



Дэвид Кэри, Джон Моррис

КОРОЛЬ капитала

ИСТОРИЯ НЕВЕРОЯТНОГО ВЗЛЕТА,
ПАДЕНИЯ И ВОЗРОЖДЕНИЯ
СТИВА ШВАРЦМАНА И BLACKSTONE

ПРОЕКТ

 ИФД-Капиталь

*Посвящается нашим родителям —
Роберту и Элизабет Моррис,
Мириам Кэри Берри
и памяти Леонарда Кэри*

David Carey, John E. Morris

KING of capital

**REMARKABLE RISE, FALL, AND
RISE AGAIN OF STEVE SCHWARZMAN
AND BLACKSTONE**



Дэвид Кэри, Джон Моррис

КОРОЛЬ капитала

**ИСТОРИЯ НЕВЕРОЯТНОГО ВЗЛЕТА,
ПАДЕНИЯ И ВОЗРОЖДЕНИЯ
СТИВА ШВАРЦМАНА И BLACKSTONE**

ПРОЕКТ

 **ИФД-Капиталь**



альпина
павлишер

Москва
2017

УДК 336.76
ББК 65.264.21
К98

Издано при содействии
«ИФД Капиталь»

Переводчик И. Евстигнеева
Научный редактор М. Оверченко
Редактор В. Мылов

Кэри Д.

К98 Король капитала: История невероятного взлета, падения и возрождения Стива Шварцмана и Blackstone / Дэвид Кэри, Джон Моррис; Пер. с англ. — М.: Альпина Паблишер, 2017. — 377 с.

ISBN 978-5-9614-6411-5

Книга повествует о Blackstone — крупнейшей в мире частной инвестиционной компании и о впечатляющем восхождении ее на деловой олимп. Это не очередная американская история успеха, а летопись финансовой революции, преобразившей Уолл-стрит и оказавшей значительное влияние на мировую экономику.

Авторы — известные американские журналисты, специализирующиеся на освещении событий, происходящих на рынке прямых инвестиций и рынке слияний и поглощений, — воссоздают хронику поразительного превращения Шварцмана из скромного банковского служащего в мультимиллиардера, «короля капитала». На основании изложенных фактов читатели смогут составить собственное представление о том, действительно ли Blackstone и подобные ей участники рынка прямых инвестиций используют приобретаемые компании для собственного обогащения или, наоборот, укрепляют их и делают конкурентоспособными.

Книга будет интересна широкому кругу читателей.

УДК 336.76
ББК 65.264.21

Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, а также запись в память ЭВМ для частного или публичного использования без письменного разрешения владельца авторских прав. По вопросу организации доступа к электронной библиотеке издательства обращайтесь по адресу lib@alpinabook.ru

ISBN 978-5-9614-6411-5 (рус.)
ISBN 978-0-307-45299-3 (англ.)

© David Carey, John E. Morris, 2010
© Издание на русском языке, перевод, оформление.
ООО «Альпина Паблишер», 2017

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие к русскому изданию	7
Глава 1. Дебютанты	9
Глава 2. Магия Houdaille, метания Lehman	21
Глава 3. Десятилетие под знаком Drexel	37
Глава 4. Чьи вы, парни, будете?	51
Глава 5. Верной дорогой.....	63
Глава 6. Blackstone сбивается с пути	77
Глава 7. Добро пожаловать на шоу Стива Шварцмана!	85
Глава 8. Конец эпохи, проблемы с репутацией	93
Глава 9. Новые лица	109
Глава 10. Разводы и битва умов	121
Глава 11. Blackstone осваивает новые ниши.....	133
Глава 12. Возвращение в бизнес	139
Глава 13. Вперед, к прибылям	151
Глава 14. Дорогостоящий вояж в Германию	161
Глава 15. Опережая события	173

Глава 16. Требуется помощь.....	183
Глава 17. Точный выбор места и времени	199
Глава 18. Продажи растут, ставки повышаются	211
Глава 19. Разыскиваются публичные инвесторы	221
Глава 20. Слишком хорошо, чтобы быть правдой	227
Глава 21. Офисная вечеринка.....	241
Глава 22. Выход на публичный рынок — очень публичный выход	257
Глава 23. Высоко летать — больно падать.....	279
Глава 24. Настал час расплаты	287
Глава 25. Создатели стоимости или мастера быстрой наживы?	303
Глава 26. Следуйте за деньгами	323
Благодарности	333
Примечания.....	337

ПРЕДИСЛОВИЕ К РУССКОМУ ИЗДАНИЮ



Книга «Король капитала» представляет собой полнометражную хронику деятельности известной американской компании прямых инвестиций — Blackstone Group. Ее авторы, Дэвид Кэри, обозреватель *The Deal*, и Джон Моррис, редактор *Dow Jones Investment Banker*, написали историю успеха одной из самых крупных, а

до выхода на публичный рынок еще и самых закрытых, частных инвестиционных компаний на Уолл-Стрит.

Читателям книга может быть интересна с двух точек зрения. Во-первых, авторы на примере Blackstone Group представили исчерпывающее пособие по рынку прямых инвестиций. Во-вторых, в книге идет речь о компании, которая не только смогла с момента своего создания в 1985 году пережить несколько экономических кризисов, но и почти всегда находила возможности для сохранения денег своих инвесторов.

И все же, в Blackstone Group тоже ошибалась по-крупному и не один раз. Эти ошибки стоили компании миллиарды долларов. К примеру, в 2000 году, поддавшись общему давлению и приняв решение инвестировать в высокотехнологичные отрасли, Blackstone вложила \$320 млн в покупку двух региональных кабельных сетей в Германии, и впоследствии потеряла все вложенные средства отчасти из-за неэффективного менеджмента и проблем в оперативном управлении, а отчасти из-за того, что время входа было выбрано неправильно и активы приобретались на пике рынка.

А пока Blackstone Group продолжает разрабатывать новые инвестиционные решения и остается в лидерах международных инвестиционных компаний, я рекомендую всем прочитать книгу «Король капитала», чтобы самим разобраться, чего же было больше в успехе Blackstone:

взвешенного аналитического подхода к объектам инвестирования, жадности — в хорошем смысле, ее основного владельца, а может быть, невероятного везения и удачи? Особенно в те моменты, когда компания успевала «впрыгнуть в последний вагон», как бывало не раз....

*Ольга Плаксина,
председатель правления
Группы «ИФД КапиталЪ»*

ДЕБЮТАНТЫ

«Его вечеринка вызывает больше разговоров, чем его сделки», — гласил заголовок на первой полосе *New York Times* в конце января 2007 г. В статье речь шла о мероприятии, которое должно было стать светским событием года, если не века! К тому времени молва о нем нарастала уже в течение многих недель.

Стивену Шварцману, соучредителю крупнейшей в мире компании по управлению фондами прямых инвестиций Blackstone Group, исполнилось 60, и по этому поводу он собирался устроить празднество. Его шикарные званые вечера уже были хорошо известны в финансовых кругах Манхэттена. Однажды супружеская чета Шварцманов декорировала свои 24-комнатные двухуровневые апартаменты в фешенебельном доме на Парк-авеню под любимое Шварцманом местечко в Сен-Тропе на французской Ривьере, где находится их вилла. Но на свой день рождения он решил превзойти самого себя, арендовав выставочный центр Park Avenue Armory — кирпичное здание бывшей оружейной палаты, занимающее целый квартал в самом дорогом районе Нью-Йорка.

Вечером 13 февраля перед его парадным входом выстроилась очередь из лимузинов, откуда выходили знаменитости в смокингах и вечерних нарядах. Пробравшись сквозь плотный строй репортеров, они исчезали в покоем на ангар здании. Среди них были неувядающая телеведущая Барбара Уолтерс, строительный магнат Дональд Трамп с супругой Меланией, медиадива Тина Браун, архиепископ Нью-Йорка кардинал Эдвард Иган, глава компании Sony сэр Говард Стрингер и несколько сотен других знаменитостей, включая руководителей крупнейших в стране банков, а именно Джеймса Даймона из JPMorgan Chase, Стэнли О'Нила из Merrill Lynch, Ллойда Бланкфейна из Goldman Sachs и Джимми Кейна из Bear Stearns.

Изнутри похожее на пещеру помещение было украшено «огромным пологом, имитирующим ночное небо с россыпью сверкающих звезд, под которым висела великолепная люстра», писала на следующий день *New York Post*. Декор помещения копировал обстановку гостиной

в находящихся неподалеку апартаментах Шварцманов стоимостью \$30 млн — вплоть до «напольных часов и картин старых мастеров».

Традиционное Harry Birthday исполняла звезда R&B Патти Лабелль. Под громадным портретом финансиста — также точной копией портрета, что висел в его гостиной, — расхаживали звезды вечера певец Род Стюарт и комик Мартин Шорт, они допоздна пели и хохмили. Последний пошутил: мол, Шварцман выбрал для празднования дня рождения арсенал, потому что обстановка здесь более интимная, чем в его квартире. По слухам, выступления Стюарта на таких вечерах обходятся в \$1 млн¹.

Торжество общей стоимостью \$3 млн стало своего рода самокоронацией дерзкого нового короля нового «позолоченного века» — эпохи, когда рынки купались в шальных деньгах, затопивших Уолл-стрит и особенно область прямых инвестиций, где, собственно говоря, и пра-вил Шварцман в качестве генерального директора Blackstone Group.

