



BS ritgerð í viðskiptafræði

Áhrif Michael Milken á markað með áhættubríf
Ný leið við fjármögnun fyrirtækja og skuldsettar yfirtökur sem kynnt var á Bandarískum fjármálamarkaði á níunda áratugnum

Lýður Jónsson

Leiðbeinandi: Gylfi Magnússon, dósent
Júní 2017



HÁSKÓLI ÍSLANDS
FÉLAGSVÍSINDASVIÐ

VIÐSKIPTAFRÆÐIDEILD

Áhrif Michael Milken á markað með áhættubríf
Ný leið við fjármögnun fyrirtækja og skuldsettar yfirtökur

Lýður Jónsson

Lokaverkefni til BS-prófs í viðskiptafræði

Leiðbeinandi: Gylfi Magnússon, dósent

Viðskiptafræðideild

Félagsvísindasvið Háskóla Íslands

Júní 2017

Áhrif Michael Milken á markað með áhættubríf

Ritgerð þessi er 6 ECTS eininga lokaverkefni til BS-prófs við
Viðskiptafræðideild, Félagsvísindasviði Háskóla Íslands.

© 2017 Lýður Jónsson

Ritgerðina má ekki afrita nema með leyfi höfundar.

Prentun: Svansprent

Reykjavík, 2017

Formáli

Ritgerð þessi er 6 ECTS eininga lokaverkefni til BS gráðu í viðskiptafræði við Viðskiptafræðideild Háskóla Íslands. Leiðbeinandi minn við gerðar ritgerðarinnar var Gylfi Magnússon, dósent viðskiptafræðideild og kann ég honum bestu þakkir fyrir góða leiðsögn og samstarf. Einnig vil ég þakka föður mínum, Jóni Axeli Péturssyni, fyrir yfirlestur á ritgerðinni. Ástæður þess að ég hafði áhuga á að kynna mér þetta viðfangsefni eru miklu áhrif sem Michael Milken sannalega hafði á Bandarískan fjármálamarkað á níunda áratugnum. Það hefur verið haft eftir þekktum og virtum einstaklingum sem störfuðu á Bandarískum fjármálamarkaði á umræddu tímabili að fáir einstaklingar hafi haft jafn víðtæk og mikil áhrif og hann hafði.

Útdráttur

Markmið ritgerðarinnar er að fjalla um áhættubréf (e. Junk Bonds) og uppgang þeirra og þróun á níunda áratug síðustu aldar. Það var Bandaríkjamaðurinn Michael Milken sem var hugsuðurinn á bak við þróun, uppgang, velgengi og fall þessara bréfa á bandarískum fjármálamarkaði. Milken vann fyrir fjárfestingabankann Drexel Burnham Lambert á árunum 1970-1989. Hann veitti forstöðu áhættubréfedeild bankans. Hann sá möguleika á því þjóna þúsundum fyrirtækja sem áttu í erfileikum með að nálgast fjármagn til að stækka vegna takmarkaðs aðgangs að lánsfé í gegnum hefðbundna skuldabréfa markaði. Á áttunda áratugnum voru efnahagslegar aðstæður í Bandaríkjunum afar erfiðar fyrir lítil og meðalstór fyrirtæki, sem leiddi til þess að aðgangur þeirra að lánsfjármagni var afar takmarkaður. Milken svaraði þeirra kalli með útgáfu á áhættubréfum fyrir þessi fyrirtæki. Hann sá til þess að þessi fyrirtæki gátu fjármagnað sig með því að sölutryggja skuldabréfa útgáfur þeirra. Það sem Milken gerði var að hann kom af stað virkum eftirmarkaði sem áður fyrr hafði ekki verið til staðar fyrir áhættubréf. Það gerði fyrirtækjum sem hann þjónaði kleift að fjármagna sig á hagstæðari kjörum en áður þekktist. Skoðun Milkens var sú að lánshæfismatsfyrirtækin voru að vanmeta litlu og meðalstóru fyrirtækin með því að dæma þau út frá fortíðinni en ekki framtíðinni. Það sem hvatti Milken áfram í þróa þessa nýju þjónustu á fjármálamörkuðum var að það voru einnig miklir hagnaðarmöguleikar fyrir þá sem þjónustuna veittu.

Á þessum tíma reið einnig yfir bylgja af skuldsettum yfirtökum (e. Leveraged buyout) og átti Milken eftir að vera mikilvægur hlekkur í þeirri bylgju sem reið yfir Bandaríkin á þessum tíma. Aðgangur Drexel Burnham Lambert að fjármagni með stuttum fyrirvara gerði fyrirtækið að mikilvægum samstarfsaðila í viðskiptum með skuldsettar yfirtökur. Tók hann þátt í fjölmörgum þeirra og hagnaðist Drexel Burnham Lambert gífurlega og hann persónulega einnig

Helstu niðurstöður ritgerðarinnar eru þær að Michael Milken hafði gífurleg áhrif á myndun markaðar með áhættubréf. Geta hans til þess að mynda eftirmarkað með áhættubréf gerði fjöldan allan af fyrirtækjum í Bandaríkjunum kleift að fjármagna sig og stunda skuldsettar yfirtökur.

Efnisyfirlit

Formáli	4
Útdráttur	5
Efnisyfirlit	6
Myndaskrá	8
1 Inngangur.....	9
2 Hvað eru áhættubríf	10
2.1 Lánshæfisfyrirtæki og lánshæfiseinkunnir áhættubrifa	10
2.2 Saga áhættubrifa	11
2.3 Efnahagslegar aðstæður kalla á nýsköpun.....	12
2.4 Af hverju stækkaði markaður með áhættubríf ?	13
2.4.1 Skuldabréfaútgáfur aðeins fyrir valda fjárfesta:	13
2.4.2 Þróun á eftirmarkaði:.....	14
2.4.3 Breytt viðhorf gagnvart áhættu:	14
2.4.4 Afnáam reglugerða (e. Deregulation):.....	14
2.4.5 Aukning í samrunum og skuldsettum yfirtökum:	14
3 Michael Milken	14
3.1 Áhættubrífadeild innan Drexels Burnham Lambert.....	16
3.2 Nýr markaður með áhættubríf.....	17
3.3 Viðskipti við Steve Wynn koma Milken á kortið	18
4 Þvinguð endurheimta	19
4.1 Skuldsettar yfirtökur.....	20
4.2 Samstarfið við KKR.....	21
4.3 Fall Milkens.....	22
5 Hver voru efnahagsleg áhrif á áhættubrífum.....	23
5.1 Áhættubríf og samkeppnishæfni fyrirtækja.....	23
5.2 Aukning iðnaðarafkasta.....	23

5.3	Aukið aðgengi að fjármögnun	24
5.4	Fjármögnun atvinnugreina í lá vaxta umhverfi	24
5.5	Fjármögnun atvinnugreina í há vaxta umhverfi	24
6	Niðurstöður.....	25
	Heimildaskrá	27

Myndaskrá

Mynd 1. Hlutfall áhættubréfa af heildar skuldabréfamarkaði. Heimild. Yago, 1991	13
Mynd 2. Hlutfall áhættubréfa af heildar fjármögnun skuldsettra yfirtaka. Heimild. Yago, 1991	21

1 Inngangur

Á áttunda og níunda áratug síðustu aldar reið yfir Bandaríkin bylgja af nýrri fjármálaafurð sem gerði fyrirtækjum kleift að fjármagna sig sem áður hafði reynst þeim erfitt og / eða illmögulegt. Þessi fjármálaafurð var kölluð áhættubréf (e. Junk bonds). Áhættubréf höfðu áður verið notuð í Bandaríkjunum en snemma á áttunda ártugnum fór maður að nafni Michael Milken að rannsaka þessi sérstöku bréf og eiga viðskipti með þau.

