

ФОРМУВАННЯ РИНКУ ВИСОКОПРИБУТКОВИХ ОБЛІГАЦІЙ (JUNK BONDS) У США В 1970–1980-ТІ РОКИ

Ринок високоприбуткових облигацій (відомих також за назвою «сміттєві облигації», junk bonds) почав формуватися в США в середині 1970-х років і був пов'язаний з діяльністю «короля сміттєвих облигацій» Майкла Мілкена з інвестиційної компанії Drexel. Junk bonds випускали невеликі і нещодавно створені компанії, що були недостатньо відомі, щоб отримати високий кредитний рейтинг. Випуск високоприбуткових (8–10 % річних) облигацій був для них єдиним шансом знайти своє місце на фінансовому ринку. Майкл Мілкен розумів потенціал цих облигацій, які, за своєю сутністю, часто були цілком надійними паперами, і зайнявся організацією їх емісії, продаючи junk bonds позиково-ощадним асоціаціям (Savings and Loan Associations) та іншим інвесторам. У 1980-і роки випуск таких облигацій став використовуватися для агресивних корпоративних поглинань, капітали для яких постачав ринок «сміттєвих облигацій». Деякі з цих поглинань проводилися з порушенням законів, що, зрештою, призвело до арешту Майкла Мілкена, банкрутства компанії Drexel і краху всього ринку «сміттєвих облигацій».

Ключові слова: «сміттєві облигації»; junk bonds; компанія Drexel; Майкл Мілкен; Айвен Боевскі; Віктор Познер.

Постановка проблеми. Ринок високоприбуткових облигацій junk bonds сформувався у другій половині 1970-х – першій половині 1980-х років у США. Однак у вітчизняній науці системний аналіз виникнення цього ринку в контексті загальних тенденцій розвитку світового ринку цінних паперів автору статті невідомий.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. «Сміттєві облигації» досліджувала велика кількість авторів як наукових [6, 7, 11, 13, 14 тощо] так і публіцистичних [1, 2, 3 тощо] праць; цьому присвячено численні статті у пресі [4, 5, 8, 10, 15 тощо]. Однак проблема системного аналізу формування ринку високоприбуткових облигацій в контексті загальних тенденцій розвитку світового ринку цінних паперів залишилася не вирішеною.

Постановка завдання (формулювання мети статті). Об'єктом дослідження є ринок цінних паперів США в 1970–1980-ті роки. Предметом дослідження – ринок високоприбуткових облигацій junk bonds. Мета дослідження – дати системний аналіз формування ринку високоприбуткових облигацій.

Викладення основного матеріалу. У 1970-ті роки в США популярності набув ринок високоприбуткових і ризикованих облигацій – так званих «сміттєвих» облигацій (junk bonds). Виникнення цього ринку було пов'язано з ім'ям Майкла Мілкена (Michael Milken), який став символом нової епохи високоприбуткових інструментів з фіксованим доходом. У той час, коли на ринку акцій був застій, Мілкен зумів зробити з облигацій (що, зазвичай, вважалися призначеними для найконсервативніших інвесторів) привабливий спекулятивний інструмент з високою прибутковістю. Раніше мало хто хотів працювати зі «сміттєвими» облигаціями, і лише деякі банки погоджувалися мати справу з керівниками компаній, які під тиском обставин вирішили випустити junk bonds. Ставлення до цих паперів змінилося після того, як Майкл Мілкен, створивши величезний ринок «сміттєвих» облигацій, на своєму досвіді показав багатьом, що хоча кожен окремих випуск таких облигацій має високий ступінь ризику, придбання пакетів облигацій різних емітентів знижує ризик, тому що ймовірність одночасного дефолту всіх облигацій була тим меншою, чим більшим ставав пакет.

Мілкена давно цікавили так звані «китайські папери» – облигації, які в 1960-і роки емітували засновники модних на той час конгломератів, щоб залучати за допомогою їх випуску капітали, необхідні для придбання чергової компанії (згодом, цю ідею Мілкен на новому рівні реалізував у своїх знаменитих корпоративних поглинаннях). З цими паперами, що знизилися в ціні до 20–30 % номіналу, Мілкен мав справу ще в шістдесяті роки. Коли він був студентом коледжу, сам почав інвестувати в них гроші, отримані для управління від клієнтів батька-фінансиста. Щоб залучити своїх перших інвесторів, Мілкен гарантував, що повністю бере на себе можливі збитки, а в разі прибутку він отримує його половину. Такі умови створили йому репутацію надійного ділового партнера.

Потім Мілкена привернула проблема кредитоспроможності емітентів цінних паперів, яка визначається на основі рейтингів. Розміщувати свої облигації на ринку цінних паперів могли 600–700 компаній, яким було присвоєно рейтинг інвестиційного рівня. Решта були позбавлені такої можливості, хоча, як вважав Мілкен, відсутність інвестиційного рейтингу ще не означала, що компанія не є перспективною.

Дрібні та середні компанії, що не належали групі «блакитних фішок», змушені були брати короткострокові кредити в комерційних банках під високий відсоток. Щоб вийти на ринок цінних

паперів, цим компаніям залишалося лише використовувати облігації з підвищеною прибутковістю (до 10 %). Такі облігації вважалися більш ризикованими і не зовсім справедливо отримали назву «сміттєвих» (junk bonds), хоча, насправді, вони могли бути нічим не гірші за облігації з інвестиційним рейтингом. Ці папери з'явилися задовго до Мілкена, хоча й не мали особливого значення. У класичному сенсі слова, спочатку це були корпоративні облігації, ті самі «блакитні фішки», що втратили високий рейтинг через труднощі компанії. Тому такі папери називали fallen angels – «янгели, що впали» (назва junk bonds з'явилася пізніше, її запропонував сам Мілкен). За цими облігаціями не було купонних виплат, і вони не приносили прибуток.