Как вскоре выяснилось, званый вечер был всего лишь разминкой перед куда более экстравагантным действием: первичным размещением акций (IPO) Blackstone. Было ли так задумано или просто совпало, но вызванная празднеством Шварцмана шумиха подогрела интерес к тому моменту, когда пять недель спустя, 22 марта, Blackstone объявила о своем намерении выйти на публичный рынок. Ни одна другая компания прямых инвестиций подобного размера и статуса до сих пор не решилась на подобный подвиг. Решение Blackstone официально подтвердило факт, уже ставший очевидным для финансового мира: прямые инвестиции* (private equity) — покупка компаний с целью последующей перепродажи через несколько лет с прибылью — переместились с периферии экономики в самую ее сердцевину. Воздействие Blackstone было настолько велико, а ее перспективы — настолько многообещающими, что вскоре даже правительство КНР изъявило желание приобрести 10% компании.

В первый день торгов, 22 июня, цена акции Blackstone взлетела с \$31 до \$38 под напором инвесторов, желавших купить себе долю в бизнесе. На момент закрытия торгов стоимость компании достигла ошеломляющих \$38 млрд², т. е. трети стоимости Goldman Sachs, бесспорного лидера среди инвестиционных банков Уолл-стрит.

Выход на публичный рынок предал огласке³ фантастические прибыли, которые получала компания Шварцмана. Цифры были настолько

* Прямые инвестиции — покупка доли или всей компании специализированным фондом, обычно по договоренности с акционерами. Фонд помогает компании повысить эффективность бизнеса и через некоторое время, как правило через 5–7 лет, продает свой пакет (или всю компанию). Раньше фонды прямых инвестиций обычно входили в капитал непубличных компаний. Однако в 2000-е гг. они все чаще стали выкупать публичные компании и выводить их акции с биржи, проводя делистинг. — *Прим. ред.*

впечатляющими и значимыми, что Blackstone отказывалась называть их даже собственным банкирам и лишь за несколько недель до предложения акций инвесторам публично раскрыла эти суммы. В 2006 г. Blackstone заработала для своих 60 партнеров \$2,3 млрд прибыли, т. е. сногсшибательные \$38 млн в расчете на каждого. Сам Шварцман в том году положил в карман \$398 млн.

И это был только, собственно говоря, заработок. IPO принесло Шварцману и его партнерам еще одно состояние. Из \$7,1 млрд, вырученных Blackstone от продажи 23,6% акций компании публичным инвесторам и китайскому правительству, \$4,1 млрд достались партнерам. Шварцман лично получил \$684 млн, продав небольшую часть своей доли. Оставшийся у него пакет акций оценивался в \$9,4 млрд, что обеспечивало ему место среди богатейших людей планеты. 80-летний Питер Питерсон, практически отошедший от дел соучредитель Blackstone, получил \$1,9 млрд.

IPO было проведено в самый разгар финансовой революции, когда Blackstone и тесный круг ее конкурентов боролись за контроль над компаниями по всему земному шару. Сектор прямых инвестиций, или приобретений с использованием заемных средств* (leveraged buyout, LBO), пробовал свои силы в масштабах, невиданных с 1980-х гг. Blackstone, Kohlberg Kravis Roberts & Company, Carlyle Group, Apollo Global Management, Texas Pacific Group и полдюжины других компаний, поддерживаемые десятками миллиардов долларов пенсионных фондов, эндаументов (университетских фондов) и других крупных институциональных инвесторов, постепенно продвигались вверх по корпоративной лестнице, берясь за покупку компаний стоимостью сначала \$10 млрд, затем \$20 млрд, \$30 млрд, \$40 млрд и т. п. В 2007 г. фонды прямых инвестиций стояли за каждой пятой сделкой по слиянию и поглощению (mergers and acquisitions, M&A) во всем мире⁴, и, казалось, их возможностям не было предела. Поговаривали даже, что один такой фонд планировал поглощение Home Depot за \$100 млрд⁵.

Прямые инвестиции проникли повсюду. Вы не могли купить билет на Orbitz.com, посетить Музей восковых фигур мадам Тюссо или выпить лимонад Orangina, не положив копейку в карман Blackstone. Если вы покупали кофе в Dunkin' Donuts или плюшевого медведя в Toys "R" Us, спали на матрасах Simmons, резали водную гладь на гидроцикле Sea-Doo, устанавливали в своей ванной дизайнерский кран Grohe или приобретали лезвия для бритвы в сети аптек Boots в Лондоне, вы клали деньги в карман какого-нибудь другого фонда прямых инвестиций. Одна только Blackstone владела полностью или частично 51 компанией,

* Покупка контрольного пакета акций компании, финансируемая за счет кредитов, которые должна погасить сама компания. — *Прим. ред.*

где в общей сложности работали полмиллиона человек, а ежегодные продажи составляли порядка \$171 млрд⁶, что фактически ставило ее наравне с десятой по величине корпорацией в мире.

Подобный размах деятельности фондов прямых инвестиций был тем более удивительным, что они располагали весьма немногочисленным персоналом и предпочитали работать в тени, редко общаясь с прессой и раскрывая подробности своих вложений. Скажем, Goldman Sachs (30 500 сотрудников) ежеквартально публиковал отчет о прибылях. A Blackstone с ее значительными промышленными и недвижимыми активами насчитывала всего 1000 сотрудников и держала свои финансовые показатели в строжайшем секрете, пока не вышла на публичный рынок⁷. Некоторые из ее конкурентов, контролировавшие компании стоимостью во много миллиардов долларов, поддерживали лишь примитивные веб-сайты.

Примечательно, что Blackstone, Kohlberg Kravis, Carlyle, Apollo, TPG и большинство других ведущих фондов прямых инвестиций остались под контролем своих учредителей, которые заправляли делами не только внутри своих организаций, но и в конечном счете в принадлежавших им компаниях. Неужели вернулись времена «баронов-разбойников» XIX в., когда значительные финансовые и производственные активы оказались сосредоточены в руках небольшой горстки собственников?

Никогда раньше влияние фондов прямых инвестиций на Уолл-стрит не было столь велико. Если прежде они выступали в роли просителей, обивавших пороги банков в поисках финансирования для своих сделок, то теперь банки становились все более и более зависимыми от потока доходов, которые фонды прямых инвестиций генерировали для них, и из кожи вон лезли, чтобы угодить Blackstone и ей подобным. В 2004 г. произошло знаменательное событие. Инвестиционные подразделения Credit Suisse First Boston и JPMorgan Chase, двух крупнейших в мире банков, совершили ошибку, перебив цену, предложенную Blackstone, Kohlberg Kravis и TPG за ирландскую фармацевтическую компанию Warner Chilcott. Раздраженный Генри Кравис, соучредитель Kohlberg Kravis, и Джим Коултер из TPG вынесли банкам строгое предупреждение: как смеют они конкурировать со своими крупнейшими клиентами?! Поглощение фармацевтической компании состоялось, но банки правильно поняли адресованное им послание. В скором времени JPMorgan Chase продал свое подразделение прямых инвестиций, принимавшее участие в сделке с Warner Chilcott, а Credit Suisse запретил своей группе прямых инвестиций конкурировать в борьбе за крупные компании, представляющие интерес для Blackstone, TPG и Kohlberg Kravis⁸.

Для некоторых конкурентов Blackstone подобное внимание общественности не было в новинку. Например, Kohlberg Kravis, известная как KKR, была на виду с середины 1980-х гг., когда приобрела такие семейные компании, как сеть супермаркетов Safeway и Beatrice Companies,

производителя соков Tropicana и кондитерских изделий Sara Lee. KKR стала олицетворением начальной эпохи лихорадочных поглощений после того, как в 1988 г. в ходе ожесточенных тендерных торгов приобрела за \$31,3 млрд табачного и продовольственного гиганта RJR Nabisco. История схватки за эту корпорацию увековечена в бестселлере «Варвары у ворот» (Barbarians at the Gate)*, что сделало имя Генри Крависа, соучредителя KKR, притчей во языцех. Другая крупная компания по управлению фондами прямых инвестиций, Carlyle Group, вызвала широкий резонанс, наняв на работу бывшего президента США Джорджа Буша и бывшего британского премьер-министра Джона Мейджора в целях привлечения инвесторов. Однако Blackstone, пока вечеринка в честь 60-летия Шварцмана и следовавшее за ним IPO не вывели компанию на свет, оставалась затаившимся гигантом в сфере прямых инвестиций и, возможно, величайшей нерассказанной историей успеха на Уолл-стрит.

Шварцман и Питерсон, второй учредитель Blackstone, вступили в игру довольно поздно, в 1985 г., когда KKR и ей подобные уже более 10 лет оттачивали искусство LBO с использованием в качестве обеспечения по кредиту самих приобретаемых компаний. К 2007 г. компания Шварцмана (она фактически была его компанией с самого начала) потеснила своих главных конкурентов по всем фронтам. Она превосходила KKR и Carlyle Group, управляя \$88 млрд средств инвесторов, и доходность ее фондов прямых инвестиций превышала доходность большинства аналогичных фондов. Помимо внушительного корпоративного портфеля Blackstone контролировала недвижимость общей стоимостью \$100 млрд, а еще \$50 млрд вложила в хедж-фонды других компаний, — на этом направлении ее конкуренты были едва представлены⁹. Будучи одним из ведущих игроков на рынке LBO, Blackstone привлекала элитные команды банкиров, консультировавших другие компании по вопросам слияний и банкротств. За 22 года Шварцман и Питерсон создали невероятно прибыльную и совершенно новую для Уолл-стрит структуру, которая по ассортименту инвестиционных и консультационных услуг и финансовому влиянию могла соперничать с крупнейшими инвестиционными банками.