Milken vann hjá fjárfestingabankanum Drexel Burnham Lambert í sérstakri áhættubréfa deild sem hann sjálfur leiddi og hafði sett á stofn. Yfir 10 ára tímabil þá óx þessi markaður gífurlega eða frá 10 milljörðum dala árið 1979 til rúmlega 200 milljarða dala árið 1989. Þetta var aukning um 34 prósent á ári. Af þessum 200 milljörðum þá safnaði Milken 93 milljörðum og þjónuaði hann yfir 1500 fyrirtækum. Barrys Friedber framkvæmdarstjóri hjá fjárfestingabankans Merrill Lynch lýsti framlagi Milkens á þennan hátt „ Það er hafið yfir allan vafa að enginn einstaklingur hefur haft meiri áhrif á síðustu 25 árum á fjármögnunarumhverfi Bandarískra fyrirtækja“. Farið verður yfir hvað olli þessum vinsældum á áhættubréfum og hvaða áhrif þau höfðu á sínum tíma. Einnig verður farið yfir hvað var það sem fékk Milken til þess að heillast svona af þessum bréfum og fjallað verður um hans hlut í uppbyggingu markaðs með áhættubréf. Þess má geta að á þessum tíma þá hlaut hann gælunafnið konungur áhættubréfanna á Wall Street.

Drexel Burnham Lambert átti á þessum tíma eftir að fara frá því að verða einn af minni aðilunum í fjárfestingabanka heiminum yfir í það að verða einn sá allra stærsti.

Farið verður yfir hvernig þessi áhættubréf voru notuð í fjármögnun á skuldsettum yfirtökum og þvinguðum endurheimtum (e. Greenmailing) og aðild Milkens í þeim aðgerðum.

2 Hvað eru áhættubríf

Áhættubríf eru skuldabréf sem gefin eru út af fyrirtækjum sem eru með lánshæfiseinkunnina spákaupmennsku flokkur (e. Speculative grade). Þessi bréf eru einnig kölluð áhættubríf eða rusl bréf (e. Junk bonds). Þetta eru skuldabréf sem hafa lánshæfiseinkunnina BBB til D eða hafa enga lánshæfiseinkun. Skuldabréf í spákaupmennsku flokki bera með sér hátt stig af áhættu og krefjast fjárfestar því hærri ávöxtunarkröfu til að bæta upp fyrir áhættuna. Á þeim áratug sem þessi bréf voru að ná auknum vinsældum, þá voru þessi bréf að seljast með áhættuálagi á bilinu 2.5-5 % yfir sambærileg langtíma ríkisskuldabréfum. (Fabozzi, 2007)

Áhættubrífum er síðan skipt niður í tvo flokka, annars vegar fallna engla og hins vegar upprunarlega útgáfu (e. Original issue high yield bonds). (Fabozzi, 2007)

Fallnir englar eru skuldabréf hjá fyrirtækjum sem áður höfðu haft lánshæfiseinkunnina fjárfestingaflokkur eða AAA en verið færð niður í einkunnina spákaupmennskuflokkur, allt fyrir neðan BBB. Þetta gerist vegna þess að fyrirtækið sem gefur viðkomandi skuldabréf út lendir í fjárhagsörðuleikum. Megin ástæðan getur til dæmis verið minni rekstrartekjur og veikara sjóðstreymi af þeim sökum. Sem leiðir að því að líkur á því að viðkomandi fyrirtæki geti ekki staðið við skuldbindingar sínar aukast til muna. Við þessar aðstæður lækka lánshæfismatsfyrirtækin Standard & Poor og Moody's lánshæfiseinkunnina hjá viðkomandi fyrirtæki í vandræðum. (Fabozzi og Mann, 2005)

Upprunarleg útgáfa áhættubrifa tengdist gjarnan ungum og vaxandi fyrirtækjum sem skorta sterka efnahags- og rekstrarreikninga en geta þrátt fyrir það litið vel út og lofað góðu um framtíðar rekstrarmöguleika. Þetta geta einnig verið fyrirtæki sem hafa starfað lengi og eru vel rekinn en skorti fjárhagseiginleika sem fyrirtæki í fjárfestingaflokki höfðu. (Fabozzi og Mann, 2005)

2.1 Lánshæfisfyrirtæki og lánshæfiseinkunnir áhættubrifa

Fjárfestar nota ýmsar leiðir til að greina upplýsingar um fyrirtæki og skuldabréf þeirra sem þeir íhuga að fjárfesta í. Þetta gera þeir til þess að komast að hæfi viðkomandi fyrirtækis til að standa undir framtíðar skuldbindingum sínum. Þessi greining kallast lánshæfismat. Við mat á lánshæfi þá reiða fjárfestar sig á sérstök fyrirtæki sem gefa út lánshæfiseinkunnir fyrir önnur fyrirtæki. Þrjú stærstu fyrirtækin í þessum geira eru

Standard & Poor , Moody's og Fitch. Þessi fyrirtæki framkvæma lánshæfismat á ýmis fyrirtæki og gefa þeim lánshæfiseinkunn. Hjá þessum þremur fyrirtækum þá þýða háar lánshæfiseinkunnir að litlar líkur eru á vanskilum og líkur á að þau standi við skuldbindingar sínar eru háar. Hæsta mögulega einkunn hjá Moody's er Aaa og hjá Standard & Poor er sambærileg einkunn AAA. Lánshæfiseinkunnir sem þessi fyrirtæki gefa út ná frá AAA eða Aaa og alveg niður í D. Því hærri sem einkunn er því líklegra er að fyrirtæki standi við skuldbindingar sínar. (Fabozzi, 2007)

Skuldabréfum eru síðan skipt í tvo flokka eftir þessum einkunnum, annars vegar skuldabréf í fjárfestingarflokki og hins vegar skuldabréf í spákaupmennskuflokki. Skuldabréf í fjárfestingarflokki eru með lánshæfiseinkunnina frá Aaa/AAA og niður í Baa3/BB2, og skuldabréf í spákaupmennskuflokki sem einnig kallast áhættubréf eru með einkunnina Ba1/BB+ og niður í D. (Fabozzi, 2007)

2.2 Saga áhættubréfa

Áhættubréf hafa verið til frá upphafi verðbréfamarkaða í Bandaríkjunum. Hagfræðingurinn Robert Sobel hefur greint frá hugsanlegu fyrstu áhættubréfum sem voru gefin voru út í Bandaríkjunum. Þetta voru erlend bréf (e. Sovereign notes) gefin út af Alexander Hamilton til að endurheimta 80 milljón dollara erlendar skuldir tryggðar með sölu opinbers landsvæðis til að mæta vaxtagreiðslum. Vextirnir á þessum bréfum voru 6% sem voru hærri en markaðsvextir á þessum tíma og hækkuðu þeir uppi 7 % þegar skuldabréfin féllu á fyrstu dögum lýðveldisins. (Yago, 1991)

