Конвертируемые облигации: их рождение и бурная молодость

Сергей ПАХОМОВ,
доктор экономических наук

Англия в XVIII веке переживала свой пик промышленной и финансовой революции. В числе прочих проектов шло активное строительство внутренних водных транспортных путей, требовавшее привлечения долгосрочного капитала, и в 1798 году Ashton-under-Lyne Canal Company, имевшая долг в 90 000 фунтов, недостроенный канал и очень сомнительные перспективы, отчаялась привлечь новых акционеров или дополнительные займы и выпустила процентные векселя на 30 000 фунтов, которые через 5 лет в случае неоплаты могли быть конвертированы в акции компании в расчете на будущие прибыли. Новый капитал был привлечен, и началась бурная история конвертируемых облигаций.

Технология выпуска конвертируемых облигаций и капиталы были вскоре экспортированы из Англии в США, которые переживали собственный период активного строительства сети каналов в качестве транспортных артерий

АНГЛИЯ И США: ФИНАНСИРОВАНИЕ СТРОИТЕЛЬСТВА КАНАЛОВ

Во второй половине XVIII и начале XIX века компании, строившие промышленные транспортные каналы в Англии, находились в лихорадочном поиске инвестиций. Перспективы были заманчивы, сокращение транспортных издержек в бурно развивающейся стране обещало огромные прибыли акционерам, но и риски были велики. Строительство требовало длительного времени, больших капитальных вложений, доходы могли генерироваться только через годы после начала проекта, создаваемые активы (каналы) могли быть использованы только как транспортные артерии. Несмотря на острую потребность в каналах, привлечь инвестиции в их строительство в форме эмиссии акций или традиционного выпуска облигаций с фиксированным купоном было крайне сложно.

В 1793 году, в разгар каналостроительной лихорадки, была создана компания Ellesmere Canal Company, открывшая подписку на акции в огромной сумме 967 700 фунтов, из которых удалось собрать только 400 000 фунтов. Вскоре пузырь каналостроительства лопнул, акционеры отказались от дальнейшей подписки на акции, и к 1802 году компания имела недостроенный канал и дефицит в 70 000 фунтов. К 1805 году было потрачено 450 000 фунтов и перспективы привлечения новых денег иссякли. Тогда в 1806 году Ellesmere Canal выпустила «опционные ноты» (Optional Notes), чтобы решить эту проблему. Были выпущены облигации на 15 000 фунтов с купоном в 5% годовых и с опционом конвертации их в акции компании по цене в 70 фунтов за акцию. Проект успешно завершился, облигационный заем был погашен из дохода компании в 1812 и 1813 годах и не был конвертирован

в акции. С 1755 по 1815 год более 50 компаний, строивших промышленные каналы в Англии, финансировали первую стадию строительства за счет выпуска акций, а на завершающей стадии привлекали долг часто именно в форме конвертируемых облигаций, которые решали проблему недостатка капитала.

Технология выпуска конвертируемых облигаций и капиталы были вскоре экспортированы из Англии в США, которые переживали собственный период активного строительства сети каналов в качестве транспортных артерий. В 1811 году в США, в штате Пенсильвания, была создана Union Canal Company, которая заменила собой две обанкротившиеся ранее компании и должна была завершить строительство канала «Юнион», соединявшего реки Саскуэханна и Скулкилл. Это был один из самых ранних инфраструктурных проектов в США, столкнувшихся с типичными трудностями: высокая стоимость и затяжка строительства, недостаток капитала, неясность будущего спроса на транспортные услуги и чрезмерный риск с точки зрения инвесторов. Акции и облигации инвесторами не приобретались. По английскому примеру и с помощью английских инвесторов в 1825 году было решено выпустить конвертируемые облигации номиналом от $100 до 500 с длительным сроком обращения и асимметричными условиями конвертации и погашения, позволяющими превратить со временем долг в капитал по цене 100-долларовой облигации за акцию в $100. Большая часть облигаций была размещена среди английских инвесторов, уже имевших опыт участия в таком финансировании строительства каналов. Проект столкнулся с техническими сложностями (обмеление канала из-за утечки воды) и в итоге был неудачным, поскольку водные каналы в США полностью проиграли железным дорогам как средство транспорта. Судьба облигаций осталась неизвестной.