В свою очередь Blackstone послужила стартовой площадкой для многих других видных фигур корпоративного и финансового мира. Например, для Генри Сильвермана, который, будучи генеральным директором Cendant Corporation, стал одним из самых известных предпринимателей Америки, построивших свою империю за счет поглощений, и для Лоренса Финка, основателя BlackRock, колосса в сфере управления активами на \$3,2 трлн, первоначально входившего в Blackstone, пока между Финком и Шварцманом не произошла размолвка из-за денег.

* Бурроу Б., Хельяр Дж. Варвары у ворот. История падения RJR Nabisco. — М.: Олимп-Бизнес, 2010.

Несмотря на всю власть и богатство, которое сосредоточили в своих руках фонды прямых инвестиций, сделки с использованием заемных средств по-прежнему вызывали споры и служили громоотводом для выражения недовольства влиянием капитализма. Когда Blackstone и другие принялись приобретать все более и более крупные компании в 2006 и 2007 гг., опасения и нападки, преследовавшие бизнес LBO с начала 1980-х гг., возродились с новой силой.

В определенной мере эту вину им приписывали. Сектор прямых инвестиций достиг зрелости в период расцвета корпоративного рейдерства, когда финансисты с шашками наголо предпринимали попытки враждебных поглощений компаний и затевали интриги с целью смещения менеджмента. Специализирующиеся на LBO компании редко делали враждебные предложения, предпочитая договариваться с руководством, прежде чем купить намеченную компанию. Но во многих случаях они действительно выбирали компании, находившиеся на осадном положении, и, получив над ними контроль, нередко увольняли сотрудников и распродавали компании по частям точно так же, как и рейдеры. В результате их ставили в один ряд с «грабителями активов», которые нападали на компании и пировали на их останках, распродавая ценные активы для извлечения быстрой прибыли и оставляя после себя лишь объедки под грудой долгов.

Ответная реакция на бум LBO 2000-х гг. началась в Европе, где один из членов кабинета министров Германии публично заклеил фонды прямых инвестиций и хедж-фонды «саранчой», а британские профсоюзы лоббировали меры, направленные на обуздание таких поглощений. К тому моменту, когда в здании бывшей оружейной палаты на Парк-авеню развешивали звездный полог, готовясь к юбилею Шварцмана, ответная реакция достигла и США. Американские профсоюзы трубили о том, что новая волна LBO приведет к потере рабочих мест, а огромные прибыли фондов прямых инвестиций и хедж-фондов привлекли внимание Конгресса США¹⁰.

«Я ему заранее говорил, что считаю вечеринку очень плохой идеей», — вспоминает Генри Сильверман, бывший партнер Blackstone, ушедший руководить Cendant. Уже появлялись предложения о существенном повышении налогов для управляющих инвестиционными фондами, и Сильверман опасался, что вечеринка может только подогреть политические страсти.

Даже консервативная *Wall Street Journal* не преминула негативно высказаться о роскошном празднестве: «...вечеринка по случаю дня рождения м-ра Шварцмана и разбухшие состояния фондов прямых инвестиций, которые она символизирует, являются проявлениями растущего неравенства... Финансисты, быстро наживающиеся, в то время как рабочим замораживают заработную плату, а рабочие места оказываются под угрозой, становятся мишенями для растущего

недовольства». Когда четыре месяца спустя после вечеринки, как раз накануне IPO Blackstone, в конгресс были представлены предложения о введении нового налога, его сразу же называли «налогом Blackstone», и *Wall Street Journal* обвинила в этом Шварцмана, заявив, что «его позорное юбилейное торжество сыграло на руку популистам, которым был нужен реальный Гордон Гекко*, чтобы пригвоздить его к позорному столбу»¹¹. Расточительство Шварцмана поставило его самого и всю сферу прямых инвестиций под удар.

Причины опасений были понятны. Прямые инвестиции — воплощение капиталистического духа в чистом виде, а именно безудержное наращивание стоимости компании за счет чего угодно — роста, сокращения, сворачивания одного бизнеса и запуска другого, распродажи, слияния или поглощения. Такое управление собственностью основано на трезвом расчете и не принимает во внимание чувства; оно не ограничивает себя, но устанавливает жесткие рамки для других.

Фактически же методы, которые вменяют в вину фондам прямых инвестиций, — сокращение персонала, продажа активов и в целом сотрясение статус-кво — являются обычными и применяются сегодня большинством корпораций. При слиянии двух конкурирующих компаний увольняется гораздо больше сотрудников, чем при LBO. Но поскольку покупка контрольного пакета акций ведет к смене формы собственности и компания почти гарантированно через несколько лет еще раз перейдет к другому владельцу, этот процесс, естественно, вызывает беспокойство.

Таким образом, утверждение, будто фонды прямых инвестиций систематически разрушают компании, в корне неверно. Будь это так, подобного рода бизнес долго бы не просуществовал. Мало кто из руководителей согласился бы длительное время, как это происходит сейчас, возглавлять компании, предназначенные для разрушения. Самое главное, фонды просто не смогли бы продать приобретенные ими компании, если бы действительно имели привычку их потрошить. Да и публичные пенсионные фонды (крупнейшие вкладчики фондов прямых инвестиций) прекратили бы выписывать чеки, если бы считали, что те занимаются исключительно разрушением.

Растущее число научных исследований¹² разоблачает карикатурное представление о дельцах, которые «покупают, раздевают и выбрасывают». Например, оказывается, что акции компаний, принадлежащих фондам прямых инвестиций и выходящих на публичный рынок, показывают в среднем лучшие результаты, чем акции новых публичных компаний, опровергая представление о том, что сделки LBO

* Персонаж фильма «Уолл-стрит», скупавший огромные компании, рыночная стоимость которых была ниже, чем суммарная цена входящих в них активов, и продававший их частями. — *Прим. ред.*

вредят бизнесу. Что касается рабочих мест, то в этом отношении принадлежащие фондам прямых инвестиций компании вполне сопоставимы с другими компаниями — в среднем они сокращают чуть больше рабочих мест в первые годы после LBO, однако нанимают больше сотрудников в долгосрочном периоде. Теоретически долговая нагрузка, взваливаемая на плечи приобретаемых компаний, делает их более уязвимыми, но за прошедшие несколько десятилетий доля банкротств среди компаний, выкупленных на заемные средства, немногим отличалась от этого показателя среди других схожих с ними компаний, а по некоторым оценкам была даже ниже.

Вопреки устойчивому представлению о них как о хищниках, фонды прямых инвестиций свои основные прибыли получают либо за счет покупки испытывающих трудности компаний и последующего их оздоровления, либо за счет расширения бизнеса. Многие из числа наиболее успешных инвестиций Blackstone были ориентированы на развитие. Например, Blackstone превратила мелкого британского оператора развлечений Merlin Entertainments в крупного международного игрока с парками Legoland и музеями восковых фигур мадам Тюссо на двух континентах. Аналогичным образом Blackstone преобразовала заурядного немецкого производителя бутылок Gerresheimer AG в гораздо более прибыльную компанию по производству сложной фармацевтической упаковки. Кроме того, Blackstone поддерживает различные стартапы. Например, одна из таких компаний, занимающаяся разведкой нефти, открыла крупное месторождение у побережья Западной Африки. Согласитесь, ничто из этого не соответствует шаблону «покупают, раздевают и выбрасывают».

Опровергая убеждение, что единственная цель фондов прямых инвестиций — «зашибить по-быстрому деньги», генеральные директора таких компаний, как Merlin и Gerresheimer AG, заявляют, что при новых владельцах у них появилась возможность применять более долгосрочные подходы, чем тогда, когда они были публично торгуемыми компаниями и одержимыми получением стабильных краткосрочных прибылей.

Несмотря на противоречивую реакцию, вызванную новой волной сделок LBO, и шумиху вокруг юбилея Шварцмана, выход Blackstone на публичный рынок прошел успешно. Однако Шварцмана и его партнеров волновала другая проблема — грядущее падение рынков. В тот самый день, когда начали торговаться акции Blackstone, 22 июня 2007 г., случилось событие, ставшее зловещим предзнаменованием надвигающейся катастрофы. Инвестиционный банк Bear Stearns, издавна славившийся своим торговым мастерством, объявил, что он окажет экстренную финансовую помощь управляемому им хедж-фонду, который понес катастрофические убытки по ипотечным ценным бумагам¹³. В последующие месяцы кризис распространился на всю

финансовую систему. К осени кредитную машину, обеспечивавшую бум в сфере прямых инвестиций дешевыми заемными средствами в сотни миллиардов долларов, заклинило.

Подобно шопоголикам, превысившим лимиты по кредитным картам, фонды прямых инвестиций стали получать отказы в кредитах. Blackstone, которая в феврале 2007 г. приобрела крупнейшего в стране владельца офисных центров Equity Office Properties Trust за рекордные \$39 млрд, а в июле подписала соглашение о поглощении сети отелей Hilton за \$26 млрд, в течение следующих двух с половиной лет не смогла осуществить ни одной сделки дороже \$4 млрд. В 2008 г. ее прибыли упали настолько, что она не могла выплатить дивиденды в конце года¹⁴. Это означало, что в том году Шварцман не получил инвестиционной прибыли и был вынужден довольствоваться базовой ставкой в \$350 000, что было в 1000 раз меньше его чистого дохода два года назад. Акции Blackstone, первоначально торговавшиеся по \$31 за штуку, рухнули до \$3,55 в начале 2009 г., словно барометр отражая состояние бизнеса LBO в целом.