Інвестори, які купували junk bonds, сподівалися, що ці папери, які сильно знизилися в ціні, колись можуть знову вирости, і той, хто скупив їх за низькою ціною, зможе розбагатіти. Типовим прикладом таких паперів були кубинські облігації, випущені ще до Фіделя Кастро. Відсотки за ними не виплачувалися вже 20 років, термін погашення настав у 1977 році, а ймовірність того, що на Кубі зміниться влада, була мізерна. Але ці папери в 1980-і роки все ще перебували в обігу на ринку, а їх покупці продовжували вірити, що режим Кастро колись буде скинуто. Потім junk bonds почали називати всі облігації з невисоким рейтингом, зокрема, цілком перспективні папери нещодавно створених компаній, що не мали можливості отримати високий рейтинг.

Мілкен вважав, що на ринку може бути непоганий попит на облігації з підвищеною прибутковістю, оскільки є чимало інвесторів, які поблажливо ставляться до підвищеного ризику заради більшого прибутку. Великі компанії («блакитні фішки»), користуючись своїм становищем на ринку корпоративних паперів, високоприбуткові облігації випускати не будуть – для них у цьому немає сенсу. А перспективні молоді компанії потрапити на облігаційний ринок не можуть. Для цього їм потрібен рейтинг інвестиційного класу, який неможливо отримати без певного рівня капіталізації, кількості співробітників і загальної репутації компанії.

На думку Мілкена, рейтингові агентства, лобіюючи інтереси великих корпорацій, навмисно не пускали на ринок нещодавно створені компанії. Вирішити цю проблему можна було, лише створивши альтернативний ринок облігацій, не контрольований рейтинговими агентствами. Тоді junk bonds могли б стати непоганим інвестиційним інструментом для нещодавно створених компаній, які ще не встигли зарекомендувати себе на ринку.

Приїхавши з Каліфорнії до Нью-Йорка, Мілкен отримав роботу в інвестиційній банківській компанії Drexel, де він спочатку займався звичайними корпоративними облігаціями. В середині 1970 року, завдяки наполегливості Мілкена, компанія випустила (напевно, вперше в історії ринку цінних паперів) списки високоприбуткових «сміттєвих» облігацій. Колеги вважали, що Мілкен збирається торгувати паперами, що нікому не потрібні, але це його не зупиняло.

Керівництво Drexel зацікавилася діяльністю Мілкена і дало йому для початку півмільйона доларів на розширення операцій, а потім збільшило цю суму до двох мільйонів. Мілкен за рік отримав на них 100 % прибутку, і це відразу привернуло до нього загальну увагу. Незабаром, йому дали можливість створити свій власний відділ високоприбуткових облігацій, і у Мілкена сформувалося коло постійних клієнтів (спільні фонди Keystone B4, Lord Abbot Bond Debenture, National Bond Fund тощо). Так, після приходу Майкла Мілкена в компанію Drexel, вона стала все більше спеціалізуватися на junk bonds.

Серед великих учасників ринку цінних паперів ця компанія тоді вважалася досить дрібним гравцем. Однак після початку масових емісій junk bonds, які розміщувалися з великою знижкою від номіналу, Drexel привернула до себе загальну увагу. Більшу частину емісій компанія розповсюджувала самостійно, хоча деяку кількість розмістили на ринку великі банки (Lehman Brothers тощо). Завдяки junk bonds, фінансування змогли отримати фірми, які до того не мали доступу до ринку корпоративних облігацій з високими рейтингами.

Мілкена цікавили також облігації компаній, які перебували на межі банкрутства. Він купував їх за 10–20 % номіналу, а потім, як зазвичай буває на ринку, сам по собі факт купівлі облігацій ставав причиною підвищення їх курсу, і через деякий час їх можна було продати зі значним прибутком. Приблизно за такою схемою в 1940-і роки відомий тоді трейдер Сай Льюїс з Bear Stearns заробив чимало грошей, скуповуючи облігації збанкрутілих залізниць.

У середині 1970-х років, разом з роботою на Drexel, Мілкен почав створювати фонди високоприбуткових облігацій. Перший такий фонд, заснований ним разом з Девідом Соломоном (First Investors Fund for Income, FIFI), у 1977 році отримав фінансову підтримку в розмірі 17 млн. доларів від Drexel, потім з'явилося ще шість схожих фондів, що також підтримувалися Drexel. Для інвесторів мотивація була простою і зрозумілою – державні облігації Казначейства давали прибуток 7,5 %, а фонди високоприбуткових «сміттєвих» облігацій обіцяли прибуток 10 %.

Так почав формуватися самостійний ринок високоприбуткових облігацій, який створювався не лише зусиллями Майкла Мілкена. У 1977 році Lehman Brothers Kuhn Loeb, одна з найбільших фінансових компаній, цілеспрямовано вивела на ринок кілька нових випусків низькорейтингових високоприбуткових облігацій (на 75 млн. для LTV Corporation, на 75 млн. для Zapata Corporation, на 60 млн. для Fuqua Industries і на 53 млн. для Pan American World Airways). На відміну від облігацій, що колись мали високі

рейтинги, а потім знизилися в ціні (саме вони раніше перебували в обігу на цьому ринку), випущені Lehman Brothers папери із самого початку були низькорейтинговими junk bonds.

