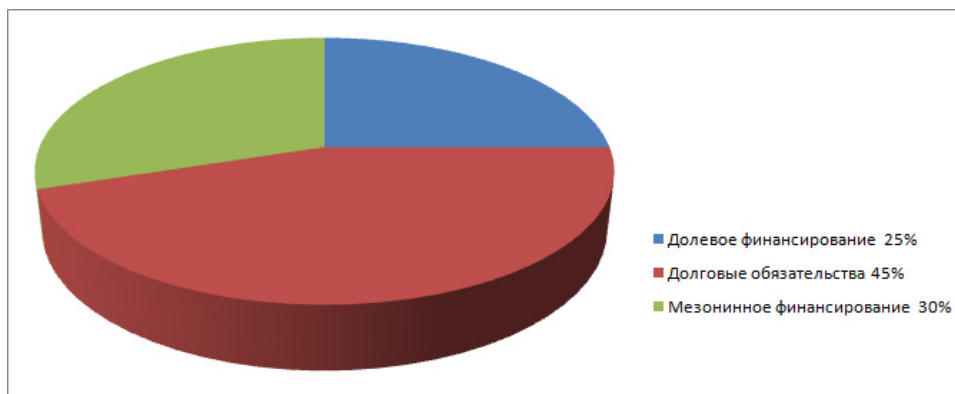


Рис.3. Структура финансирования LBO в 90-х годах