Сделки по выкупу компаний на заемные средства не были первопричиной финансового кризиса, но сфера прямых инвестиций оказалась в непростой ситуации, когда рынки стали сдавать свои позиции. Известные компании, приобретенные на пике рынка, начали рушиться под бременем новых долгов в условиях замедления экономики и сокращения бизнеса. Среди них — розничный торговец хозяйственными товарами Linen'n'Things, производитель матрасов Simmons, издательский дом Reader's Digest. Для еще большего числа компаний, приобретенных за счет прямых инвестиций и пока еще держащихся на плаву, час расплаты наступит в 2013 или 2014 г., когда придет срок возврата кредитов, взятых для их приобретения. Подобно домовладельцам, перebrавшим высокорискованных ипотечных кредитов, а затем обнаружившим, что их дома обесценились, фонды прямых инвестиций обременены компаниями, которые стоят меньше своих долгов. Если компании не восстановят стоимость или не договорятся о новых условиях займов, у них не хватит активов, которые можно было бы заложить для рефинансирования долгов. В результате они могут быть проданы с убытком или переданы в руки кредиторам.

После финансового кризиса многие списали направление прямых инвестиций со счетов. Дескать, оно понесло серьезные потери и понесет их еще, прежде чем экономика полностью восстановится. Все ожидали, что, как и во времена прошлых кризисов, инвесторы побегут из компаний, опрометчиво инвестировавших на вершине рынка. Однако фонды прямых инвестиций, в отличие от других звеньев финансовой системы и рынков акций, чувствовали себя хорошо. Дело в том, что их риски и кредитное плечо были весьма скромными по сравнению с теми, к которым прибегали банки и ипотечные компании. Небольшая часть

компаний, приобретенных на средства фондов прямых инвестиций, действительно разорилась, но они не потянули за собой другие организации, не требовали финансовой поддержки от государства и не пустили ко дну своих собственников.

Наоборот, когда начала рушиться финансовая система, фонды прямых инвестиций были одними из первых, к кому правительство обратилось за помощью. Когда осенью 2008 г. министерство финансов США и Федеральная резервная система встали перед необходимостью спасения финансовых институтов, таких как Lehman Brothers, Merrill Lynch и American International Group, они обратились к Blackstone и ее коллегам в поисках денег и идей¹⁵. Министерство финансов Великобритании и Банк Англии также привлекли фонды прямых инвестиций к спасению национального гиганта — сберегательного банка Northern Rock. (В конечном итоге проблемы этих институтов оказались слишком значительны для того, чтобы даже крупнейшие частные фонды могли им помочь.) В 2009 г. правительство США снова обратилось за помощью к инвестиционным фондам, на этот раз чтобы исправить ситуацию в автомобильной промышленности. Администрация Обамы выбрала в качестве «автоцаря»* Стивена Раттнера, основателя фонда прямых инвестиций Quadrangle Group, а Дэвида Бондермана, основателя Texas Pacific Group, и Дэниела Акерсона, топ-менеджера Carlyle Group, попросила войти в совет директоров General Motors, чтобы контролировать оздоровление автомобильной корпорации.

Кризис 2007–2009 гг. не был первым для сферы прямых инвестиций. В конце 1980-х гг. она фактически пережила клиническую смерть во время похожего кредитного коллапса и снова серьезно пострадала в начале 2000 г., когда лопнул пузырь технологических и телекоммуникационных компаний. Но каждый раз она восстанавливалась, и выжившие фонды становились все крупнее, привлекали больше денег и нацеливались на новые виды инвестиций.

К моменту окончания острой фазы кризиса 2008–2009 гг. фундамент для очередного возрождения уже был заложен. Начать с того, что компании, работающие на рынке прямых инвестиций, имели наготове \$500 млрд свободного капитала для инвестирования, — это немногим меньше \$787 млрд, выделенных американским правительством для стимулирования экономики в 2009 г.¹⁶ Одна только Blackstone на конец 2009 г. располагала \$29 млрд, на которые она могла покупать компании, недвижимость и долги в то время, когда многие продавцы все еще находились в тяжелом финансовом положении, и могла увеличить эту сумму в несколько раз за счет заимствований. С таким

* «Автоцарь» — неофициальное прозвище Стивена Раттнера, который в должности советника министерства финансов занимался реструктуризацией неплатежеспособных автопроизводителей General Motors и Chrysler Group. — *Прим. ред.*

изобилием во времена, когда капитал был в дефиците, открывались впечатляющие возможности для получения прибыли. Несмотря на то что в 2008 и 2009 гг. приток нового капитала сократился до ручейка, он вновь мог набрать силу, поскольку три из числа крупнейших государственных пенсионных фондов США в конце 2009 г. заявили, что в будущем планируют увеличить свои вложения в фонды прямых инвестиций¹⁷.

В истории Blackstone отражается история сектора прямых инвестиций и его превращения из нишевой игры, которую вела горстка предпринимателей-финансистов и компаний-высочек, в солидный бизнес с гигантскими организациями, поддержанными миллиардами долларов инвестиций от государственных пенсионных фондов и других столпов инвестиционного мира. Вслед за Blackstone, осуществившей IPO в 2007 г., KKR также вышла на публичный рынок, а Apollo Global Management, один из их главных конкурентов, предприняла шаги, чтобы сделать то же самое, приподнимая завесу тайны над прямыми инвестициями и укрепляя их позицию как одного из важнейших компонентов финансовой системы.

История Blackstone — это также история предпринимателя, за показным расточительством которого скрываются острый ум и цепкая хватка. Пройдя через неблагоприятное начало, прерывистое развитие, ряд катастроф с первыми инвестициями и годы хаоса, когда его талант то расцветал, то пропадал, Шварцман построил крупнейшую финансовую организацию. Во многих отношениях своим успехом Blackstone обязана личности Шварцмана — взять хотя бы его самонадеянный план 1985 г., по которому они с Питерсоном должны были привлечь \$1 млрд в фонд LBO, притом что ни один из них ранее не занимался подобными сделками. Но за этим стояло нечто большее, чем дерзость. При всем своем самодовольстве, проявившемся на юбилейном торжестве, Шварцман с самого начала принимал на работу партнеров, чьи личности были по меньшей мере сопоставимы с его собственной, и всегда был внимательным слушателем, в том числе постоянно интересовался мнениями сотрудников даже самого низкого ранга. В 2002 г., когда Blackstone уже вступила в пору зрелости, он нанял менеджера в качестве своего преемника и передал ему значительные полномочия. Шварцман до болезненного отвращения не переносит потери денег (о чем постоянно твердят его нынешние и бывшие партнеры), и это его свойство сформировало корпоративную культуру компании, что, возможно, помогло ей избежать опрометчивых инвестиционных решений в период бума 2006 и 2007 гг.

Шварцман и его коллеги, такие как Генри Кравис, представляют собой новую породу капиталистов, занимающих нишу между крупными банками и корпоративными конгломератами предыдущей эпохи. Подобно банкам, они инвестируют капитал, но, в отличие от них,

получают контроль над компаниями. Как и у глобальных корпораций, их бизнес разнообразен и охватывает весь мир. Но, в отличие от этих корпораций, их бизнес-портфель меняется год от года и каждая подконтрольная им компания управляется, работает, преуспевает или разоряется независимо от других. Влияние этих магнатов и их фондов простирается так далеко потому, что они постоянно покупают и продают, оставляя свой отпечаток на тысячах компаний, пока они ими владеют, и оказывая влияние на публичные рынки тем, какие компании покупают и как их реформируют.

МАГИЯ HOUDAILLE, МЕТАНИЯ LEHMAN

Для Уолл-стрит это была почти что революционная сделка. В октябре 1978 г. малоизвестная инвестиционная компания Kohlberg Kravis Roberts заключила соглашение о выкупе на заемные средства производителя промышленных насосов Houdaille Industries за \$380 млн. За триста восемьдесят миллионов баксов! Публичную компанию! Да, аналогичные, но небольшие по объему сделки к тому моменту совершались уже не первый год, однако на такой серьезный шаг еще никто не осмеливался.

Стивен Шварцман, 31-летний инвестиционный банкир в Lehman Brothers Kuhn Loeb, сгорал от любопытства, желая узнать механизм этой сделки. Он видел, что покупатели вложили немного своего капитала и им не требовалось предоставлять никакого дополнительного обеспечения. Единственной гарантией по займам служила сама компания. Как они сумели это проверить? Ему обязательно нужно достать проспект эмиссии облигаций, где должна быть изложена детальная схема сделки. Шварцман, специалист по слияниям и поглощениям, самоуверенный позер, наделенный даром находить новые сделки, стал партнером в Lehman Brothers в том самом октябре. Он почувствовал, что зарождается совершенно новый вид бизнеса, который обещает фантастические прибыли и позволит ему реализовать свои таланты.

«Я прочитал этот проспект, посмотрел на структуру капитала и понял, какую доходность можно получить, — вспоминал он несколько лет спустя. — Я сказал себе: “Это золотая жила”. Как будто у меня в руках оказался Розеттский камень с расшифрованной тайной LBO»¹.