Mörg af best þekktu stórfyrirtækjum Bandaríkjanna hafa verið fjármögnuð með áhættubréfum á einn eða annan hátt. Það gerðu til að mynda J.P.Morgan kleift að mynda U.S. Steel með útgáfu á 225,6 milljón dollara húsnæðislána skuldabréfum til Andrew Carnegie til að kaupa stálfyrirtæki hans. Árið 1910 þegar Morgan tilkynnti að 5% vextir myndu draga peninga frá tunglinu, kom William C. Durrant, stofnandi General Motors, með enn betri vexti eða 7% til þess að endurfjármagna fyrirtækið og bjarga því frá gjaldþroti. Á þessum sama tíma átti maður að nafni Charlie Flint í erfiðleikum með að selja hlutabréf í fyrirtæki sínu Computing-Tabulating-Recording. Hann brást við með því að kaupa 6 milljón dala áhættubréf með 7 prósent vöxtum frá Guarantee Trust Company til ávaxta fé fyrirtækisins. Nokkrum árum síðar þegar fyrirtækið tók að þróast breytti hann

nafninu í International Business Machines eða IBM eins og flestir þekkja það í dag. (Yago, 1991)

2.3 Efnahagslegar aðstæður kalla á nýsköpun

Tilkoma áhættubrúfmarkaðarins má rekja til fjárhagsaðstæðna í Bandaríkjunum snemma á áttunda áratugnum. Slæm frammistaða hefðbundinna fjárfestinga í langtíma fast vaxta húsnæðislánum, ríkisskuldabréfum, fyrirtækja skuldabréfum og einnig hefðbundnum hlutabréfum, leiddu til þess að farið var í leit að nýjum fjárfestingatækifærum. Það var í raun lánsfjáarkreppan sem stóð yfir árið 1974 sem olli byltingu á fjármagns mörkuðum. Á þessum tíma þá hafði pólitísk og efnahagsleg þróun heima fyrir og erlendis bundið skyndilegan enda á hagsæld sem hafði staðið yfir síðan frá seinni heimsstyrjöldinni og flestir Bandaríkjamenn höfðu tekið sem sjálfsgöðum hlut. Þjóðar stefna Johnson “Byssur og smjör” (e. guns and butter) sem snérist um að fjármanga bæði stríð í Suðaustur-Asíu og viðtæka stækkun félagsþjónustu heima fyrir. Þessir atburðir ásamt afnemingum launa og verðeftirlits, leiddi til verðbólgu sem aldrei hafði sést áður í Bandaríkjunum. (Yago, 1991)

Þriggja áratuga vaxtastöðuleika lauk skyndilega sem leiddi til þess að kostnaður skammtímalána tvöfaldaðist á innan við tveimur árum. Efnahagslegur stöðuleiki á mörkuðum fór minnkandi og hlutbréfa verð fyrirtækja fór lækkandi sem leiddi til þess að virði Bandarískra fyrirtækja lækkaði um meira en 40 prósent. Bankar fóru að skerða lán nema til stærstu fyrirtækjanna með bestu lánshæfiseinkunnirnar. Árið 1974 þá minnkuðu lán viðskiptabanka um 16 milljarða dollara eða 20 prósent sem var mesta minnkun í 25 ár. Við þessar kringumstæður þá fóru aðrar fjármálastofnanir að skera á lánalínur og byrjuðu að kalla inn útistandandi lán, sem olli enn meiri virðisryrnun hjá Bandarískum fyrirtækjum. Fyrir flest fyrirtæki á þessum tíma þá var ómögulegt að fá lánsfjármagn. (Yago, 1991)

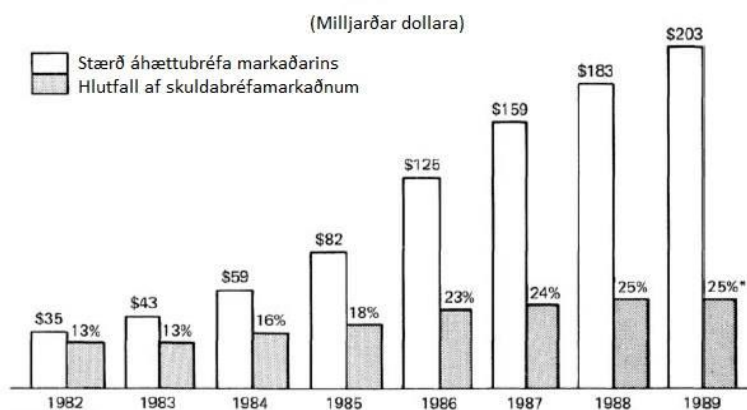
Fyrirtæki voru tilneydd til þess að minnka umsvif sín í rekstri og hætta við tilvonandi vaxtar áætlanir. Þetta átti eftir til að leiða til mestu aukningu í atvinnuleysi í einkageiranum síðan frá tímum fyrir seinni heimstyrjöldina. Með öðrum orðum þau fyrirtæki sem voru með hæstu aðrsemi á eiginfé, hraðasta vöxt í bæði markaðshlutdeild og atvinnutækifærum, lögðu mesta framlagið í nýsköpun á tækni og vöruþróun. Þessum fyrirtækjum var neitað því fjármagni sem þau þurftu til að vaxa og dafna. Fyrirtæki sem voru í vandræðum voru einnig neitað fjármagni til að setja í ný arðsamari verkefni.

Efnahagsaðstæður árið 1974 áttu eftir að breyta því hvernig fyrirtæki yrðu fjármögnuð í framtíðinni með aðstoð frá Milken og Drexel Burnham Lambert. (Yago, 1991)

2.4 Af hverju stækkaði markaður með áhættubréf ?

Yfir áttahundruð fyrirtæki gáfu út meira en tvö þúsund útgáfur af áhættubréfum í yfir 100 mismunandi iðngreinum. Og árið 1989 þá var stærð markaðaðarins með áhættubréf kominn í yfir 200 milljarði dala og var virði þeirra þá 25 prósent af heildar virði fyrirtækja skuldabréfa. Fagfjárfestar voru þá aðaleigandi þessara bréfa og samkvæmt endurskoðendanevnd Bandaríkjanna (e. General accounting office 1988) var niðurskipting á markað með áhættubréf eftirfarandi: Tryggingafélag áttu 30 % verðbréfasjóðir 30 %, lífeyrissjóðir 15 %, erlendir fjárfestar 10 % og tilheyrði restin öðrum einstökum fjárfestum eða 10 %. (Yago, 1991)

Þessi uppgangur á níunda áratug síðustu aldar þar sem markaður með áhættubréf upplifði gífurlegan vöxt og óx hann frá 35 milljörðum dala til 203 milljarði dala á innan við ártug eins og sést á meðfylgjandi skýringarmynd númer 1. (Yago, 1991)



Mynd 1. Hlutfall áhættubréfa af heildar skuldabréfamarkaði. Heimild. Yago, 1991

2.4.1 Skuldabréfaútgáfur aðeins fyrir valda fjárfesta:

Fyrir árið 1970 þá voru áhættubréf aðeins fyrir valda stofnfjárfesta (e. Private placement). Þessi bréf höfðu einnig takmarkandi ákvæði í lánssamningum sem fóru eftir kröfum fjárfesta til skuldunauta. Bréfin höfðu ekki hin hefðbundnu stöðluðu samningsákvæði sem venjuleg fyrirtækja skuldabréf báru. En þetta gerði það að verkum að afar erfitt var að markaðsetja þau þ.e.a.s. lítil eftirspurn var eftir þeim sem leiddi til lítills seljanleika á þeim. Einnig voru þau ekki skráð hjá fjármálaeftirliti Bandaríkjanna sem gerði það að verkum að

ekki var hægt að eiga viðskipti með þau opinberlega. Viðskipti með þau þurftu að fara fram á eftirmarkaði af þessum sökum. (Gaughan, 2007)

2.4.2 Þróun á eftirmarkaði:

Megin undirstaðan sem leiddi til aukningu í vexti á viðskiptum með áhættubrэф var að það myndaðist virkur eftirmarkaður með þau. Drexel Burnham Lambert voru virkir á þessum eftirmarkaði og leiddu þeir saman kaupendur og seljendur sem jók seljanleika áhættubrэфanna. (Gaughan, 2007)

2.4.3 Breytt viðhorf gagnvart áhættu:

Fjárfestar fóru að horfa áhættuna sem tengdist áhættubrэфum með öðrum augum en þeir höfðu áður gert. Fjárfestar fóru að trúá að áhættan sem fylgdi áhættubrэфum væri minni en þeir höfðu áður talið. Þetta viðhorf byrjaði að myndast eftir virka kynningu hjá Drexel Burnham Lambert á viðskiptamódeli sínu sem sýndi fram á það að áhættan á vanskilum var minni en áður var talið. (Gaughan, 2007)

2.4.4 Afnám reglugerða (e. Deregulation):

Lagaumhverfi á þessum tíma gerði áhættubrэфamarkaðnum kleift að laða að sér fjárfesta frá íhaldsömum stofnfjárfestum eins og t.d. lífeyrissjóðum. Lög um eftirlaunasjóði starfsamanna frá 1974 gerðu þessum fjárfestum kleyft að fjárfesta í fjölbreyttari eignum, þar með talið áhættusamari verðbrэфum. Svo lengi sem áhætta verðbrэфasafnsins væri nægilega dreifð. (Gaughan, 2007)

2.4.5 Aukning í samrunum og skuldsettum yfirtökum:

Þegar samrunar og skuldsettar yfirtökur fóru að verða veigameiri að stærð þá jókst eftirspurnin eftir fjármagni. Fjárfestar fóru því að treysta á áhættubrэфamarkað til að fjármagna hluta af þessum yfirtökum og samrunum.. (Gaughan, 2007)

3 Michael Milken

Ungur námsmaður á sjöunda áratugnum í Wharton viðskiptaháskólanum í Pensilvaní fór að skoða ítarlega rannsóknir eftir fræðimanninn W.Braddock Hickman og sameinaði þær sýnum eigin rannsóknum til búa til greiningar grunn sem varð að undirstöðu hins nýja

markaðar með áhættubréf. Milken hafði unnið fyrir fjárfestingabankann Drexel Burnham sem aðstoðarmaður á meðan hann stundaði nám við Wharton háskólann. Eftir útskrift varð hann ráðinn í fullt starf hjá Drexel og var gerður að forstöðumanni greiningardeildar fyrir verðbréf með föstum tekjum (e. fixed-income securities). Þaðan fór hann yfir í sölu og miðlun og loks endaði hann í skuldabréfa deild bankans. Drexel hafði á þessum tíma átt í talsverður erfiðleikum, mikið af lykil starfsmönnum bankans höfðu yfirgefið hann og tekið talsvert af viðskiptavinum bankans með sér. (Bruck, 1988)

Eftir komu sína í skuldabréfedeildina þá voru einu skuldabréfin sem heilluðu hann fallnir englar eða áhættubréf eins og þau voru einnig kölluð. Þessi bréf voru oft undirverðlögð og sá hann hagnaðartækifæri í viðskiptum með þau. Milken hafði verið undir áhrifum þessara bréfa síðan frá snemma á sjöunda áratugnum er hann fór að fjárfesta í þessum bréfum með fjármagni sem hann fékk frá vinum föður síns til ávöxtunar. Hann sannfærði þá um að treysta sér með því að gera samning við þá sem hljómaði þannig að hann tæki 50% af öllum hagnaði og 100% af öllu tapi. (Bruck, 1988)

Milken hafði rekist á rannsóknir Hicmans á meðan hann var í námi og snérust rannsóknir W.Braddock Hicman út á það að rannsaka frammistöðu fyrirtækjaskuldabréfa á tímabilinu 1900 til 1943 með lága lánshæfiseinkun. Hickman komst að því að nægilega stórt og dreift skuldabréfasafn með lága lánshæfiseinkunn var arðsamari ávöxtun en skuldabréfasafn með hærri lánshæfiseinkunn, ef þau væri eignasafni yfir langan tíma. Jafnvel þó að safnið með lága lánshæfiseinkunn yrði fyrir fleiri vanskilum þá var ávöxtun þess yfir tímenn það mikil að hún borgaði upp fyrir tapið. Þessi rannsókn var svo uppfærð af T.R. Atkinson í rannsókn sem náði yfir tímabilið 1944-1965 og hann komst að sömu niðurstöðum. Ávinningur áhættubréfanna vó meira en áhættan. (Bruck, 1988)

Milken byrjaði að stunda viðskipti með áhættubréf sumarið 1970 fyrir Drexel Burnham. Áður en hann hóf fjárfestingar í áhættubréfum byrjaði hann á því að læra allt sem hann gat um viðkomandi fyrirtæki. Samstarfsmenn hans hjá Drexel sem sáu um að stunda viðskipti með skuldabréf í fjárfestingaflokki horfðu til að byrja með ávalt hornauga á Milken og viðskipti hans með áhættubréf. Þeirra skoðun var að Drexel gat ekki verið að kynna sig sem banka fyrir Fortune 500 fyrirtæki á meðan Milken var að eiga viðskipti með þessi ruslbréf. Þetta átti eftir að beytast því á meðan Milken var að hagnast á viðskiptum

með áhættubréf og það með tiltölulega litlu fjármagni, þá voru starfsmennirnir sem sáu um viðskipti með skuldabréf í fjárfestingaflokki að tapa peningum. (Bruck, 1988)

3.1 Áhættubréfadeild innan Drexels Burnham Lambert

Þrátt fyrir velgengi Milkens í viðskiptum með áhættubréf þá var hann ekki ánægður með stöðu sína hjá fyrirtækinu. Hann hafði allt of lítið fjármagn að hans mati og var á einum tímapunkti líklegur til þess að hætta hjá fyrirtækinu. Eftir sameiningu Drexel og Burnham þá frétti Burnham forseti bankans af því að Milken hygðist yfirgefa fyrirtækið. Burnham ákvað þá að fjórfalda fjármagn Milkens frá fimmhundruð þúsund dollurum í tvær milljónir dollara. Ári síðar átti þessi fjárfesting efti að skila 100 prósent ávöxtun og ákvað Burnham þá að veita Milken enn meira fjármagn og tvöfaldaði stöðu hans í fjórar milljónir dollara. (Bruck, 1988)

Eftir árangurríka frammistöðu í viðskiptum með áhættubréf áttaði Milken sig á því að tímabært væri að stofna sjálfstæða áhættubréfadeild innan Drexels Burnham. Hann bar þá hugmynd undir yfirmann sinn á þeim tíma, Edwin Kantor og sagði honum frá áætlun um að búa til sjálfstæða skuldabréfadeild með sína eigin sölumenn, miðlara og greiningarstarfsmenn. Hans rök fyrir stofnun hennar voru þau að sala á áhættubréfum væri meira eins og að selja hlutabréf heldur en skuldabréf í fjárfestingaflokki. Þegar lánshæfismatsfyrirtæki gefur skuldabréfi lánshæfiseinkunn AAA eða fjárfestingaflokkur, þá kaupa stofnanir þau bréf byggð á einkunninni en ekki söluræðu um viðkomandi fyrirtæki. En við sölu á skuldabréfi með lánshæfis einkunn C þá þarf að segja frá sögu fyrirtækisins. Það þurfti að þekkja stjórnunarhætti fyrirtækisins, efnahags og rekstrarreikninga þess, sjóðstreymi og rekstrarmöguleika til framtíðar, alveg eins og gert er þegar hlutabréf eru seld. Sannfæra þurfti fjárfesta um að lánshæfismatsfyrirtækin væru að vanmeta viðkomandi fyrirtæki. Einnig þurfti að sannfæra fjárfesta að með greiningu á eigninni væri hægt að sýna fram á það að ef hið versta myndi gerast og fyrirtækið færi í vanskil, þá væri öryggisnet sem myndi grípa þá því skuldabréf eru framar í kröfuröð en hlutabréf. (Bruck, 1988)