У квітні 1977 року Drexel розмістила свої перші високоприбуткові облигації (під 11,5 % річних на суму 30 млн. доларів), випустивши їх для нафтової компанії Texas International. Комісійні 3 % були дуже великими, і прибуток компанії Drexel становив 0,9 млн. доларів (комісійні для звичайних високорейтингових облигацій були набагато менші й становили, зазвичай, 0,8–0,9 %). До кінця 1977 року компанія провела ще шість схожих невеликих емісій з сумарним обсягом близько 125 млн. доларів. І хоча цей обсяг був у два рази менший, ніж у Lehman Brothers, за кількістю емісій високоприбуткових облигацій Drexel вийшла на перше місце. У 1978 році Drexel розмістила 14 емісій на загальну суму 439,5 млн., ставши безперечним лідером, і, незабаром, вона контролювала майже 70 % ринку junk bonds. До середини 1980-х років Drexel зберігала майже повну монополію на ринку «сміттєвих» облигацій, а потім цим ринком зацікавилися великі інвестиційні банки.

У 1978 році Майкл Мілкен став наполягати на переведенні відділу високоприбуткових облигацій до Лос-Анджелесу – йому потрібна була більша свобода дій, а в нью-йоркському офісі Drexel у нього було надто багато супротивників. Хоча в керівництві Drexel розуміли, що в цьому випадку Мілкена взагалі неможливо буде контролювати, відділ Мілкена надавав переважну частину прибутку компанії. Відтак, Мілкен був більше потрібен компанії, ніж їй компанія. Незабаром, відділ високоприбуткових облигацій було перенесено до Лос-Анджелесу з офісом у найпрестижнішому районі міста – Беверлі Хіллз.

У керівництві каліфорнійського облигаційного відділу Drexel були Лоуелл Мілкен, юрист і молодший брат Майкла, його близький друг Пітер Аккерман і особистий адвокат Річард Зандлер. Ходили чутки, що з 85 співробітників відділу два десятка основних отримують по 10 млн. доларів на рік, щоправда, їм доводилося працювати з раннього ранку до пізнього вечора. Андеррайтинг «сміттєвих» облигацій був дуже вигідною справою, хоча й ризикованою – винагорода андеррайтерів була майже у два рази вищою, ніж під час розміщення звичайних облигацій з інвестиційним рейтингом. Комісійні андеррайтерів у цьому випадку сягали в середньому 6 % за типового об'єму однієї емісії у 100 млн. доларів. У Drexel облигаційний відділ Мілкена отримував 2 % з цих 6 % – з кожної емісії обсягом у 100 млн. доларів по 2 млн. доларів комісійних.

Крім організації випуску високоприбуткових облигацій, відділ займався підтримкою їх ліквідності, для чого, спочатку, сам Мілкен через підставні компанії проводив з ними операції купівлі-продажу, імітуючи активність на ринку. Потім реальними інвесторами, які вкладають капітали в ці облигації, стали малі і середні інвестиційні компанії, що не мали іншого способу потрапити на ринок через конкуренцію з великими фондами. Для цих клієнтів Мілкена облигації з підвищеною прибутковістю були єдиною можливістю досягти успіху, хоча можливість ця була пов'язана з ризиком. Потім серед клієнтів стали переважати численні провінційні позиково-ощадні асоціації.

Коли Drexel почала виходити на ринок junk bonds, на ньому в 1979 році було ще 16 інших компаній. Потім їх кількість скоротилася до 12-ти в 1980 році і до 5-ти в 1981 році. При цьому середній річний обсяг емісії облигацій залишався незмінним, близько 1,5 млрд доларів, але ринок контролювала Drexel. У 1979 році з 1,22 млрд загального обсягу випуску цих паперів Drexel розміщувала облигацій на 408 млн., у 1981 році із загальної емісії 1,47 млрд Drexel розміщувала облигацій на 1,08 млрд. Головним конкурентом Drexel була компанія Merrill Lynch.

Попит на junk bonds швидко зростав – було не лише багато бажаючих їх випустити за допомогою Мілкена, а й не менше охочих їх купити. «У нього були емітенти. У нього були покупці. Він був найспритніший з усіх. У нього було ноу-хау. У нього була найкраща система заохочень для співробітників. У нього була вичерпна база даних – він знав про компанії все, він знав, скільки коштували їхні цінні папери і, можливо, навіть, як коливалися ціни по днях, принаймні, з 1971 року» – згадував Говард Маркс, один із клієнтів Мілкена наприкінці 1970-х років [2, с. 28].

У пошуку інвесторів чималу роль відіграли знамениті розкішні фестивалі Мілкена. Спочатку це були скромні конференції інвесторів, де їм надавали інформацію по junk bonds. На одній з перших таких конференцій у 1983 році Мілкен вирішив підрахувати купівельну спроможність своїх клієнтів, і виявилось, що всі присутні в залі в разі необхідності могли б надати 100 млрд доларів. Надалі, така оцінка стала улюбленим ритуалом Мілкена, що допомагала йому відчутти свою силу. Незважаючи на схильність до перебільшень, фінансові можливості його клієнтської мережі справді були високі і постійно зростали. Згодом, ці конференції перетворилися в розважальні шоу, які влаштовували в готелі «Беверлі Хіллз» у Лос-Анджелесі (його власником був один із компаньонів Мілкена Айвен Боескі). Серед запрошених були фінансисти, які могли б спокуситися підвищеною прибутковістю junk bonds, а також політики (сенатори Білл Бредлі, Тед Кеннеді, Говард Метценбаум, Ел Дамато та ін.), які самим фактом своєї присутності підвищували престижність «сміттєвих» облигацій. На подяку, Drexel брала участь у фінансуванні передвиборних кампаній цих політиків.

Так Мілкену вдалося створити величезний ринок високоприбуткових облигацій, і всі заговорили про високі прибутки облигаційного відділу Drexel (лише в одному 1986 році – 525 млн. доларів). Жодна з

компаній, з паперами яких працював Мілкен, не оголосила дефолт, і всі вони акуратно сплачували прибуток за своїми облигаціями. Це забезпечувало ліквідність ринку junk bonds – інвестори легко могли продати ці папери за вигідною ціною.