Шварцман был не единственным, кого посетило прозрение. «Сделка с Houdaille привлекла всеобщее внимание, — вспоминает Ричард

Битти, юрист Simpson Thacher & Bartlett, представлявший KKR во многих ее ранних сделках. — До того момента банкиры равнодушно отмахивались: “Да что такое это LBO?” И вдруг трое смелых парней — Кольберг, Кравис и Робертс — покупают публичную компанию! И что все это означает?!»²

Финансовые механизмы, приводившие в действие сделку по Houdaille, а также бум на рынке прямых инвестиций в 2000-х гг., были разработаны в кулуарах Уолл-стрит еще в конце 1950-х и в 1960-гг. Концепция LBO не была плодом высоколбой финансовой науки или магической формулой. Ее базовый принцип понятен любому, кто купил и продал дом с использованием ипотечного займа. Предположим, покупая дом за \$100 000 наличными и позже продавая его за \$120 000, вы зарабатываете 20% прибыли. Но если вместо этого вносите первоначальный взнос в размере \$20 000 и берете ипотеку, чтобы покрыть остальную сумму, то после продажи дома и возврата ипотечного займа у вас остается на руках \$40 000, что в два раза больше инвестированной вами суммы (первоначального взноса). Другими словами, ваша прибыль в этом случае составляет 100% без учета затрат на выплату процентов по займу.

LBO работает по такому же принципу. Но, если домовладельцам приходится выплачивать ипотечный кредит из своих зарплат или других доходов, то в случае LBO фонд-покупатель вносит только капитал (первоначальный платеж), а дальше бизнес платит за себя сам. По сути, это покупаемая компания занимает деньги для выкупа самой себя. Поэтому инвесторы ищут компанию, с одной стороны, генерирующую достаточно наличности, чтобы покрывать проценты по долгу, образующемуся в результате сделки, а с другой — способную нарастить свою стоимость. Для тех, кто далек от Уолл-стрит, это можно сравнить с доходной недвижимостью, арендная плата за которую покрывает ипотечные платежи, налоги на собственность и расходы на содержание.

Более того, компании, прошедшие через LBO, получают щедрую налоговую льготу. Им разрешается, как и всем остальным, вычитать проценты по долгу из налогооблагаемой базы как затраты на ведение бизнеса. Однако если для большинства компаний такие вычеты составляют лишь небольшую долю их прибыли, то для компании, обремененной внушительным долгом, вычет может быть сопоставим с прибылью или даже превышать ее — в результате компания платит лишь небольшой налог на прибыль или не платит его вовсе. Можно сказать, что налогоплательщик получает огромную субсидию за то, что использует определенную форму корпоративных финансовых операций.

На тот момент, когда Джером Кольберг-младший и его новая компания приобрели Houdaille, на рынке уже работали несколько небольших фондов прямых инвестиций, которые привлекали средства

инвесторов для проведения LBO. Приобретение Houdaille дало понять финансовому миру, что эти компании поднимают планку своих амбиций. А несколько лет спустя ошеломляющая отдача от другой покупки продемонстрировала еще более широким кругам, насколько выгодными могут быть LBO.

Корпорация Gibson Greeting Cards, выпускавшая поздравительные открытки и владевшая правами на анимационного персонажа — кота Гарфилда, была нелюбимой «дочкой» корпорации RCA, учредителя телевизионной сети NBC. В январе 1982 г. Gibson Greeting приобрела инвестиционная компания Wesray, основанная Уильямом Саймоном, бывшим министром финансов США при Никсоне и Форде. Wesray заплатила \$80 млн, но фактически она и менеджмент Gibson Greeting выложили из своего кармана всего \$1 млн, а остальную сумму заняли. При таком вложении капитала покупатели потеряли бы немного в случае краха компании, но многократно окупили бы инвестиции, если бы впоследствии им удалось продать компанию по более высокой цене.

Через 16 месяцев после распродажи принадлежавшей Gibson Greeting недвижимости Wesray вместе с менеджментом вывела компанию на публичный рынок, и при размещении акций она была оценена в \$290 млн. Без кредитного плеча (иначе говоря, без займа) инвестиции окупились бы примерно три с половиной раза. Но при таком экстраординарном соотношении заемного и собственного капитала Саймон и его партнер по Wesray Реймонд Чамберс заработали каждый более чем по \$65 млн на вложенные \$330 000 — что означает 200-кратную прибыль! Этот феноменальный успех немедленно вошел в легенду. Несколько недель спустя журнал *New York* и газета *New York Times* все еще анализировали отличный ход Wesray³.

Сам Саймон приписывал столь невероятный доход удаче⁴. Хотя операционные прибыли Gibson Greeting действительно выросли на 50% в период между приобретением компании и ее выходом на публичный рынок, но в этом не было заслуги Wesray. По большому счету решающую роль сыграл фактор времени. К началу 1983 г. экономика начала восстанавливаться после длительной рецессии, благодаря чему дела компании наладились и ее акции были оценены существенно дороже. Между тем отдача от сделки с Gibson Greeting наглядно продемонстрировала всю мощь кредитного плеча, позволяющего получать умопомрачительные прибыли даже при небольшом повышении стоимости.

Стивен Шварцман, как и все, наблюдал за IPO Gibson Greeting с восторженным изумлением. Да и неудивительно — он работал консультантом и банкиром RCA, когда та продавала свою «дочку» Wesray, и предупреждал RCA, что, по его мнению, цена была слишком занижена⁵. Так с Houdaille и Gibson Greeting началось его непреходящее увлечение LBO.

Сделка с Gibson Greeting не ускользнула и от внимания босса Шварцмана — генерального директора и председателя совета директоров Lehman Brothers Питера Питерсона. Ведь с того самого дня, когда в 1973 г. Питерсон пришел на работу в Lehman в качестве вице-председателя, он надеялся вернуть его в инвестиционный банкинг — традиционное название банковской деятельности, заключающейся в инвестировании собственных средств в покупку компаний и развитие их бизнеса⁶. В прошлом на протяжении десятилетий Lehman был влиятельным торговым банком: в 1934 г. он приобрел Trans World Airlines, а в 1950-х и 1960-х гг. финансировал такие стартапы, как калифорнийский банк Great Western Financial, военно-промышленная компания Litton Industries и LIN Broadcasting, которая владела сетью телестанций. Но к моменту прихода Питерсона финансовое благополучие Lehman пошатнулось, и банк не мог рисковать собственными деньгами, покупая доли в компаниях⁷.

Во многом деятельность инвестиционных банков, несмотря на их название, не связана с инвестированием и не требует значительного капитала. В отличие от коммерческих и розничных банков, привлекающих депозиты и выдающих ссуды и ипотечные займы, инвестиционные банки в основном продают свои услуги. Они консультируют по финансовым аспектам слияний и поглощений (M&A), помогают корпорациям привлекать капитал через продажу акций и облигаций. Разумеется, для этого банкам требуется определенный капитал, поскольку всегда существует риск, что они не смогут продать те ценные бумаги, которые обязались купить у своих клиентов, но этот риск обычно бывает незначительным и краткосрочным, поэтому капитал не замораживается надолго.

Из основных компонентов инвестиционно-банковской деятельности только трейдинг — покупка и продажа акций и облигаций — требует больших объемов капитала. Инвестиционные банки торгуют акциями и облигациями не только для клиентов, но и за собственный счет, тем самым принимая на себя значительные риски. Через отделы торговых операций банков на Уолл-стрит ежедневно проходят потоки ценных бумаг. Большая часть этих бумаг ликвидна, т. е. их можно быстро продать и заново пустить деньги в оборот, но если при внезапном падении рынка банк не сумеет вовремя продать свои активы, он может понести серьезные убытки. Поэтому банкам нужна финансовая подушка, чтобы оставаться платежеспособными на падающих рынках.

Прямые инвестиции, осуществляемые банком, также являются рискованным делом и требуют значительных объемов капитала, поскольку средства обычно инвестируются на много лет. Вознаграждение может быть огромным, но банк должен располагать свободными средствами. А в 1973 г., когда Питерсон пришел в Lehman, у того был

самый худосочный баланс из всех крупнейших инвестиционных банков — с собственным капиталом менее \$20 млн⁸.

Тем не менее к 1980-м гг. Lehman вернул былую финансовую мощь, поэтому Питерсон и Шварцман принялись давить на остальное руководство, убеждая вновь заняться инвестиционно-банковской деятельностью. Они даже обозначили первое приобретение Lehman — публично торгуемую корпорацию Stewart-Wagner, производителя спидометров из Чикаго, — и предложили приобрести ее с использованием заемных средств, но правление, которое Питерсон возглавлял (но не контролировал), отклонило план. Некоторые его члены высказали опасение, что клиенты станут рассматривать Lehman как конкурента, если банк начнет покупать компании.

«Это был смехотворный аргумент», — вспоминает Питерсон.

«Я не мог поверить, что они отвергли этот план, — вторит ему Шварцман. — Одна такая сделка могла принести нам больше денег, чем вся годовая прибыль Lehman»⁹ (на тот момент — примерно \$200 млн).

Но они не отказались от своей мечты. Шварцман пригласил Дика Битти, юриста Kohlberg Kravis — главного внешнего консультанта Lehman, чтобы проконсультировать банкиров о механизме LBO. «За всем этим скрывался вопрос: “Почему бы Lehman не заняться таким бизнесом?”»¹⁰ — вспоминает Битти.

Другие банки, включая Goldman Sachs и Merrill Lynch, уже открыли подразделения, оказывающие инвестиционно-банковские услуги. Запущенная сделками с Houdaille и Gibson Greeting, волна LBO набирала силу, однако Питерсон и Шварцман пока что оставались всего лишь сторонними наблюдателями. Вместо того чтобы осуществлять собственные инвестиции, им приходилось довольствоваться выполнением обязанностей инвестиционных банкиров, консультирующих компании по вопросам слияний и поглощений.