ЖЕЛЕЗНОДОРОЖНОЕ СТРОИТЕЛЬСТВО И ФОРМИРОВАНИЕ РЫНКА КОНВЕРТИРУЕМЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Англия. Строительство железных дорог происходило практически одновременно в Европе и в США, однако США быстро превзошли Старый Свет по темпам и объемам такого строительства. В 1830 году была открыта железнодорожная магистраль между Лондоном и Манчестером. 40-е годы XIX века характеризовались раздуванием пузыря железнодорожного строительства с тысячами больших и малых проектов, притоком спекулятивного капитала, лихорадочной биржевой спекуляцией железнодорожными акциями и облигациями. Железнодорожный бум достиг пика в 1845 году. В Англии того времени широкое развитие получили финансовые инструменты, ставшие аналогами конвертируемых облигаций, но массовый рынок этих ценных бумаг не возник. Активно использовались субординированные облигации с фиксированным годовым купоном (обычно 4–5 %) и правом обмена на акции компании по фиксированной цене в конце срока обращения. Привилегированные акции с фиксированным дивидендом (обычно те же 4–5 %) и опционом конвертации в обыкновенные акции при росте прибыли и по желанию инвестора. Сроки обращения варьировались от 10 до 30 лет, иногда выпускались бессрочные инструменты, обеспечением служили реальные железнодорожные активы, земля, будущие доходы. Для компании появлялась возможность удешевить долг и позже снизить его через конвертацию. Инвестор получал стабильный доход и потенциальную прибыль в случае роста акций. В 1840–60-х годах субординированные облигации с опционом конвертирования в акции выпускала компания London and North Western Railway, а привилегированные акции с фиксированным дивидендом и опционом конвертации в обыкновенные — компания Great Western Railway в 1840–70-х годах. Вскоре «железнодорожный пузырь» в Англии лопнул, началась череда банкротств, и бумаги железнодорожных компаний обесценились, многие проекты стали убыточными, и конверсия облигаций в акции оказалась бессмысленной.

США: ЖЕЛЕЗНЫЕ ДОРОГИ И ПОЯВЛЕНИЕ РЫНКА СОВРЕМЕННЫХ КОНВЕРТИРУЕМЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Строительство железных дорог в США в XIX и начале XX века сопровождалось широким использованием конвертируемых облигаций, которые приняли современный вид. Возник массовый рынок этих инструментов, которые активно использовались в корпоративных войнах железнодорожных магнатов, направленных на враждебное поглощение конкурентов и на создание искусственной биржевой лихорадки, обогащавших «баронов-разбойников» на десятки миллионов долларов. Вместе с тем развилось регулирование рынка конвертируемых облигаций и процедуры их выпуска. Появился стандартизированный финансовый инструмент и модель его использования для реализации венчурных проектов.

Первоначально, в 30–40-х годах XIX века, строительство железных дорог, которое быстро стало основным драйвером развития американской экономики, финансировалось традиционным образом через выпуск железнодорожными компаниями акций и подписку на них и через выпуск долгосрочных облигаций, обеспеченных залогом всего имущества компании, включая выделенную землю, построенное железнодорожное полотно, станционные сооружения. Часто такие облигации выпускали правительства отдельных штатов, заинтересованных в развитии на своей территории железнодорожного транспорта. Предоставлялись гарантии правительств штатов и федерального правительства по отдельным выпускам для отдельных компаний. Темпы железнодорожного строительства нарастали от года к году особенно с началом строительства трансконтинентальных магистралей, соединивших Восточное и Западное побережья США. В 1835 году акции 9 железнодорожных компаний имели листинг на Бирже Нью-Йорка. К 1840 году в стране было построено 3000 миль железных дорог, в дальнейшем до 1850 года ежегодно строилось как минимум 1000 миль. В 1850 году железные дороги достигли Великих Озер, Чикаго и других промышленных центров на Западном побережье США, общий объем инвестиций достиг $1 млрд.