Найчисленнішими інвесторами були позиково-ощадні асоціації, і в них містилася більша частина високоприбуткових junk bonds. У першій половині 1980-х років справи цих асоціацій йшли не дуже добре, тому їм дуже були потрібні інвестиційні інструменти з прибутковістю більшою, ніж у звичайних іпотечних операцій. Такий прибуток на той час могли дати лише «сміттєві» облигації. Закон Гарна – Сен-Жермена 1982 року дозволяв банкам і небанківським установам інвестувати в цінні папери лише частину своїх прибутків, тому ризик зазнати збитків від «сміттєвих» облигацій здавався не таким страшним.

Капітали Майкла Мілкена сягнули 3 млрд доларів. Бонусна премія, отримана Мілкеном у 1990 році в компанії Drexel, становила 550 млн. доларів. Було створено добре налагоджений механізм розміщення емісій «сміттєвих» облигацій через систему посередників, які отримували чималу винагороду. Одним із таких посередників був Finsbury Fund, створений у компанії Solomon Assets. Фонд продавав «сміттєві» облигації роздрібним інвесторам, підвищуючи при цьому ціну на ці папери й отримуючи чималий прибуток, частину якого він віддавав Мілкену [17, р. 16].

Якби Мілкен вчасно зупинився на цьому рівні, то, можливо, ще довго зміг би отримувати чималий прибуток на ринку «сміттєвих» облигацій. У 1977 році капітал Drexel становив 75 млн. доларів (з них власний капітал був 40 млн.), отриманий прибуток – 150 млн. доларів. Акції компанії в серпні 1977 року котирувалися по 4,47 долара. В кінці 1985 року прибутки компанії сягнули 2,5 млрд доларів, капітал – 1 млрд, власний капітал – 750 млн., курс акцій піднявся до 58,6 долара. Чистий прибуток за рік сягнув 304,4 млн., і за ним Drexel наближалася до компанії Salomon Brothers, що мала вдвічі більший капітал. Наприкінці 1986 року прибутки Drexel сягнули 4 млрд, чистий прибуток – 545,5 млн., і вона випередила Salomon (з прибутком 516 млрд) [2, с. 142].

У 1970 році обсяг ринку junk bonds був майже нульовим, у 1981 році сумарний обсяг нових емісій сягнув 839 млн. доларів, у 1985 році – 8,5 млрд доларів, у 1987 році – 12 млрд. У 1987 році «сміттєві» облигації становили 25 % обсягу ринку корпоративних облигацій. Усього з 1980 по 1987 роки було випущено «сміттєві» облигації на загальну суму 53 млрд доларів [4, с. 156]. Після падіння ринку цінних паперів у 1987 році у компаній-емітентів junk bonds почалися проблеми з фінансуванням, і це на деякий час послабило інтерес інвесторів до «сміттєвих» облигацій.

У середині 1980-х років знову повернулася мода на злиття і поглинання, почасти нагадуючи цим 1960-і роки, але перевершуючи їх за масштабами. Конгломерати, що виникли у шістдесяті роки, значно скоротилися під час стагнації наступного десятиліття. А з початком нового підйому і швидкого розширення ринків облигацій, а потім і акцій, знову з'явилася стара ідея – капіталізація двох об'єднаних компаній може бути більшою, ніж проста сума капіталізацій кожної з них окремо.

Особливо поширилися злиття і поглинання за допомогою викупу контрольного пакету акцій за позикові кошти. Цьому сприяло і те, що ціни на акції компаній в середині 1980-х років усе ще були нижче звичайних цін, і ці дешеві папери приваблювали тих, хто займався злиттями й поглинаннями. До того ж, багато компаній прагнули до розширення. Але, після тривалого спаду 1970-х років, створення нових підприємств вимагало великих витрат і було проблематичним. Набагато простіше було купити за зниженою ціною вже існуючі активи, яких було більш ніж достатньо на ринку. Так почався бум злиттів і поглинань. Він ще більше посилив загальне пожвавлення на ринку цінних паперів, де інвестори охоче скуповували акції тих компаній, які, за чутками, скоро мали бути поглинені.

Автором ідеї поглинань був Джеррі Кольберг, засновник знаменитого інвестиційного фонду Kohlberg Kravis Roberts (KKR), який розпочав роботу в 1976 році. Фонд провів більше 150 операцій поглинань на загальну суму 345 млрд доларів, серед них – придбання у 1988 році RJR Nabisco з капіталізацією близько 25 млрд доларів, найбільше з усіх відомих поглинань [3]. Кольберг, налаштований консервативно, надавав перевагу дружнім поглинанням, про які мирно домовлялися власники компаній. Але його молодші компаньйони, Кравіс і Робертс, дивилися на цей бізнес інакше – їх усе більше приваблювали недружні агресивні поглинання. Кольберг незабаром відійшов від справ, а компанія Kohlberg Kravis Roberts стала лідером агресивних поглинань. У 1980-ті роки з десяти основних поглинань чотири найбільших було проведено Kohlberg Kravis Roberts [12, р. 78].

Агресивні поглинання поширилися також в Англії, де головним корпоративним загарбником був лорд Хансон, який у 1986 році поглинув Imperial Group, що входила до десятки найбільших британських компаній, а в 1989 році захопив Consolidated Goldfields, одну з найбільших у світі золотодобувних компаній. У першій половині 1980-х років Майкл Мілкен і компанія Drexel не брали участі в поглинаннях, які потребували великих капіталів. Але коли система продажу «сміттєвих» облигацій інституційним інвесторам вже була добре налагоджена, Мілкен вирішив використовувати емісії «сміттєвих» облигацій, щоб зібрати капітал, необхідний для агресивних поглинань.