* * *

Питерсон пришел на Уолл-стрит не совсем обычным путем. Он не был классическим банкиром. До Lehman он руководил крупной компанией, а затем работал в администрации Никсона; ему было привычнее обсуждать экономическую политику страны (его всепоглощающую страсть), нежели следить за биржевыми торгами. Питерсона, который превосходно умел налаживать связи и устанавливать контакты, пригласили в Lehman в 1973 г. с совершенно определенной целью: привлечь в банк промышленных магнатов. Партнеры банка считали, что его многочисленные контакты, приобретенные за годы руководства бизнесом и работы в правительстве, будут бесценны для Lehman.

С молодости Питерсон быстро поднимался по карьерной лестнице. Сын греческих иммигрантов, державших небольшую круглосуточную

кофейню в городке Кирни, штат Небраска, Питерсон с отличием окончил Северо-Западный университет и получил степень магистра в Чикагском университете. Он сразу добился успеха в корпоративном мире, сначала в сфере маркетинга. В 20 с небольшим лет, благодаря своей работе по исследованию рынков, был назначен руководителем чикагского отделения рекламного агентства McCann-Erickson. Первый значительный шаг в карьере Питерсон сделал после того, как подружился со своим соседом и партнером по теннису Чарльзом Перси, руководившим Bell & Howell, компанией по производству оборудования для домашних кинотеатров. Перси убедил Питерсона перейти на работу в Bell & Howell в качестве директора по маркетингу, а в 1961 г. в возрасте 34 лет тот стал президентом компании. В 1966 г., когда Перси избрали в Сенат США, Питерсон занял кресло генерального директора¹¹.

Благодаря рекомендации его старого знакомого по Чикаго Джорджа Шульца (ставшего впоследствии министром финансов, а затем госсекретарем США), в начале 1971 г. Питерсона назначили советником по вопросам международной экономики при президенте Ричарде Никсоне. Несмотря на то что у Питерсона в Белом доме были влиятельные союзники (в первую очередь Генри Киссинджер, советник по вопросам национальной безопасности и будущий госсекретарь), он по складу характера и образу мышления не подходил для жесткой подковерной борьбы и удушающей атмосферы интриганства, царивших в Белом доме при Никсоне¹². У него отсутствовал ген скандалиста. Однажды глава администрации президента Г. Р. Холдерман предложил Питерсону переехать в кабинет в Западном крыле Белого дома, чтобы находиться ближе к Никсону. Но этот кабинет занимал Дональд Рамсфельд (впоследствии ставший министром обороны при Джордже Буше-младшем), а он ожесточенно боролся за свое привилегированное место. Питерсон знал Рамсфельда еще по Чикаго и не хотел затевать ссору либо ущемлять самолюбие друга, поэтому отказался от предложения Холдермана. Позже Киссинджер сказал Питерсону, что это была самая большая ошибка, которую тот совершил в Вашингтоне¹³.

В скором времени Питерсон попал под прицел еще одной амбициозной личности — министра финансов Джона Конналли, харизматика с серебристой гривой, бывшего губернатора штата Техас, который ехал в автомобиле вместе с президентом Кеннеди, когда на того было совершено покушение, и сам получил ранение. Конналли считал, что в роли советника по международной экономике Питерсон вторгается на его территорию, и плел заговоры, чтобы лишить «чужака» влияния¹⁴.

Через год после прихода в Белый дом Питерсон был назначен министром торговли, что вывело его из сферы интересов Конналли. В новой должности Питерсон предпринял эффектный шаг: он лично курировал переговоры, в ходе которых было заключено всестороннее торговое соглашение с Советским Союзом. Но вскоре Питерсон впал в немилость

у Никсона и Холдермана, президентского силовика со стальными глазами и стрижкой ежиком, — частично потому, что Питерсон любил посещать междусобойчики, где обменивался мнениями с такими видными фигурами либерального и медийного истеблишмента, как издатель *Washington Post* Кэтрин Грэм, обозреватель *New York Times* Джеймс Рстон и Этель Кеннеди, вдова Роберта Кеннеди. Круг общения Питерсона рассматривался Белым домом как «братание» с врагами.

Никсон избавился от Питерсона после президентской гонки 1972 г., меньше чем через год после назначения его министром. Перед отъездом из Вашингтона, во время прощального вечера, Питерсон произнес памятную шутку, мол, Холдерман потребовал от него пройти тест на лояльность, который он провалил: «У меня такие толстые икры, что я не смог как следует щелкнуть каблуками». Эта горькая шутка попала в *Washington Post* и наделала много шума¹⁵.

В поисках нового поприща для приложения своих талантов Питерсон переехал в Нью-Йорк. Несколько банков с Уолл-стрит пытались заманить Питерсона к себе, но он остановился на Lehman, привлеченный как раз его долговременной деятельностью в инвестиционно-банковской сфере. Но спустя два месяца после его прихода в банк в качестве вице-председателя и лоббиста роль Питерсона резко изменилась, когда внутренний аудит привел к ужасающему открытию: оказалось, что трейдеры, втайне накопили многомиллионный нереализованный убыток. Ценные бумаги на балансе Lehman намного подешевели со времени их покупки, и в результате банк очутился на грани разорения. Шокированное правление банка уволило своего председателя Фреда Эрмана и обратилось к Питерсону, обладавшему опытом работы в качестве генерального директора и члена правительства, с просьбой взять руководство Lehman на себя — в надежде, что его управленческие навыки и авторитет помогут спасти банк¹⁶.

За сделки, едва не пустившие Lehman ко дну, отвечал руководитель трейдинга Льюис Глаксман, дородный торговец облигациями, известный своим взрывным темпераментом и любивший расхаживать по торговому залу в рубашке с развевающимися полами навыпуск, извергая клубы сигарного дыма¹⁷. Некоторые в Lehman требовали голову Глаксмана. Однако Уоррен Хеллман (инвестиционный банкир, ставший президентом Lehman незадолго до того, как Питерсон был приглашен на пост председателя совета директоров и гендиректора) считал, что Lehman нуждается в Глаксмানে. Ведь только он понимал, почему банк купил эти ценные бумаги и что именно вышло не так, как задумано. «Я сказал им: тот, кто создал проблему, лучше всех знает, как ее решить», — вспоминает Хеллман. Питерсон согласился, считая, что «каждый имеет право на одну серьезную ошибку»¹⁸. Глаксман оправдал ожидания, и под руководством Питерсона Lehman поправил свое финансовое здоровье. В 1975 г. журнал *Business Week* отметил

достижения Питерсона, поместив на обложке его портрет с волевым подбородком под броским заголовком «Lehman Brothers отходит от края пропасти»¹⁹.

Несмотря на свою роль спасителя, Питерсону было трудно приспособиться к корпоративной культуре Lehman с ее откровенной борьбой за лидерство, а особенно — найти общий язык с трейдерами банка. Его незнание жаргона, если не самой сути, трейдинга и денежных отношений шокировало его новых партнеров. «Он упорно говорил “базовые пункты”* вместо “базисные пункты”»²⁰, — вспоминает один из руководителей Lehman. На сленге Уолл-стрит базисный пункт равен 0,01% — минимальному изменению процентной ставки, которое может означать огромные прибыли или убытки при больших сделках или займах. (100 базисных пунктов = 1% ставки.)

Питерсон вызывал симпатию во многих отношениях. Он был честным и принципиальным, к тому же интересным собеседником, остроумным и порой язвительным. Он не был одержим деньгами, по крайней мере с фанатизмом, обычным для Уолл-стрит. Но с коллегами часто держал себя отчужденно, высокомерно и даже напыщенно. Он считал, что секретари, помощники и даже партнеры должны ловить каждое его слово. Например, торопясь на совещание, на ходу царапал заметки в своем блокноте, а затем отрывал и бросал листки через плечо, рассчитывая, что кто-то должен вслед за ним подбирать эти листки, чтобы потом он мог их прочитать со вниманием²¹.

Иногда казалось, что Питерсон живет в своем собственном мире. Он мог прийти на совещание в пиджаке с прилепленными к нему желтыми стикерами, на которых секретарь напоминала ему либо о благотворительном бале, либо о важном звонке²². Эта склонность к витанию в облаках сохранилась и в годы его работы в Blackstone. Партнер Blackstone Говард Липсон рассказывает, что однажды холодным ветреным вечером встретил Питерсона в огромной зимней шапке. На ее макушке был приклеен стикер с надписью: «Пит, не забудьте вашу шапку». Липсон также вспоминает, какой ужас и беспомощность охватывали Питерсона, когда в отсутствие секретаря ему приходилось самому отвечать на телефонный звонок. «Патти! Патти!» — кричал он²³.

В то же время Питерсона забавляли шутки, которые вызывала его рассеянность у окружающих. В своем конференц-зале он повесил памятную пластину с выражением благодарности от Совета по международным отношениям, где, помимо прочего, отмечались его «неустан-ные поиски портфеля»²⁴.

«Это его свойство подкупало людей, — говорит Липсон. — Некоторые считали, что у него плохо с памятью, но Пит был не настолько

* В этом значении базовый пункт применяется при расчете цен на продукты для разных районов страны. — *Прим. ред.*

уж стар. Думаю, просто его голова была забита множеством мыслей». К такому же выводу приходит Дэвид Баттен, партнер Blackstone в начале 1990-х гг.: «Пит, похоже, вынашивал великие мысли», — говорит он, имея в виду, что Питерсон часто обдумывал стратегические вопросы²⁵. Во время работы в Lehman Питерсон также входил в правление Brookings Institution, знаменитого аналитического центра, и время от времени работал в правительственных консультативных комитетах. Позже, уже возглавляя Blackstone, написал несколько эссе и книг по фискальной политике США.

