

Exit Drexel

Terwijl de kranten vol stonden van het failliet van de versterkte, centraal geleide economieën in Oost-Europa, ging op Wall Street een van de meest succesvolle, innovatieve en expansieve ondernemingen van de jaren tachtig ten onder. Drexel Burnham Lambert, het Amerikaanse effectenkantoor dat in de afgelopen tien jaar bijna in zijn eentje een nieuwe markt van meer dan \$ 200 mrd. aan 'junk bonds' creëerde en daarmee haast de verpersoonlijking was van kapitalistisch innovatievermogen en expansiedrang, moest op 13 februari jl. zijn faillissement aanvragen omdat het niet aan zijn korte-termijnverplichtingen kon voldoen. Drexel had het spel van risico en rendement te hoog gespeeld en uiteindelijk hadden de 'junk bonds' zich tegen hun eigen uitvinder gekeerd.

Drexel was in het begin van de jaren tachtig nog een tweederangs effectenkantoor, maar groeide door toedoen van het financiële genie Michael Milken uit tot een van de toonaangevende effecteninstellingen van Wall Street. Het geheim van Milkens succes waren de 'junk bonds', obligaties van ondernemingen die volgens classificaties als die van Moody's en Standard & Poor's geen hoge 'credit rating' bezaten en daarom een extra hoge rente droegen. Milken had ontdekt dat er onder die ondernemingen heel wat waren die zeer wel in staat waren om aan hun verplichtingen te voldoen. Hij kocht de obligaties van deze ondernemingen in grote hoeveelheden op en verkocht ze door aan avontuurlijke beleggers die op die manier een hoog rendement op hun beleggingen maakten. De hoge winsten lokten en al spoedig telde Milken ook vele spaarbanken en institutionele beleggers onder zijn cliënten.

De volgende stap was dat Milken ook junk-bond-emissies begon te plaatsen voor ondernemingen die bij de traditionele financiële instellingen niet terecht konden omdat ze niet bekend genoeg waren of niet kredietwaardig genoeg geacht werden. Ook die activiteit maakte hij tot een groot succes. De echte doorbraak kwam echter toen Milken ging samenwerken met 'corporate raiders', die Wall Street afstruinden op zoek naar ondergewaardeerde ondernemingen die zij probeerden op te kopen. Door zijn uitgebreide netwerk van gretige afnemers van junk bonds was Milken in staat voor deze raiders binnen korte tijd miljarden dollars aan risicovolle leningen te plaatsen en hen op die manier van geweldige hoeveelheden kapitaal te voorzien. De voornaamste waarborg voor die leningen waren de activa van de over te nemen ondernemingen. In luttele jaren groeide de markt voor junk bonds uit tot een omvang van meer dan \$ 200 mrd., waarbij Drexel Burnham Lambert veruit marktleider was. De risico's die werden genomen werden echter steeds groter en de financiële praktijken verschoven steeds meer naar het grensgebied van wat wettelijk nog was toegestaan. Zolang het goed bleef gaan was het rendement echter buitensporig hoog.

Maar het moest fout gaan. Tijdens het proces tegen Ivan Boesky die werd beschuldigd van handel met voorkennis rees ook verdenking tegen Drexel wegens ongeoorloofde financiële praktijken. Na een twee jaar durend vooronderzoek werd Drexel aangeklaagd op grond van een oude wet tegen afpersing die daarvoor speciaal van stal werd gehaald. Om aan vervolging te ontkomen betaalde Drexel eind 1988 \$ 650 mln. boete en moest het Milken ontslaan. Kort daarop begonnen er in de markt problemen met de junk bonds te ontstaan. Eerst raakte in september vorig jaar de Canadese onroerend-goedgroep Campeau, die met behulp van junk bonds een tijd lang alles had opgekocht wat los en vast zat, in de problemen,

waardoor de koers van de uitgegeven obligaties instortte. Vlak daarna zorgde het niet doorgaan van de beoogde 'leveraged buy out' bij United Airlines met behulp van junk bonds voor een vertrouwensschok in de markt. Plotseling begon iedereen de risico's weer te zien. Als de economische groei zou afzakken, zouden de extreem zware financieringslasten waarmee vele overgenomen ondernemingen waren opgezaaid, zich gemakkelijk tegen deze ondernemingen kunnen keren. En dan zou de hele speculatieve bel die Drexel had helpen financieren uit elkaar kunnen spatten.

De ondergang van Drexel is ongetwijfeld een slag voor de 'junk market'. Maar als het helpt om de economie te verlossen van extreme schuldfinanciering, van de verloederding van vermogensverhoudingen van ondernemingen en van de uitwassen van 'corporate raiding', is dat winst. Toch passen bij het verscheiden van Drexel zeker niet alleen woorden van afkeuring. In de eerste plaats hielp de bank talrijke startende en innoverende ondernemingen in het zadel die bij de traditionele financiers niet terecht konden vanwege het grote risico dat aan hun projecten kleefde. En dat zijn juist de ondernemingen waarvan de economie het in de toekomst moet hebben. In de tweede plaats dwong de overnamegolf die door de financiële innovaties van Drexel tot ongekende hoogte werd opgestuwd, bestaande ondernemingen tot een grondige herbezinning op hun ondernemingsstrategie en een hergroepering van activa die niet optimaal waren ingezet. Dat droeg er ongetwijfeld toe bij dat ondernemingen in de jaren tachtig 'leaner and meaner' werden en de economie concurrerender. In de derde plaats werden ondernemingsbestuurders door de overnamedreiging geprikkeld tot een maximale inspanning om de hen toevertrouwde middelen in de meest veelbelovende richting in te zetten. Aldus waren de junk bonds van Drexel, ondanks alle uitwassen, toch ook een soort reinigingsmiddel voor de economie en droegen zij bij tot economische groei en concurrentiekracht.

Daarnaast heeft het ongekende succes van de junk bonds duidelijk gemaakt dat de traditionele wijze van kapitaal verschaffen op basis van reeds aanwezig eigen vermogen in deze tijd veelal niet meer toereikend is. In het informatietijdperk is kennis het belangrijkste actief. Een creatief concept en een goed bedrijfsplan kunnen een veel hogere waarde vertegenwoordigen dan een groot arsenaal produktiemiddelen en bedrijfsgebouwen. Dat is op de balans echter niet te zien en het vereist een nieuwe benadering in het vlak van de financiering. Het was Drexel dat daar oog voor had en in het gat sprong. Zoals *The Wall Street Journal* het verwoordde: "Het Drexel-tijdperk kan worden samengevat als de turbulente overgang van de 'economics of matter' naar de 'economics of mind'².

Drexel Burnham Lambert is van het toneel verdwenen en dat zuivert misschien de markt van excessen op het gebied van de 'junk bonds' en de 'leveraged buy outs'. Maar de innovatieve bijdragen van de bank op het gebied van de ondernemingsfinanciering en de positieve effecten daarvan op de allocatie van kapitaal kunnen van blijvende betekenis zijn.

L. van der Geest

1. Een uitgebreid relaas van de opkomst en ondergang van Drexel Burnham Lambert is te vinden in *Business Week*, 26 februari 1990.

2. George Gilder, Drexel's revolutionary contribution, *The Wall Street Journal*, 19 februari 1990.