Так junk bonds почали використовувати для отримання фінансових ресурсів під час захоплення великих компаній. Коли корпоративні рейдери (їм охоче допомагали банкіри, брокери і юристи – всі

хотіли мати свою частину прибутку), отримавши необхідні капітали за допомогою емісії «сміттєвих» облігацій, націлювалися на чергову жертву, компанія була готова звернутися до будь-якого дружнього покупця. Акціонери, які погодилися на продаж своїх акцій, отримували за них високу ціну. А ті, хто відмовлявся продавати акції, залишалися з цінними паперами, курс яких сильно знижувався.

Drexel ще з 1982 року почала брати участь в поглинаннях – відділ Мілкена за допомогою junk bonds забезпечував фінансування операцій з викупу контрольного пакету акцій за рахунок кредитних коштів (leveraged buyout, LBO). Під час цих операцій невелика група інвесторів (зазвичай, керівництво і вищий менеджмент компанії-поглинача) викупувала контрольний пакет акцій компанії, що поглиналася за допомогою позикового капіталу, який повертався після продажу активів поглиненої компанії. Це спричиняло швидке зростання курсу акцій компанії, що поглиналася (іноді, у півтора – два рази). Ті, хто напередодні поглинання скуповував великий пакет акцій компанії, що поглинається, а після підвищення продавав, міг отримати чималий прибуток. Хоча такі операції вважалися протизаконними, оскільки були засновані на інсайдерській інформації, важко було перевірити і довести, хто кому що розповів у приватній розмові.

Зазвичай, під час LBO використовувалися власні кошти поглинача (близько 10 % усієї суми LBO) і позиковий капітал – банківські кредити (близько 60 %) разом з капіталами від розміщення «сміттєвих» облігацій (близько 30 %). Такі цілком звичайні операції застосовувалися і раніше, але якщо в 1960-і або 1970-ті роки поглинання стосувалися невеликих компаній, то хвиля поглинань великих корпорацій почалася саме в 1980-і роки. У 1982 році Drexel організувала фінансування двох LBO, в 1983 році – трьох. А потім Леон Блек, який займався LBO, і директор компанії Фред Джоєф зрозуміли (очевидно, з підказки Майкла Мілкена), що якщо за допомогою випуску сміттєвих облігацій можна легко отримати позикові капітали для дружнього узгодженого поглинання, то їх можна так само легко отримати і для недружнього агресивного поглинання.

Схема використання «сміттєвих» облігацій для агресивних поглинань відпрацьовувалася поступово шляхом спроб і помилок. На початку 1984 року невелика компанія Mesa Petroleum (її власником був Томас Бун Пікенс-молодший) спробувала поглинути велику компанію Gulf Oil, хоча і без успіху – Gulf об'єдналася з Standard Oil of California. Незабаром компанія Reliance поглинула Disney. Після цього почалися інші поглинання. Вони фінансувалися «сміттєвими» облігаціями і принесли сотні мільйонів доларів і поглиначам, і компанії Drexel разом з Мілкеном. Але поки що світ великих корпорацій не ставився до всього цього серйозно. Класичним прикладом мілкенівського поглинання стала історія, коли Coastal Corporation придбала American Natural Resources Company за 2,46 млрд доларів, з яких 1,6 млрд були отримані через банківські кредити, а 600 млн. – на ринку junk bonds. Drexel у той час не була лідером поглинань, але завдяки Мілкену і відпрацьованій техніці залучення капіталів за допомогою випуску сміттєвих облігацій, у цій компанії були створені всі умови для того, щоб зайнятися LBO [16, р. 338–339].

Коли Вільям Е.Саймон, колишній міністр фінансів США, разом зі своєю інвестиційною групою Wesray поглинув Gibson Greetings, він реструктуризував компанію і продав її з великим зиском, заробивши на цьому 70 млн. доларів. Чутки про це швидко розповсюдилися фінансовими колами, після чого всі заговорили про вигідність поглинань. Лише за один 1984 рік сукупний обсяг LBO всіх компаній зріс у чотири рази і сягнув 18,6 млрд доларів. А в середині 1980-х років інтерес до поглинань посилювався у всіх – на цьому бізнесі можна було швидко заробити великі капітали.

У 1987 році річна вартість злиттів і поглинань сягнула 300 млрд доларів. А з 1985 по 1990 роки загальна їх кількість збільшилася в три рази. В цій хвилі поглинань лідирували найбільші інвестиційні банки – Morgan Stanley, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Salomon Brothers, Lazard Freres тощо. Великі компанії за рік проводили до 200 операцій злиття і поглинання, а прибуток кожного з банків від цих операцій сягав 100 млн. доларів на рік, навіть за комісійних під 1–2 %.

Не міг пройти осторонь цього і Майкл Мілкен. До агресивних поглинань його підштовхувала ще й та обставина, що у нього в розпорядженні опинилися десятки мільярдів доларів, які потрібно було вигідно інвестувати. Перспективних молодих компаній, що потребували кредитів, було не так багато. При цьому Мілкену необхідно було продовжувати випускати «сміттєві» облігації, щоб задовольняти зростаючий попит на них. Якби він зупинився, то весь механізм отримання прибутку міг би порушитися, а на це Мілкен піти не міг. І тоді агресивні поглинання недооцінених компаній стали для нього основним напрямком використання величезних вільних капіталів.

Виявилось, що команда партнерів Мілкена у агресивних поглинаннях, до якої належали Рональд Перельман, Бун Пікенс, Карл Айкен, Мервін Девіс, Ірвін Якобс, Джеймс Голдсміт, Нельсон Пельтц, Семюель Хейман, Саул Штейнберг, Ешер Едельман, Віктор Познер та інші, могла наблизитися до таких гігантів, як Revlon, Phillips Petroleum, Unocal, TWA, Disney, AFC, Crown Zeilerbach, National Can і Union Carbide. Перельман (а через нього Мілкен) навіть намагався скуповувати великі пакети акцій Salomon Brothers, головного конкурента Drexel, і якби не допомога Уоррена Баффета, то ще невідомо, як би вся ця історія закінчилася. Під загрозою перерозподілу власності опинилася вся американська корпоративна система, що,

зрештою, згубило Мілкена – він налаштував проти себе занадто багатьох власників великих корпорацій, і вони вирішили позбутися його за ліпшої нагоди.