Своих подчиненных он порой, казалось, не замечал, зато усердно искал дружбы со знаменитостями в сферах политики, масс-медиа и искусства, такими как Барбара Уолтерс, Дэвид Рокфеллер, Генри Киссинджер, Майк Николс, Диана Сойер, и любил этим похвастаться.

Но все недостатки Питерсона с лихвой перекрывались его деянием — 10-летием процветания, которое пережил под его руководством Lehman. Это было непросто для организации, раздираемой изнутри ожесточенным соперничеством. После смерти в 1969 г. Роберта Лемана, сильного лидера с многолетним опытом, жестко пресекавшего любые внутренние распри, Lehman превратился в яму со змеями. Партнеры старались переиграть друг друга, чтобы получить больше бонусных денег²⁶. Например, ходили слухи, что один из партнеров Lehman уговорил другого продать ему акции горнодобывающей компании, которая вот-вот должна была открыть богатую рудную жилу, о чем первый партнер знал, а второй нет²⁷. Другой случай двурушничества привел Питерсона в ярость: стало известно, что высокопоставленный партнер Джеймс Глэнвилл убедил своего клиента предпринять попытку враждебного поглощения компании, которую другие партнеры Lehman консультировали как раз по вопросам защиты от враждебных поглощений²⁸.

Такие приемы ведения войны были чрезмерными даже по меркам Уолл-стрит с ее волчьими законами. Партнер Goldman Sachs Роберт Рубин, впоследствии ставший министром финансов в правительстве Клинтона, как-то сказал президенту Lehman Уоррену Хеллману, что в обоих банках одинаково талантливые партнеры. Разница же заключается в следующем: партнеры Goldman Sachs понимают, что их настоящие конкуренты находятся за пределами банка, тогда как партнеры Lehman, казалось, считают, что их главные конкуренты находятся в самом банке²⁹.

Распри в Lehman удивляли сторонних наблюдателей. «Не понимаю, почему все вы в Lehman Brothers так ненавидите друг друга, — как-то сказал Брюс Вассерштайн, один из ведущих инвестиционных банкиров того времени, в разговоре со Шварцманом и еще одним партнером Lehman. — Я ведь веду дела с вами обоими».

«Если бы вы работали в Lehman Brothers, мы бы и вас ненавидели», — ответил Шварцман³⁰.

Самый глубокий раскол произошел между трейдерами Глаксмана и инвестиционными банкирами. Трейдеры считали банкиров гламурными белоручками; банкиры считали трейдеров неотесанными мужланами³¹. Питерсон же старался их сблизить³². Главным яблоком раздора была оплата. До прихода Питерсона сотрудников держали в неведении относительно того, как принимаются решения о бонусах и продвижении по службе. Высокопоставленные партнеры решали, кто и сколько должен получить, а себе забирали львиную долю годового премиального фонда независимо от своего вклада. Питерсон ввел новую систему материального поощрения, частично используя опыт Bell & Howell, где премии привязывались к эффективности. Он ограничил размер собственных бонусов и ввел партнерские оценки. Но даже такой меритократический подход не мог унять волны жалоб и недовольства, которая неизменно возникала каждый год во время выплаты бонусов. Ситуация усугублялась тем, что и трейдинг, и консультационный бизнес переживали свои периоды взлетов и падений. Поэтому группа, лучше сработавшая в нынешнем году по сравнению с предыдущим, неизменно считала, что заслуживает большей доли в прибылях Lehman. Своеволие и жадность партнеров изводили Питерсона, чьи усилия обуздать и сплотить Lehman год за годом шли прахом.

У Питерсона были союзники в стенах Lehman, главным образом банкиры, но немногие из трех десятков партнеров стали его преданными друзьями. Больше всего он сблизился с Уорреном Хеллманом и Джорджем Боллом, бывшим заместителем госсекретаря США при Кеннеди и Джонсоне³³. Из более молодых партнеров он симпатизировал Роджеру Альтману, искусному банкиру, выстраивавшему, как это делал сам Питерсон, доверительные отношения с клиентами; Питерсон назначил его одним из трех руководителей инвестиционно-банковского направления в Lehman. Он также сблизился со Шварцманом, который в начале 1980-х гг. возглавил комитет по слияниям и поглощениям в рамках вышеназванного направления. Шварцман не был в Lehman единственным корифеем в этой области. В любом отдельно взятом году полдюжины его коллег зарабатывали для банка больше денег, чем он, но Шварцман легко общался с генеральными директорами, а его пронизательное чутье и виртуозное мастерство в заключении сделок выделяли его на фоне остальных³⁴.

Питерсон высоко ценил эти качества, и в последующие годы они вместе со Шварцманом разработали своего рода тандемный подход к обхаживанию клиентов. Сначала Питерсон «цеплял на крючок» генерального директора компании, вызывая у него интерес к сделке, после чего Шварцман «наматывал добычу на катушку», используя свою тактическую изобретательность и прорабатывая все детали, — придумывал, как продать акции или облигации, чтобы профинансировать новое приобретение, или подыскивал потенциальных покупателей для

дочерней компании, которую гендиректор хотел продать, и помогал сделать это по максимально высокой цене³⁵.

«Думаю, меня считали умным человеком, умеющим договариваться с гендиректорами на основе взаимного уважения, — говорит Питерсон. — Большинство согласится, что я значительно увеличил в Lehman объемы консультативного бизнеса. Но одно дело — привлечь новых клиентов, и совсем другое — проводить сделки, то есть выполнять основную работу. Я приглашал разных людей на эту роль, но Стив оказался одним из лучших. Мы отлично дополняли друг друга, что приносило превосходные результаты»³⁶.

Шварцман не только заключал сделки. Иногда он полностью погружался в реструктуризацию бизнеса, как это было в случае с производителем сельскохозяйственной техники и грузовых автомобилей International Harvester в 1970-е гг. Генеральный директор Harvester Арчи Макардл первым позвонил Питерсону, с которым вместе работал в совете директоров General Foods, и сообщил, что хотел бы сменить инвестиционный банк — перейти от Morgan Stanley к Lehman. На тот момент Harvester стояла на пороге разорения: деньги стремительно заканчивались, а в кредитах ей отказывали. Питерсон направил Шварцмана помочь Макардлу провести оценку компании. За несколько месяцев Шварцман и его команда выработали стратегию и нашли покупателей для ряда активов Harvester, чтобы обеспечить компанию столь необходимой ей наличностью³⁷.

Похожая история произошла с Bendix Corporation, которую Питерсон привел в Lehman незадолго до того, как в 1976 г. корпорацию возглавил новый генеральный директор Уильям Эджи. Последний решил преобразовать диверсифицированную инжиниринго-производственную компанию, распродав медленно растущий бизнес и приобретя быстро растущий в сфере высоких технологий. Питерсон возложил выполнение этой операции на Шварцмана, ставшего доверенным «консильери» Эджи. Он советовал ему, что следует купить, а что продать, и затем осуществлял сделки. «Билл придумывал сделки одну за другой. Мы разговаривали о них каждый день, и даже в выходные»³⁸, — вспоминает Шварцман.

Питерсон и Шварцман представляли собой странную пару. Помимо возрастной разницы в 21 год, Питерсон (182 см) возвышался над Шварцманом (167 см), а его средиземноморская смуглость резко контрастировала со светлой кожей и по-младенчески голубыми глазами Шварцмана. Если Питерсон часто бывал задумчивым и отстраненным, то Шварцман всегда был оживлен, практичен, деятелен и внимательно оценивал окружающих. Если Питерсон инстинктивно предпочитал избегать конфронтации, то Шварцман мог высказать человеку прямо в лицо то, что считал нужным. До того как они пересеклись в Lehman, они шли по жизни разными путями. Семья Шварцмана владела

крупным галантерейным магазином в Филадельфии, и он вырос в зажиточном пригороде, где у каждой семьи, по его словам, был «один дом и две машины»³⁹. В отличие от него Питерсон был выходцем из семьи со скромным достатком, выросшим в американской глубинке.

Если Питерсон обожал роль высокопоставленного и мудрого государственного деятеля, то Шварцман был более тщеславным и обладал склонностью к саморекламе. Особенно наглядно это проявилось в посвященном ему льстивом очерке⁴⁰ в *New York Times Magazine*, опубликованном в январе 1980 г., вскоре после того как Шварцман добавил в свой послужной список несколько крупных сделок по слиянию и поглощению. В частности, он выступил консультантом RCA при покупке CIT Financial Corporation за \$1,4 млрд и в сделке по продаже Tropicana Products компании Beatrice Foods за \$488 млн. Times назвал Шварцмана «вероятно, самым успешным молодым инвестиционным банкиром нового поколения», расхвалив его напористость, творческое воображение, скрупулезность и «заразительное жизнелюбие, которое притягивает к нему окружающих». Питерсон и Мартин Липтон, влиятельный юрист, специализирующийся на организации сделок по слиянию и поглощению, пели Шварцману дифирамбы.

«Как правило, руководители компаний неохотно работают с людьми его возраста, но наши основные клиенты предпочитают сотрудничать именно с ним», — сказал Питерсон Times. По словам Липтона, Шварцман обладал «редким даром появляться в нужном месте в нужное время». (Сам Шварцман скупко объяснял, какие силы им движут, ограничиваясь фразами типа «Я всего лишь исполнитель» и «Я страстно жажду успеха».) Весной того года на корпоративном пикнике коллеги подарили ему статью из Times, прикрепив ее на раму зеркала так, чтобы Шварцман мог любоваться собственным отражением, когда читает статью⁴¹. Однако далеко не все в Lehman снисходительно относились к тщеславию Шварцмана. По словам бывшего сотрудника Lehman, «некоторые его ценили, но отнюдь не все любили»⁴².