Milken fékk ósk sína uppfyllta og fékk sína eigin áhættubréfadeild innan Drexel Burnham. Hefði hann unnið fyrir annað fyrirtæki á Wall Street er ekki víst að hann hefði fengið sínu framgegn en vegna þess að Drexel Burnham var ekki þessi hefðbundni fjárfestingabanki þá fékk hann þetta í gegn. Þessar aðstæður með yfirráð yfir sinni eigin

deild út af fyrir sig hentuðu Milken einkum vel vegna þess að þetta gerði honum kleift að halda fullu valdi og leynd yfir deildinni. Viðskipti með þessi bréf voru nefnilega ekki stunduð á opinberum markaði hjá kauphöll þar sem hægt er að stunda viðskipti rafrænt. Þau voru stunduð á eftirmarkaði á milli kaupanda og seljanda án opinbers eftirlits. (Bruck, 1988)

Alveg frá stofnun deildarinnar ákvað Milken að hlutur hagnaðarins sem deildin þénaði yrði settur í sérstakan sjóð sem hann sjálfur stjórnaði og sá um að endurfjárfesta. Miðlarar hans gátu síðan fylgst með þessum sjóð vaxa og dafna. Hann setti þennan sjóð á stofn svo starfsfólk hans í deildinni færi ekki að vinna fyrir keppinautinn, og gerði hann þeim sem fóru afar erfitt fyrir að komast í sinn hlut af sjóðnum. (Bruck, 1988)

3.2 Nýr markaður með áhættubrэф

Fyrir árið 1977 þá samanstóð almenni áhættubręfa markaðurinn nánast eingöngu af föllum englum þ.e.a.s. skuldabréfum sem höfðu verið í fjárfestingaflokki en lækkuð niður um fjárfestingaeinkun og niður í spákaupmennskuflokk. Milken hafði nánast einungis átt viðskipti með þessi bréf en langaði honum að stækka við sig og færa sig yfir í fjárfestingabankastarfsemi. Hans hugmynd var að byrja að sölutryggja nýja útgáfu að áhættubręfum fyrir áhættusöm fyrirtæki. Honum langaði að fara fjármagna fyrirtæki sem áður fyrr hefðu þurft að nálgast dýra fjármögnun hjá bönkum og tryggingafyrirtækjum. (Madrack, 2011)

Markaðurinn fór að taka breytingum árið 1977 þegar skuldabréf sem voru með lánshæfiseinkun í spákaupmennskuflokki frá útgáfu byrjuðu að vera gefin út í auknu magni. Það voru upprunarlega Lehman Brothers fjárfestingabankinn sem voru fyrstir til þess að selja þessi bréf áður en Milken byrjaði, en þurftu þeir að reiða sig á hans hjálp við sölu á þessum bręfum. Lehman gáfu út ný áhættubrэф fyrir flugfélagið Pan American fyrir 55 milljónir dala, Ling-Temco-Vought fyrir 75 milljónir dala og Zapata Corporation fyrir 75 milljónir dala. Þessi þrjú fyrirtæki höfðu átt í rekstrarerfiðleikum og þurftu að borga háa vexti fyrir fjármögnun sína. Aðal spurningin var hvort hægt væri að sannfæra lífeyrissjóði, verðbréfasjóði og aðra fjárfesta til þess að fjárfesta í þessum bręfum. Með aðstoð frá Milken og hans tengslaneti af fjárfestum sem fjárfestu í áhættubręfum, tókst Lehman Brothers að sölutryggja öll bréfin. Eftir þessa árangursríku sölutryggingu Lehman

Brothers, varð Milken ljóst að hann gæti gert hið sama og sölutryggt áhættuskuldabréf með sama árangri. (Madrack, 2011)

Þeir hjá Drexel Burnham Lambert spurðu sig af því afhverju að láta Lehman njóta ágóða af svona viðskiptum?. Þegar Drexel gat tekið 3-5 % af söluverðmæti bréfana sjálfir sem var nánast ómögulegt að gera á samkeppnishæfum markaði með eigið fé (e. equity) með viðskiptum á ríkisskuldabréfum og skuldabréfum í fjárfestingaflokki. Þannig að viðskiptasamningur sem hljóðaði uppá sölu á 50 milljón dollara áhættubréfum gat skilað af sér þóknun uppá 1,5-2,5 milljónir dollara auk ráðgjafatekna sem þeir gátu farið fram á vegna viðskiptana. (Madrack, 2011)

Árið 1978 eftir hæga byrjun þá voru Drexel byrjaðir að stunda útgáfur á ennþá fleiri áhættubréfum. Stærstu fyrirtæki Wall Street voru á þessum tíma ennþá hikandi við að fara út á þennan markað. Við hættu á að sverta orðspor sitt með því að eiga viðskipti við fyrirtæki sem gáfu út áhættubréf. Þetta leiddi til þess að Milken hafði nánast allann markaðinn út af fyrir sig. Með auknum árangri í viðskiptum og útgáfu á áhættubréfum þurfti Milken meira fjármagn. Burnham var sammála honum og fann hann erlendra fjárfestingabanka til þess að sameinast Drexel. Burnham forseti Drexels var sammála Milken og sameinaðist Drexel Burnham fjárfestingabankanum Bruxelles Lambert. Undir nafni Drexel Burnham Lambert. Á þessum tíma þá var einn maður, Michael Milken, kaupandi og seljandi áhættubréfana, ráðgjafi og sérfræðingur um þau. Samkvæmt venjulegum viðskiptaháttum hjá fjárfestingabönkum og verðbréfamiðlurum á Wall Street voru þetta afar alvarlegir hagsmunaaðrekstrar. (Madrack, 2011)

3.3 Viðskipti við Steve Wynn koma Milken á kortið

Með auknum völdum innan Drexel Burnham Lambert, ákvað Milken að færa starfseminu til Los Angeles. Þar byrjuðu umsvif hans í fjármálageiranum að vaxa fyrir alvöru. Ástæðan fyrir flutning yfir á vesturströndina var sú að hann gat byrjað vinnudaginn fyrr þar. Vinnudagurinn byrjaði iðulega kl 04:30 á morgnanna og vann þangað til 2:00 en þá lokuðu markaðir á hans tíma. Það var á þessum tíma sem Milken gerði viðskiptasamning sem átti eftir að lyfta upp stöðu hans innan fjármálaheims Bandaríkjanna. Fyrir þann tíma hafði hann einungis hjálpað tiltölulega litlum fyrirtækjum að koma sínum skuldabréfum á markað. En maður að nafni Steve Wynn ungur spilavítaeigandi frá Las Vegas fór til Milken

og kom fram með viðskiptahugmynd. Hugmynd hans var á þá leið að tími væri kominn á að byggja nýtt spilavíti í Atlanta borg. Atlanta hafði nýlega tekið inn nýja löggjöf sem leyfði fjárhættuspil í borginni og var mikill uppgangur af nýjum spilavítum í Atlanta. Vandamálið sem lá fyrir Wynn var að honum vantaði fjármagn til að fjármagna nýja spilavítið. Hann var með eigið fé uppá 2 milljónir dollara og vantaði fjármögnun uppá 125 milljónir dollara. Þetta var semsagt ómögulegt verkefni þar sem ekkert fyrirtæki í Bandaríkjunum myndi fara út í þessa fjármögnun. (Bruck, 1988)