У 1986 році бізнес на агресивних поглинаннях за допомогою «сміттєвих» облигацій так розцвів, що Мілкен вирішив поширити цю практику на Японію, де в листопаді провів конференцію для інвесторів, що нагадувала каліфорнійські фестивалі, хоча і меншим обсягом. Він вважав, що навіть обережні і консервативні японці на хвилі загального економічного підйому вже були готові купувати «сміттєві» облигації. Спершу він хотів залучити клієнтів, розписуючи їм вигоди високоприбуткових облигацій, а коли механізм мобілізації капіталу буде налагоджений, перейти до агресивних поглинань. Те, що в США зайняло у нього сім-вісім років, він хотів організувати в Японії за два роки і вийти на операції поглинання обсягом 10–20 млрд доларів – набагато більше, ніж до того. У цьому був сенс японського проекту. Можливо, він розвивався б й надалі, якби вся імперія Мілкена не похитнулася.

У 1988 році одне з поглинань закінчилося для Мілкена зовсім не так, як він розраховував. Серед його клієнтів і партнерів був Віктор Познер (1918–2002) з Майамі, нащадок емігрантів з Російської імперії, які переселилися до США на початку ХХ ст. Познер почав займатися нерухомістю ще у 1930-і роки і розбагатів на цьому. У 1966 році його зацікавили поглинання, і він став скуповувати контрольні пакети акцій порівняно невеликих виробничих компаній. У 1969 році, використовуючи фірму NVF Company з обсягом продажів 30 млн. доларів, Познер вирішив поглинути Sharon Steel з продажами 220 млн. Тоді ринку «сміттєвих» облигацій ще не було, і Познер використовував так звані «китайські папери», придбавши за ці облигації більшість акцій Sharon Steel. Усього в 1969 році Познер поглинув 8 компаній і отримав 10 млн. доларів прибутку, в 1975 році – вже 22 млн. прибутку. Купуючи контрольні пакети акцій компаній, він продавав усі їхні активи, після чого закривав підприємства, не цікавячись подальшою долею співробітників і міноритарних акціонерів.

У 1988 році Познер вирішив поглинути будівельну компанію Fischbach, скупивши більшість її акцій. Під час поглинання цієї компанії Мілкен забезпечив швидке розміщення junk bonds Познера, забезпечивши його необхідним капіталом. Однак за законом контрольний пакет акцій не могла придбати одна особа, і хтось ще мав купити не менше 10 % акцій. Мілкен доручив придбати ці акції одному зі своїх партнерів, Айвену Боескі (Ivan Boeski). Несподівано історія набула розголосу, почався скандал і Айвен був заарештований.

Айвен Боескі народився 3 червня 1937 року в Америці, а його батько Вільям – у 1900 році в українському місті Катеринославі. У світі фінансів Боескі з'явився на початку 1970-х років. Він хотів займатися арбітражним бізнесом, але всі спроби влаштуватися на роботу в арбітражні компанії не були успішними. Коли його в черговий раз звільнили за ризиковані операції на позикові кошти (після чого збанкрутувала брокерська компанія Edwards & Hanly), Боескі вирішив відкрити власну фірму Ivan F.Boesky Co, а батьки дружини дали 700 тис. доларів на новий бізнес зятя. Айвен і надалі проводив ризиковані операції з використанням позикового капіталу, не раз мав великі збитки, але, зрештою, через п'ять років після відкриття своєї фірми розбагатів і його капітал становив 100 млн. доларів.

У середині 1980-х років Айвен Боескі набув популярності, а незабаром він став найбільшим арбітражером і почав займатися модними в ті роки поглинаннями. Він знаходив недооцінені компанії, щоб потім викуповувати їх контрольний пакет акцій. У 1986 році Боескі заснував інвестиційний фонд Hudson Fund, а компанія Drexel висловила готовність зібрати для фінансування фонду 600 млн. доларів за рахунок випуску облигацій. Сукупний капітал його фірми сягнув 1 млрд доларів, і він міг тепер на законних підставах залучати позикові кошти до 3 млрд доларів. За розміщення облигацій Боескі мав виплатити винагороду Drexel у розмірі 24 млн. доларів. Ця історія разом з іншими схожими стала предметом судового розгляду після того, як він був заарештований у листопаді 1986 року зі звинуваченням у протизаконних операціях.

Боескі вирішив добровільно дати свідчення, сподіваючись звільнитися після сплати великого штрафу, і 17 вересня 1986 року став офіційним інформатором Міністерства юстиції США. Але тюремного ув'язнення уникнути все одно не вдалося. Айвена Боескі засудили до трьох з половиною років і штрафу в 100 млн. доларів, але він відсидів лише половину терміну і вийшов на свободу, що викликало черговий скандал. Розслідування і переговори його адвокатів з владою тривали декілька місяців і ретельно приховувалися, щоб не спричинити паніки на біржах. Коли про це було оголошено офіційно, преса почала звинувачувати Комісію з цінних паперів і бірж у тому, що вона, приховуючи розслідування справи Боескі, дала тому можливість розпродати свій портфель цінних паперів на 400 млн. доларів, ставши співучасником найбільшої операції скандального арбітражера. Насправді, щоб сплатити обіцяний штраф у 100 млн. доларів, Боескі не міг не продавати папери – такої суми в нього не було. Але головне, що під час слідства Айвен Боескі 14 листопада 1986 року дав свідчення проти Майкла Мілкена, до якого сходилися всі операції агресивних поглинань, що так стривожили у 1980-і роки корпоративну Америку.