Однако строительство трансконтинентальных железных дорог и потребность в долгосрочном капитале привели во второй половине XIX века к необходимости выпуска конвертируемых облигаций. Значительная часть американских железнодорожных облигаций всех видов (ипотечные облигации, субординированные облигации, облигации, обеспеченные недвижимостью железных дорог, и конвертируемые облигации) размещалась в Англии в фунтах. Активное участие в размещении этих выпусков в Англии принимал банк Baring Brothers & Co. Английские инвесторы предпочитали конвертируемые облигации, поскольку они давали им возможность конвертации в акции и участия в будущих прибылях. Часто эти ожидания

не оправдывались из-за регулярных банкротств железнодорожных компаний, сопровождаемых приступами биржевой паники. Тогда приходилось при банкротстве невольно становиться акционерами компании, участвовать в ее реструктуризации и надеяться на улучшение ее финансовых перспектив. Так было в 1837, 1873 и 1893 годах. С 1892 по 1896 год американские железнодорожные компании, имевшие 56 000 миль дорог (из общего количества в 180 000 миль), прошли через банкротство и реорганизацию.

Типичная схема ранней американской железнодорожной конвертируемой облигации предусматривала фиксированный купон в 6–7% годовых, длительный срок обращения — от 10 до 30 лет, опцион конвертации в акции компании по фиксированной цене, обычно по номиналу. В теоретическом случае роста рыночной стоимости акций конвертация давала в таком случае дополнительную прибыль. Иногда дополнительно использовались государственные субсидии, обеспечение землей, привязка к доходам конкретной железной дороги. Силой, стоявшей за нарастанием финансирования через выпуск конвертируемых облигаций, помимо владельцев компаний, были возникшие к тому времени инвестиционные банки, особенно J.P. Morgan & Co., Kuhn Loeb & Co. Baring Brothers & Co. Этот инструмент активно использовался в корпоративных битвах при слияниях и поглощениях железнодорожных компаний такими титанами американского капитализма, как Дж. П. Морган, Даниель Дрю, Корнелиус Вандербильт, Джей Гулд, Эдвард Гарриман, и другими.

КОНВЕРТИРУЕМЫЕ ОБЛИГАЦИИ И «БИТВЫ ТИТАНОВ» ЗА АМЕРИКАНСКИЕ ЖЕЛЕЗНЫЕ ДОРОГИ. КОРНЕЛИУС ВАНДЕРБИЛЬТ ПРОТИВ «БАНДЫ ЭРИ»

Эпическое корпоративное сражение с использованием корпоративных облигаций развернулось за контроль над крупной железнодорожной компанией Erie Railroad Company в 1868-1869 годах. Компания была основана в 1832 году для строительства железной дороги от Нью-Йорка к озеру Эри. Дорога была закончена к 1851 году, а в 1859 году компания прошла через первую в своей бурной истории процедуру банкротства и реорганизации. Ее возглавил Даниель Дрю — один из знаменитых биржевых спекулянтов и «баронов-разбойников», который не строил железные дороги, а монетизировал контроль и быстро превратил акции компании и ее активы в генератор личного дохода. Для этого он активно манипулировал биржевым курсом, использовал короткие продажи акций на Бирже Нью-Йорка. В марте 1857 года он «зашортил» 5000 акций компании, вызвав падение их биржевой цены с $63 до 30 за акцию, затем закрыл «шорт» с огромной выгодой для себя. Такие операции он повторял регулярно.