Milken leist vel á þessa hugmynd og safnaði ekki 125 milljón dollara heldur 160 milljón dollara fyrir Wynn á tveimur árum, sem gerði honum kleift að byggja hótelið sitt í Atlanta. Nokkrum árum síðar seldi Wynn hótelið með 475 milljón dollara hagnaði. Hans persónulegi hagnaður af sölnunni voru 75 milljón dollarar á tveggja milljón dollara fjárfestingu. (Bruck, 1988)

4 Þvinguð endurheimta

Milken og Drexel Burnham Lambert vildu leita að nýjum tækifærum til þess að fjárfesta og sáu þeir möguleika í nýju bylgjunni sem reið yfir Wall Street á þessum tíma, yfirtökuvíðskiptum. Allir stóru fjárfestingabankararnir á Wall Street voru með alla sína athygli á yfirtökum, Morgan Stanley, First Boston og Lehmann. Með allt þetta fjármagn til ráðstöfunar var Milken staðráðinn í því að finna markaðssyllu (e. niche) og eins og áður þá opnuði aðgangur hans að fjármagni þessar dyr. (Madrack, 2011)

Milken fór í samstarf með Bonnie Pickens en hann hafði stofnað olíufyrirtækið Mesa Petroleum. Pickens var á þeirri skoðun að olíu fyrirtæki landsins væru illa rekinn og byrjaði hann að bjóða í olíufyrirtæki með það markmiði að reyna ná að yfirtaka eitt þeirra. Fyrsta yfirtakan sem hann tók þátt í mistókst vegna þess að hann hafði ekki keypt hlut í félaginu áður en hann byrjaði að bjóða í það og var yfirboðinn af öðru olíufyrirtæki. Næsta olíufyrirtæki sem hann bauð í var Cities Services og í þetta skiptið hafði hann tryggt sér hlut í félaginu áður enn hann byrjaði að koma með yfirtökutilboð. Hans viðskipta mótur snerist um það að koma af stað tilboðs stríði á milli tveggja aðila, sem myndi á endanum leiða til hækkun á hans hlut. Síðan beið hann eftir rétta tilboðinu í hlutinn og seldi þá sinn hlut með gríðarlegum hagnaði. Hans áform voru að mati flestra á þessum tímum aldrei

að ná yfirhöndum yfir viðkomandi fyrirtæki sem hann var að reyna ná með yfirtöku heldur var það bara til að hækka hlutabréfa verð síns hlutar. Þessi viðskiptagjörningur kallast þvinguð endurheimta (e. Greenmailing) og snýst hann út á það að kaupa nokkuð stóran hlut í fyrirtæki og fá svo viðkomandi fyrirtæki til að kaupa sig út á enn hærra verði en hlutabréfaverðið er á markaði. Pickens var á þessum tíma þekktasti Greenmailer í Bandaríkjunum og vegna þess að Milken hafði aðgang að svo miklu fjármagni, þá var fullkomið fyrir þá tvo að fara stunda viðskipti saman. Pickens hagnaðist um 40 milljón dollara á þvinguðu endurheimtunni á Citties Services. Hann notaði síðan þessa fjármuni til þess að fara út í aðra þvingaða endurheimtu. Fyrirtækið sem var fyrir valinu var einnig olúfyrirtæki og byrjaði hann að kaupa hluti í Gulf Oil, eitt af stærstu olúfyrirtækjum í heiminum á þeim tíma. En í þetta skiptið var Milken við hlið hans og setti hann saman nafnlausu fjármögnunar tillögu fyrir fjárfesta sína til þess að koma í veg fyrir að nafn fyrirtækisins gæti lekið út. Fjárfestar Milkens fóru blindandi út í þessa fjárfestingu með honum enda treystu þeir honum fullkomlega og tryggði hann Pickens aðgang að 1.5 milljörðum dollara til að gera yfirtökuna ennþá raunverulegri. Þarna sýndi Milken fyrst fyrir alvöru þann fjárhagslega styrkleika sem hann bjó yfir. Eins og áður hjá Pickens var þetta ekkert annað en þvinguð endurheimta og þegar Standard Oil of California birtist sem hvítur riddari (e. White knight) og yfirbauð þá, drógu þeir sig til baka og seldu sinn hlut. Þeirra fjárfesting var mjög árangursrík og hagnaðist Mesa um ríflega 500 milljón dali og Milken og hans samstarfsmen tóku um 20 milljón dali af þeirri upphæð. (Madrack, 2011)

4.1 Skuldsettar yfirtökur

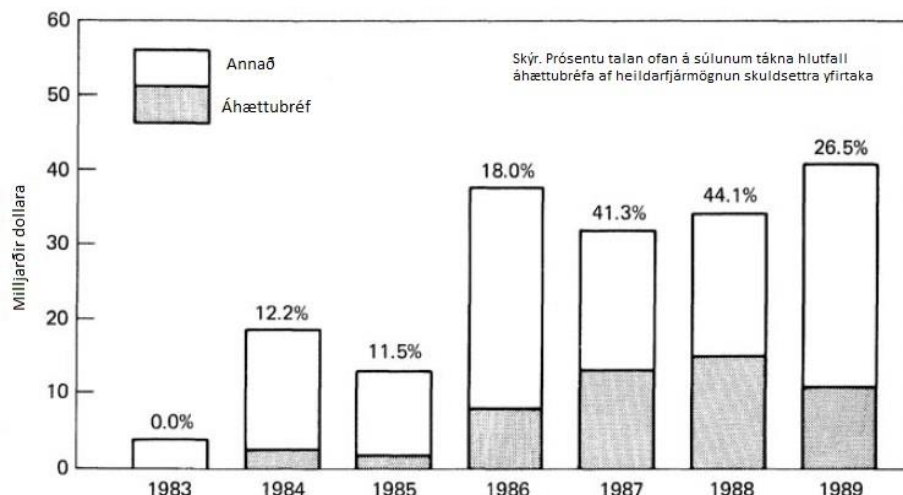
Skuldsettar yfirtökur áttu svo seinna meir eftir að taka yfir þvingaðar endurheimtur. Skuldsett yfirtaka (e. Leveraged buyout) snýst um að finna undirverðlögð hlutabréf eða fyrirtæki miðað við virði eigna þess og mögulegt framtíðar sjóðstreymi þess. Sjóðstreymi og eignir fyrirtækisins eru síðan notaðar til þess að greiða niður háar skuldir og vaxtagjöld sem myndast við skuldsettu yfirtökuna. Þannig að eignir og rekstur viðkomandi fyrirtækis fjarmagna í raun yfirtökuna. Yfirleitt voru þetta fjárfestahópar sem stóðu á bakvið skuldsettar yfirtökur og var fjármögnunin lagskipt. Fjárfesta hópurinn setti fram t.d. 10 % af eigið fé síðan var 60 prósent bankalán sem var flokkað sem forgangslán (e. Senior debt obligation) eða sú skuld sem fyrst var borguð. Síðan kom seinasta lagið af fjármögnuninni

eða svokölluð millilagsfjármögnun (e. Mezzanine financing) 30 prósent. Þessi skuld var síðan borguð á eftir forngangslánunum. Til að byrja með voru þessi millilagslán veitt af tryggingafyrirtækjum. Þessi lán báru mjög háa ávöxtunarkröfu og kauprétti á hlutabréfum. Vandamálið við millilagslánin var að þau voru kostnaðarsöm. Milken sá að hann gat veitt millilagsfjármögnun á hagstæðari kjörum en tryggingafyrirtækin og varð það að hans inngönguleið inni yfirtökugeirann. (Madrack, 2011)