Нарешті був знайдений привід приборати Мілкена, і той був заарештований за звинуваченням у шахрайстві. Після арешту Мілкена весь фінансовий істеблшмент був налаштований проти нього. На інвестиції у високоприбуткові «сміттєві» облигації було накладено обмеження через численні скарги до

Конгресу. Спочатку прокурор пропонував Мілкену визнати свою провину за двома випадками шахрайства та сплатити великий штраф. Але Мілкен відмовився, очевидно, вважаючи себе правим. Тому через тиждень його повною мірою звинуватили у більш ніж 100 випадках рекету і корупції. На суді Мілкен стверджував, що така практика поглинань «не була в основі нашого бізнесу», але суддів це не переконало [13]. У листопаді 1990 року він був засуджений на 10 років ув'язнення, разом зі сплатою декількох великих штрафів на загальну суму понад млрд доларів [14, р. 209].

Крім того, Мілкену довічно було заборонено займатися будь-якою діяльністю, пов'язаною з цінними паперами. За словами судді, «якщо людина, що має такий вплив у фінансовому світі, і очолює важливий відділ одного з найбільших інвестиційних банків, знову і знову порушує закони з метою збагачення... і посилення свого впливу, а також здійснює фінансові злочини, які особливо важко потім виявити – для такої людини потрібен тривалий термін тюремного ув'язнення», щоб вирок став попередженням «для всього фінансового співтовариства» [8]. У в'язниці Мілкен провів майже два роки, потім у нього виявили рак і випустили.

Але він залишився живий, і через 25 років, 9 грудня 2015 року The New York Times повідомила, що «Майкл Мілкен повернувся на Уолл-Стріт». «Він знову з'явився в Нью-Йорку на щорічному прийомі в нью-йоркському готелі Hilton», на якому, зазвичай, присутні «титани Уолл-Стріт». Мілкен став відомим у Каліфорнії філантропом і засновником Milken Institute, фінансуючи наукові дослідження, зокрема, нових методів лікування раку [15]. У тому самому готелі Beverly Hilton, де Мілкен, коли він був «королем смітєвих облігацій», проводив знамениті «бали хижаків», він зараз організовує щорічні конференції свого інституту (Milken Institute Global Conference). Конференції збирають багатьох зі світу фінансової еліти, і там обговорюються не лише проблеми медичних досліджень. У 2015 році на конференції серед тем доповідей були і уповільнення економічного зростання в Китаї, і коливання цін на ринку акцій, і проблеми інформаційної безпеки компаній [11].

З часом все негативне забулося, і сьогодні історія «короля смітєвих облігацій» Майкла Мілкена викликає інтерес у багатьох. У 1995 році Едвін Кантор, у минулому один із топ-менеджерів Drexel, говорив в інтерв'ю «Нью-Йорк Таймс», що «люди намагаються не згадувати Drexel у своїх резюме», щоб не дискредитувати себе [18]. Після того, як минуло більше 25 років після банкрутства Drexel і емоції заспокоїлися, колишні співробітники компанії з гордістю розповідають про свою роботу в Drexel і, навпаки, підкреслюють це у своїх резюме. «Коли під час ділових подорожей і зустрічей я згадую про свою роботу в Drexel, у мене відразу ж починають з цікавістю розпитувати подробиці» – сказав Е.Кантор у 2015 році [7].

Висновки і перспективи подальших досліджень. Отже, у США в 1970–1980 роки сформувався ринок високоприбуткових облігацій, який надав можливість проводити облігаційні емісії невеликим підприємствам, які не мали кредитних рейтингів. У становленні цього ринку вирішальне значення мала діяльність Майкла Мілкена. Їй важко дати однозначну оцінку. Те, що його дії були не завжди законні, неможливо заперечувати, але це лише одна сторона історії Мілкена. Він був водночас і фінансовим генієм, що зумів перетворити нікому не потрібні «смітєві» облігації на популярні в 1980-і роки високоприбуткові інструменти, що дали можливість отримати фінансування сотням нових компаній, зокрема, таким як: Duracell, MCI Communications тощо. Подібно до того, як банк Salomon Brothers у 1980-і роки привернув загальну увагу до іпотечних заставних, зібравши їх у пули і випустивши новий фінансовий інструмент – іпотечні облігації, компанія Drexel створила ринок високоприбуткових junk bonds, які привертала в ті роки не меншу, а може й більшу увагу, ніж іпотечні папери. Потім Drexel стала домінувати не лише на ринку junk bonds, але і на ринку агресивних поглинань, сягнувши свого максимального підйому і ставши фінансовою компанією, що найшвидше зростала.

Після арешту М.Мілкена на ринку junk bonds почалася криза, що потім охопила і позиково-ощадні асоціації. Незабаром припинила своє існування і компанія Drexel. Фінансові труднощі у неї почалися ще під час кризи 1987 року, а з 1990 року в компанії виникли серйозніші проблеми. На її балансі була велика кількість непроданих облігацій, і декілька сот мільйонів доларів було витрачено на штрафи. У компанії почався загальний дефіцит фінансових ресурсів, до того ж проти Drexel були налаштовані і ФРС, і Комісія з цінних паперів і бірж. У лютому 1990 року, ще до суду над Майклом Мілкенем, компанія оголосила про банкрутство. Однак у другій половині 1990-х років ринок junk bonds відродився і до кінця десятиліття капіталізація цього ринку сягнула 140 млрд доларів [9, р. 10–19]. Вивчення сучасного стану ринку junk bonds є перспективним напрямком подальших досліджень.