Однако в 1859 году по приглашению Дрю председателем совета директоров компании стал Корнелиус Вандербильт, который после Гражданской войны в США активно приступил к строительству своей собственной железнодорожной империи. Он приобрел контроль над такими крупными компаниями, как New York Central и Hudson Railroads, которые были в прямой конкуренции с Erie Railroad, и задумал провести поглощение компании, вытеснив Дрю. В момент очередной короткой продажи Дрю акций компании он, начав активную скупку, попытался поймать его в «медвежий капкан» и лишить акций. Но не учел, что Дрю помимо акций на $3 млн владел и выпуском конвертируемых облигаций компании на $3 млн с опционом конвертации в любой момент. Дрю конвертировал выпуск и успешно осуществлял разводнение капитала, сохраняя контроль. В дальнейшем Дрю стал выпускать от имени компании конвертируемые облигации с опционом конвертации в акции и обратно в облигации в любой момент, получив идеальный спекулятивный инструмент для неограниченного манипулирования биржевой ценой на акции. Конвертируемые облигации Erie Railroad имели номинал в $1000, купон в 6–7% и конвертацию в акции по фиксированной цене часто с очень выгодным коэффициентом. На бумаге это выглядело очень привлекательно, но в реальности использовалось Дрю только для размыва акционерного капитала.

В 1868 году к нему в качестве партнеров присоединились не менее скандально известные Джей Гулд и Дж. Фиск, сформировавшие владельческую и управленческую группу, получившую название «Банды Эри», вступившую в активную и безжалостную борьбу с Вандербильтом через постоянное разводнение капитала компании и короткие продажи акций. Вандербильт, имея очень глубокие карманы, продолжал покупать акции, но вскоре понял, что «Банда» с помощью манипуляций с конвертируемыми облигациями может выпускать их бесконечно. Попытки судебных запретов на разводнение капитала Erie Railroad ни к чему не привели, поскольку «Банда» коррумпировала других судей и получала решения в свою пользу. Кроме этого, они инициировали выпуск конвертируемых облигаций на $10 млн, завладели им, конвертировали в акции, которые продолжали продавать Вандербильту. Вандербильт обратился к банкам за новыми займами и продолжал упрямо скупать все новые и новые акции.

Лояльный за определенную сумму денег к Вандербильту нью-йоркский судья Барнард выпустил судебное решение об аресте удалой троицы, которая прихватила $6 млн наличных денег компании и бежала из Нью-Йорка в Джерси, окопалась в одном из городских отелей, поставив у входа три пушки и наняв вооруженную охрану в 40 человек. Вандербильт отправил свою банду головорезов в составе 43 человек для захвата конкурентов, но тем удалось отбиться. Несколько человек с обеих сторон было убито. В итоге Вандербильт сдался и достиг соглашения с «Бандой Эри», по которому те выкупили у него 50 000 акций за $3.5 млн и предоставили облигации компании еще на $1.25 млн. Его финансовые потери от этой корпоративной войны составили $1.5 млн. Позже Вандербильт сказал по этому поводу: «Это научило меня никогда не пинать скунса».

Вскоре «Банда Эри» раскололась и начала междуусобную войну, в которой потерпели поражение Гулд и Фиск, потеряв несколько миллионов долларов. Erie Railroad после этих войн в финансовом отношении представляла собой развалины, прошла чрез банкротство и в течение 75 лет не выплачивала дивиденды.

Такие бурные события сопровождали историю развития американского рынка конвертируемых облигаций.

Источники:

de Jong A., & Madertoner F. (2022). Born of necessity: The introduction of convertible bonds in The Netherlands // Business History. — 66(6). — P. 1412–1441. — Advance online publication. https://doi.org/10.1080/00076791.2022.

Jerry W. Markham. A Financial History of the United States. — V. 1. From Christopher Columbus to the Robber Barons (1492–1900). — NY, L: 2002. — P. 154–168, 251–264.

Carl Snyder. American Railways as Investments. — NY: 1907. — P. 46–49, 306–318.

W. Z. Ripley. Railway Speculation // The Quarterly Journal of Economics. — Feb., 1911. — Vol. 25, No. 2. — P. 185–215.