4.2 Samstarfið við KKR

Jerome Kohlberg fyrrum starfsmaður hjá Bear Stearns sem hafði séð um skuldsettar yfirtökur fyrir þá með góðum árangri á áttunda áratlug síðustu aldar. En ákvað árið 1976 að stofna sitt eigið fyrirtæki sem sérhæfði sig í skuldsettum yfirtökum. Hann tók með sér tvo unga menn frá Bear Stearns sem voru frændur. Þetta voru Henry Kravis og George Roberts. Premeningarnir stofnuðu í sameiningu fyrirtækið Kohlberg Kravis Roberts eða KKR. Mikill uppgangur var í yfirtöku viðskiptum snemma á 9 ártugnum. (Madrack, 2011)

Frá árinu 1981 fóru yfirtökur úr því 99 yfir í 230 yfirtökur 1984. Hlutfalsleg aukning varð því yfir 150 prósent á þessu árabili. Á neðangreindri skýringarmynd númer 2 sést hvernig hlutfall áhættubréfa af skuldsettum yfirtökum óx frá árunum 1983 til 1989. (Yago, 1991)



Mynd 2. Hlutfall áhættubréfa af heildar fjármögnun skuldsettra yfirtaka. Heimild. Yago, 1991

Viðskipti með yfirtökur sem fjármagnaðar voru að hluta til með áhættubréfum voru einstaklega arðbær og til dæmis þá var hagnaður KKR á skuldsettri yfirtöku á Amstar Corp, 46 milljónir dollara á 830.000 þúsund dollara fjárfestingu. (Madrack, 2011)

Skuldsettar yfirtökur voru augljós tækifæri fyrir Milken þar sem hann áttaði sig á því að hann gat auðveldlega fjármagnað millilagslán með áhættubrífum, en það voru þau lán sem erfiðast var að fjármagna og hann gat veit þau á betri kjörum en tryggingafyrirtækin. Milken var einmitt maðurinn sem KKR þarfnaðist, það er einstaklingur sem gat veit millilagslán á betri kjörum. En til að byrja með voru þeir tortryggirnir á að nota þjónustu Milkens vegna orðspors sem hann og fjárfestar hans höfðu. Vegna þess að stunda viðskipti með Milken gat haft áhrif á getu þeirra til að nálgast fjármagn hjá virtum stofnunarfjárfestum sem þeir höfðu reytt sig á. (Madrack, 2011)

Sumarið 1984 átti þetta allt eftir að breytast þegar KKR voru við það að ljúka 300 milljón dollara yfirtöku á Cole National. Þegar einn af bönkunum sem stóð á bak við fjármögnun þeirra skyndilega hætti við. Það skildi eftir 100 milljón dollara fjármagnspörf sem þurfti að leysa. Einn starfsmanna Milkens bauð þá KKR að koma á fund með Milken og þáðu þeir það. Robert og Kravis fóru á fundin fyrir hönd KKR og eftir fundinn tjáði Milken þeim það að þessar 100 milljónir dollara sem vantaði til að klára yfirtökuna væri þeirra. Þeir Robert og Kravis voru orðlausir eftir fundin, Milken gat nánast búið til peninga, hann gat nálgast gífurlega fjármuni með engum fyrirvara. Þetta var byrjunin á sögulegu viðskiptasambandi á milli Milkens og KKR sem leiddi til þess að þeir áttu eftir að verða ríkjandi í yfirtökubransanum. Á þessum þessum tíma þá framkvæmdu KKR u.þ.b. 40 skuldsettar yfirtökur og var Milken hluti af þeim flestum. (Madrack, 2011)

4.3 Fall Milkens

KKR í samstarfi við Milken og Drexel Burnham Lambert voru að vinna að skuldsetri yfirtöku á sígarettu og matvæla fyrirtækinu RJR Nabisco er Milken var ákærður. KKR höfðu á þessum tíma áhyggjur yfir því hvort Drexel gæti staðið við skuldbindingar sínar og veitt þeim fjármögnun til þess að klára yfirtökuna. Saman tókst þeim árið 1988 að ná yfir RJR Nabisco og varð þetta stærsta yfirtaka sem gerð hafði verið til þessa. Þeir yfirbuðu gagnaðilana og buðu á endanum 24,88 milljarða dali. Milken dró sig til hliðar frá Drexel Burnham Lambert á þessum tíma og fór að einbeita sér að málaferlinu sem hann stóð í. (Madrack, 2011)

Michael Milken var ákærður í 98 töluliðum fyrir fjárglæfrastarfsemi, verðbréfavíðskiptasvik, póstsвик ásamt öðrum glæpum. Hann játaði sekt sína í 6 ákæruliðum árið 1990 og gert að sætta fangelsi í 10 ár ásamt því að greiða 600 milljónir

dollara í sektir. Tilkoma ákærunnar var sú að Ivan, F. Boesky fyrrum viðskiptafélagi Milkens var árið 1986 dæmdur fyrir innherjarsvik og gert að greiða 100 milljónir dala í sekt. Til þess að milda dóm sinn félst hann á það að veita verðbréfaeftirlitinu upplýsingar um önnur brot á Wall Street. Hans vitnisburður gerði ákærvaldinu kleift að ákæra Michael Milken og varð það rauninn. Meðal þessara sex ákæruliða sem Milken var dæmdur fyrir þá var einn þeirra sá að hann játaði að hafa falið/lagt hlutabréfum fyrir Boesky og þar með leynt raunverulegu eignarhaldi þeirra. (Eichenwald, 1990)

5 Hver voru efnahagsleg áhrif á áhættubréfum

Almenningur á þessum tíma gerði ráð fyrir að áhættubréf hefðu neikvæð áhrif og væru einungis notuð til fjármögnunar skuldsettra yfirtaka. En það var ekki raunin því megin efnahagslegu áhrifin sem áhættubréf höfðu, var að mynda efnahagsleg gildi með notkun þróaðra viðskiptaáætlana. (Yago, 1991)

5.1 Áhættubréf og samkeppnishæfni fyrirtækja

Áhættubréf voru árangurríkt verkfæri til þess að fjármagna fyrirtækjavöxt (e. Corporate growth). Þau veittu aukin sveigjanleika, hagkvæmari leið fyrir fyrirtæki til þess að kaupa eignir, auka við vörulínur og ráðast í ný verkefni. Þau hjálpuðu einnig við að fjármagna yfirtökur sem gerði þeim kleift að stækka og auka hagnað fyrirtækisins ásamt því að bæta samkeppnistöðu sína. Fjármögnun þessi var nauðsynlegur partur til þess að bregðast við aukinni samkeppni, afnámi reglna og skipulagsbreytingum í efnahagsmálum. (Yago, 1991)

5.2 Aukning iðnaðarafkasta

Ýmsar viðurkenndar frammistöðugreiningar hafa sýnt fram á það að áhættubréf hafa haft jákvæð áhrif á frammistöðu fyrirtækja. Fyrirtæki sem notuðust við áhættubréf sýndu fram á meiri getu en Bandaríski iðnaðurinn í að búa til störf, halda í gömul störf og stjórna með árangri atvinnuleysi í atvinnugreinum sem voru að missa störf. Einnig sýndu þau fram á aukinn vöxt í framleiðslu og sölu. Þessi fyrirtæki voru að nýta fjármagn sitt í nýjar vörur og framleiðsluaukningu, þau nýttu sér tækifæri til að bæta samkeppnishæfa stöðu sína á markaði. (Yago, 1991)