Список використаної літератури:

1. Барановський О.І. Фінансові кризи: передумови, наслідки і шляхи запобігання / О.І. Барановський. – К. : Київ. нац. торг. екон. ун-т, 2009. – 754 с.
2. Брук К. Бал хищников / К.Брукс. – М. : Тройка Диалог, 2008. – С. 28.
3. Бурроу Б. Варвари у ворот. История падения RJR Nabisco / Б.Бурроу, Д.Хельяр. – М. : Олимп-Бизнес, 2003. – 576 с.

4. Льюис М. Покер лжецов / М.Льюис. – М. : Тройка Диалог, 2001. – С. 156.
5. Мошенский С.З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С.З. Мошенский. – М. : Экономика, 2010. – 280 с.
6. Рубцов Б. Современные фондовые рынки / Б.Рубцов. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.
7. Alden W. Drexel, 25 Years After Its Collapse, Only Helps a Résumé / W.Alden // *The New York Times*. – 2015. – 13 Feb.
8. Eichenwald K. The Milken Sentence; Milken Gets 10 Years for Wall St. Crimes / K.Eichenwald // *The New York Times*. – 1990. – Nov. 22.
9. Duka J. Democratization of America`s Capital Market / J.Duka // *Federal Reserve Bank of Dallas / Economic and Financial Review*. – 2001. – Second Quarter. – P. 10–19.
10. Gaughan P. Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring / P.Gaughan. – N.Y. : John Wiley & Sons, 2002. – Pp. 338–339.
11. Goldfarb J. The M.&A. Predators at Michael Milken`s Ball / J.Goldfarb // *The New York Times*. – 2015. – 29 Apr.
12. Kaufman A. Kohlberg Kravis Roberts & Co and the Restructuring of American Capitalism / A.Kaufman, E.Englander // *Business History Review*. – 1993 – Vol. 67. – P. 78.
13. Michael Milken's Guilt // *The New York Times*. – 1990. – Apr. 26.
14. Sobel R. Dangerous Dreamers: The Financial Innovators from Charles Merrill to Michael Milken / R.Sobel. – N. Y. : Whiley, 1993. – P. 209.
15. Stevenson A. Michael Milken Returns to Wall Street for UJA-Federation Dinner / A.Stevenson // *The New York Times*. – 2015. – 8 Dec.
16. Taggart R. Junk Bond Market`s Role in Financing Takeover / R.Taggart // *Mergers and Acquisitions* / Ed. A.Auerbach. – Chicago : University of Chicago Press, 1988. – Pp. 5–24.
17. Zey M. Banking on Fraud: Drexel, Junk Bonds, and Buyouts / M.Zey. – N.Y. : Aldine de Gruyter, 1993. – P. 16.
18. Zuckerman L. Nostalgia Rules at Drexel Reunion / L.Zuckerman // *The New York Times*. – 1995. – 15 Feb.

References:

1. Baranovs'kyj, O.I. (2009), *Finansovi kryzy: peredumovy, naslidky i shljahy zapobigannja*, Kyi'v. nac. torg. ekon. un-t, Kyi'v, 754 p.
2. Bruk, K. (2008), *Bal hishnikov*, Trojka Dialog, Moskva, 28 p.
3. Burrou, B. and Hel'jar, D. (2003), *Varvary u vorot. Istorija padenija RJR Nabisco*, Olimp-Biznes, Moskva, 576 p.
4. L'juis, M. (2001), *Poker lzhecov*, Trojka Dialog, Moskva, 156 p.
5. Moshenskij, S.Z. (2010), *Rynok cennyh bumag: transformacionnye process*, Jekonomika, Moskva, 280 p.
6. Rubcov, B. (2007), *Sovremennye fondovye rynki*, Al'pina Biznes Buks, Moskva, 926 p.
7. Alden, W. (2015), «Drexel, 25 Years After Its Collapse, Only Helps a Résumé», *The New York Times*, 13 Feb.
8. Eichenwald, K. (1990), «The Milken Sentence; Milken Gets 10 Years for Wall St. Crimes», *The New York Times*, Nov. 22.
9. Duka, J. (2001), «Democratization of America`s Capital Market», *Federal Reserve Bank of Dallas, Economic and Financial Review*, Second Quarter, pp. 10–19.
10. Gaughan, P. (2002), *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, John Wiley & Sons, New York, pp. 338–339.
11. Goldfarb, J. (2015), «The M. & A. Predators at Michael Milken`s Ball», *The New York Times*, 29 Apr.
12. Kaufman, A. and Englander, E. (1993), «Kohlberg Kravis Roberts & Co and the Restructuring of American Capitalism», *Business History Review*, Vol. 67, 78 p.
13. «Michael Milken's Guilt» (1990), *The New York Times*, Apr. 26.
14. Sobel, R. (1993), *Dangerous Dreamers: The Financial Innovators from Charles Merrill to Michael Milken*, Whiley, New York, 209 p.
15. Stevenson, A. (2015), «Michael Milken Returns to Wall Street for UJA-Federation Dinner», *The New York Times*, 8 Dec.
16. Taggart, R. (1988), «Junk Bond Market`s Role in Financing Takeover», *Mergers and Acquisitions*, in Auerbach, A. (ed.), University of Chicago Press, Chicago, pp. 5–24.
17. Zey, M. (1993), *Banking on Fraud: Drexel, Junk Bonds, and Buyouts*, Aldine de Gruyter, New York, 16 p.
18. Zuckerman, L. (1995), «Nostalgia Rules at Drexel Reunion», *The New York Times*, 15 Feb.

МОШЕНСЬКИЙ Сергій Захарович – доктор економічних наук, професор кафедри фінансів і кредиту Житомирського державного технологічного університету.

Наукові інтереси:

– фінансова історія.

Тел.: (044) 494–19–12.

Email: ec@planeta.ua.

Стаття надійшла до редакції 16.01.2017.