5.3 Aukið aðgengi að fjármögnun

Með tilkomu markaðs með áhættubréf þá jókst framboð af fjármagni á fjármagnsmörkuðum. Þetta leiddi til þess að lítil og meðalstór fyrirtæki áttu auðveldara með að nálgast fjármögnun sem þau höfðu áður fyrr ekki haft aðgang á fyrirtækja skuldabréfa markaði Bandaríkjanna. Þeirra aðgangur að þeim markaði var takamarkður vegna þess að þau höfðu ekki viðkomandi lánshæfismat til þess að gefa út skuldabréf í fjárfestingaflokki. Þau þurftu því fjármagna sig með dýrum bankalánnum áður en markaður með áhættubréf varð virkur. (Yago, 1991)

5.4 Fjármögnun atvinnugreina í lá vaxta umhverfi

Atvinnugreinar eins og matvælaframleiðsla, vefnaðarframleiðsla, fataframleiðsla, pappírframleiðsla og smásöluverslanir náðu með fjármögnun áhættubréfa að endurskipuleggja sig og auka virði sitt. Fyrirtæki með lága framlegð og litla markaðshlutdeild voru sameinuð sem leiddi til hærri framlegðar og meiri markaðshlutdeildar. Áhættubréfin gerðu stjórnendum og frumkvöðlum kleift að kaupa fyrirtæki með skuldsettri yfirtöku. Og með fjárhagslegri endurskipulagningu snéru þeir rekstri félagsins við með því að selja í burtu einstakar rekstrareiningar (e. Subsidiaries) sem tilheyrðu ekki kjarnastarfsemi fyrirtækisins. Mikil skuldsetning gerði jafnframt þá kröfu til þessara fyrirtækja að allt kostnaðareftirlit og kostnaðarniðurskurður varð mun ríkari þáttur í starfsemi þeirra en fyrirtækja sem voru óskuldsett. (Yago, 1991)

5.5 Fjármögnun atvinnugreina í há vaxta umhverfi

Mikið fjármagn þurfti í atvinnugreinum sem þurftu að standa undir kostnaði á þróun og rannsóknunum. En þetta voru til dæmis lyfjaframleiðendur, efnaframleiðendur og tölvutækniframleiðendur. Þessar atvinnugreinar höfðu áður en áhættubréf komu á markað afar takmarkaðan aðgang að fjármagni. Með tilkomu áhættubréfa tókst þessum framleiðendum að fjármagna sig og stunda öflugri vöruþróun og nýsköpun í starfsemi sinni. (Yago, 1991)

6 Niðurstöður

Það fer ekki á milli mála hversu mikilvæg þátttaka Michael Milkens var í uppbyggingu markaðs með áhættubréf. Þarna kom fram á sjónarsvið tiltölulega ungur maður sem hafði sínar eigin hugmyndir um hvernig hægt væri að þjónusta þúsundir fyrirtækja og hagnast vel á því í leiðinni. Það voru rúmlega 5 prósent fyrirtækja í Bandaríkjum sem gátu gefið út skuldabréf í fjárfestingaflokki sem gerði það að verkum að fjöldinn allur af fyrirtækjum þarfnaðist fjármögnunar. Þetta voru yfirleitt lítil og meðalstór fyrirtæki sem voru að vaxa og dafna eða gömul fyrirtæki sem skortu fjárhagseiginleika til að flokkast í fjárfestingaflokk.

Undirstaðan í myndun á markaði á áhættubréfum var sú að Milken byrjaði á áttunda áratugnum að búa til tengslanet með fjárfestum sem hann gat fengið til að fjárfesta í áhættubréfum. Þetta gerði það verkum að það myndaðist virkur markaður með áhættubréf þar sem Milken leiddi saman kaupendur og seljendur. Efnahagslegar aðstæður á áttunda áratug síðustu aldar áttu einnig stóran þátt í auknum vinsældum á áhættubréfum. Við aukna verðbólgu og hækkun vaxta gerði það að verkum að afar erfitt var að sækja fjármögnun með hefðbundnum leiðum til banka og lánastofnanna. Þar sem þessar stofnanir lánuðu einungis gömlum og sterkum fyrirtækjum með lánshæfiseinkunnina fjárfestingaflokkur. Það gerði það að verkum að hin fyrirtækin sáu ekki fram á að geta fjármagnað sig.

Aðkoma Milkens að yfirtökugeiranum var einnig talsverð þar sem hann gat séð fjárfestum og fjárfestingafyrirtækjum fyrir miklu fjármagni með tiltölulega litlum fyrirvara með notkun áhættubréfa. Hans geta til að fjármagna svokölluð millilagslán gerði það að verkum að Drexel Burnham Lambert urðu áberandi á þessum tíma. Mikilvægi þeirra í fjármögnun fyrirtæki er ef til vill ekki jafn mikilvægt og myndun þeirra á markaði með áhættubréf.

Sú ályktun er dreginn eftir skrif þessarar ritgerðar að áhrif Michael Milkens á markað með áhættubréf voru gífurleg. Stofnun hans á sérstakri áhættubréfedeild innan Drexel Burnham Lambert átti eftir að breyta því hvernig fyrirtæki yrðu fjármögnuð í framtíðinni. Tilkoma markaðsins gerði fjöldan allan af fyrirtækjum kleift að nálgast fjármögnun á

tímum þar sem efnahagsaðstæður voru einkum erfiðar. Fyrirtækin gátu síðan nýtt þessa fjármuni í að endurskipuleggja rekstur sinn og aukið þar með fyrirtækjavöxt sinn. Þau gátu t.d. með auknu fjármagni farið í arðbærari verkefni og ráðist í aukna þróun og nýsköpun.

Þessi fjárhagslega nýsköpun opnaði einnig nýjar leiðir fyrir fyrirtæki og einstaklinga til að stunda skuldsettar yfirtökur með fjármögnun frá áhættubréfum. Aðkoma Milkens og Drexel Burnham Lambert að myndun á virkum markaði með áhættubréf var eitt mikilvægasta framtak til fjármálamarkaða í Bandaríkjunum á níunda áratugnum.

Heimildaskrá

- Bruck, C. (1988). *The Predators' Ball: The Inside Story of Drexel Burnham and the Rise of the Junk Bond Raiders*. New York: The American Lawyer Simon and Schuster.
- Fabozzi, F.J. (2007). *Bond Markets, Analysis, and Strategies* (6. útgáfa). New Jersey: Pearson Hal.
- Fabozzi, F.J., & Mann, S. V. (2005). *The handbook of fixed income securities* (7. útgáfa). New York: McGraw-Hill.
- Gaughan, P.A. (2007). *Mergers, Acquisitions, And Corporate Restricting's* (4. útgáfa) New Jersey: John Wiley & Sons.
- Kurt Eichenwald. (1990, 21. apríl). Milken set to pay a \$600 million fine in Wall St. Fraud. Sótt 6. apríl 2017 af <http://www.nytimes.com/1990/04/21/business/milken-set-to-pay-a-600-million-fine-in-wall-st-fraud.html?pagewanted=all>
- Madrack, J. (2011). *Age of Greed: The Triumph of Finance and the Decline of America, 1970 to the Present*. New York: Alfred A. Knopp.
- Yago, G. (1991). *Junk Bonds: How High Yield Securities Restructured Corporate America*. New York: Oxford University Press.