Статья в Times, возможно, переборщила с похвалами, но весьма точно описывала способности Шварцмана. «У него весьма высокое самомнение, зато есть и дар совершать большие сделки, — говорит Хеллман, президент Lehman в середине 1970-х гг., не связанный близкими отношениями со Шварцманом. — У Стива талант от бога увидеть в сделке возможность, которую мы все упустили бы из виду, и каким-то образом ее реализовать»⁴³. Хеллман даже сравнивает Шварцмана с Феликсом Рогатиным из Lazard Frères, самым успешным специализировавшимся на слияниях банкиром 1960-х и 1970-х гг., — он прославился тем, что в 1975 г. руководил реструктуризацией долга Нью-Йорка, что спасло город от банкротства.

Ральф Шлосстайн, работавший в Lehman в тот же период, вспоминает, как дерзко и ловко Шварцман подошел к сделке по продаже двух принадлежащих железнодорожной компании CSX ежедневных газет

во Флориде в ноябре 1982 г. После того как поступили первые предложения на \$135 млн от Cox Communications и на \$100 млн от Gannett, небольшая медиакомпания Morris Communications из Огасты, штат Джорджия, неожиданно предложила за газеты \$200 млн. Другой банкир, возможно, дал бы Cox и Gannett шанс превзойти Morris, но при такой разнице в суммах было маловероятно, чтобы Morris уступила⁴⁴.

CSX отнюдь не проявляла недовольства. Газеты приносили всего около \$6 млн операционной прибыли, поэтому \$200 млн были чрезвычайно хорошей ценой. «CSX убеждала: “Давайте подписывать!”» — вспоминает Шлосстайн, который работал над сделкой вместе со Шварцманом. Но Шварцман рекомендовал CSX подождать. Исходя из предложенной Morris суммы, он сделал вывод, что за ее спиной стоит крупный банк, поэтому из компании можно выжать больше денег. Вместо того чтобы обнародовать предложения, он спрятал их под сукно и объявил второй раунд закрытых торгов. Он надеялся убедить Morris, что Cox и Gannett дышат ей в спину. Хитрость сработала, и Morris увеличила свое предложение на \$15 млн.

«Стив заработал для CSX еще \$15 млн, на что не хватило бы духу никому другому, даже самой CSX», — утверждает Шлосстайн. Сегодня закрытые торги по продаже компаний стали нормой, но тогда случались крайне редко. «Мы придумали это на ходу»⁴⁵, — говорит Шварцман, приписывающий авторство идеи себе.

Когда в начале 1980-х гг. экономика начала оправляться после суровой рецессии, банковский бизнес Lehman тоже стал постепенно набирать обороты, а его трейдеры зарабатывали все более высокие прибыли, играя на растущих рынках. Но вместо того чтобы способствовать установлению мира, процветание только разворошило давно тлеющие разногласия между банкирами и трейдерами, доведя их до точки кипения, поскольку трейдеры считали, что они несправедливо обделены принятой в банке системой материального поощрения.

Поначалу Питерсон не осознавал, сколь глубоко было негодование трейдеров. Он чувствовал, что Глаксман, который в 1982 г. был повышен до должности президента, не удовлетворен своим положением. Питерсон считал, что тот заслуживает дальнейшего продвижения, поэтому в мае 1983 г. назначил его согендиректором. Но и это не успокоило Глаксмана — ему давно надоело находиться в тени Питерсона и он желал управлять единолично. Полтора месяца спустя Глаксман организовал путч, заручившись поддержкой ключевых партнеров⁴⁶. «Ему подчинялись трейдеры, а они в предыдущем квартале заработали кучу денег, — говорит Питерсон. — Думаю, он почувствовал, что настал подходящий момент для нанесения удара»⁴⁷. Считая, что если он отойдет в сторону, то это может ослабить внутрикorporативную войну, в октябре Питерсон с неохотой согласился уступить место Глаксману, а в конце 1983 г. ушел и с поста председателя совета директоров.

Так унинительно завершилась его карьера в Lehman, но Питерсон не из тех, кто дает сдачи. Шварцман и другие говорили ему, что если он проведет голосование среди партнеров, то победит. Но Питерсон считал, что его уход может спасти банк от дальнейших распрей. Как написал он позже: «Моя победа была бы пирровой. Льюис увел бы с собой лучших трейдеров, что нанесло бы банку серьезный урон»⁴⁸.

Некоторые друзья Питерсона считают, что поглощенность своими мыслями и делами способствовала его ниспровержению, сделав его нечувствительным к внутрикорпоративной борьбе в духе Макиавелли. Каковы бы ни были причины, но его бывшие коллеги считают, что Питерсон просто не обращал внимания на заговор, который готовил против него Глаксман, и даже отрицал саму его возможность вплоть до момента, когда в июле трейдер пошел против Питерсона в открытую и потребовал, чтобы он вышел из игры⁴⁹. Питерсон честно признается, что был слишком «наивным и доверчивым»⁵⁰.

Тем летом после изгнания Питерсон на некоторое время удалился в свой загородный дом в Ист-Хэмптоне на Лонг-Айленде. Шварцман и большинство его коллег-банкиров продолжали работать в обстановке вражды. Но весной 1984 г. трейдеры Глаксмана понесли огромные убытки, и партнеры Lehman оказались на грани финансового краха, как и 10 лет назад перед приходом Питерсона. Глаксман, хотя и оставался генеральным директором, потерял рычаги власти, и между партнерами начались ожесточенные разногласия по поводу того, продавать ли банк или попытаться бороться за выживание. Если бы они отказались от продажи, то серьезно рисковали бы тем, что в случае банкротства их доли в банке, каждая из которых на тот момент стоила миллионы, обесценятся полностью.

Именно Шварцман в конечном итоге форсировал события в совете директоров Lehman. Совет старался сохранить проблемы банка в тайне, чтобы не вызвать паники среди сотрудников и клиентов, и одновременно подыскивал потенциальных покупателей. Проявив замечательное своеволие, Шварцман, который не состоял в совете директоров и не был уполномочен действовать от его лица, взял дело в свои руки. Субботним утром в марте 1984 г. он без приглашения появился в Ист-Хэмптоне на пороге дома своего друга и соседа Питера Коэна, генерального директора крупного брокерского дома Shearson, на тот момент принадлежавшего American Express. «Я хочу, чтобы вы купили Lehman Brothers», — вместо приветствия радостно выпалил Шварцман. Через несколько дней Коэн сделал Lehman официальное предложение, и 11 мая 1984 г. Lehman согласился на поглощение за \$360 млн⁵¹.

Эта покупка дала Shearson, который специализировался на розничных брокерских услугах и был слабо представлен в инвестиционно-банковском деле, хороший плацдарм для развития в более прибыльном

и престижном бизнесе и в то же время предотвратила финансовую катастрофу для партнеров Lehman. (Впоследствии Lehman был выделен в отдельную компанию и выведен на публичный рынок.)

Спасительная для встревоженных банкиров и трейдеров Lehman сделка, однако, была заключена на определенных условиях. Shearson настоял на том, чтобы большинство партнеров Lehman подписали соглашения о неконкуренции, запрещавшие им работать на другие компании Уолл-стрит в течение трех лет, если они уйдут из банка. Это были своего рода наручники. Действительно, Shearson по большому счету покупал именно человеческий капитал и, если бы не удержал партнеров Lehman в компании, остался бы с пустой оболочкой на руках⁵².

Однако Шварцман не хотел пахать на Shearson. Он горел желанием работать вместе с Питерсоном, который строил планы по созданию инвестиционного бизнеса совместно со своим новым знакомым, венчурным инвестором Эли Джекобсом. Эти двое хотели, чтобы Шварцман присоединился к ним в качестве третьего партнера. Поскольку Шварцман считал, что он буквально преподнес Коэну Lehman на блюдечке, то был уверен, что брокер перед ним в долгу⁵³. Поэтому во время переговоров по слиянию Шварцман попросил Коэна освободить его от соглашения о неконкуренции, и тот на это согласился⁵⁴.

«Другие партнеры Lehman пришли в бешенство, когда до них дошла весть о требовании Шварцмана, — вспоминает бывший старший партнер. — С какой стати Стив Шварцман заслуживает особых условий?»⁵⁵ Столкнувшись с назревающим бунтом, способным пустить ко дну сделку по слиянию, Коэн пошел на попятную и в конечном итоге настоял, чтобы Шварцман подписал соглашение о неконкуренции. (На вопрос, почему Шварцман считал, что Shearson обязан предоставить ему подобную уникальную привилегию, один хорошо знающий его человек ответил: «Потому что это же Стив!»⁵⁶)

Шварцман отчаянно негодовал по поводу того, что Shearson заковал его в кандалы, считая, что с ним поступили несправедливо. В течение нескольких месяцев после сделки он появлялся в офисе, но постоянно ворчал и был не в духе, вспоминает его бывший коллега⁵⁷. Со своей стороны, Питерсон по-прежнему предлагал Шварцману начать совместный бизнес. Он рассорился с Джекобсом и теперь нуждался в Шварцмане еще больше. По словам Питерсона, он и не рассматривал Джекобса как основного партнера. «Мы со Стивом отлично дополняли друг друга, — говорит он. — Я хотел работать вместе с ним, но не мог его заполучить»⁵⁸. Питерсону нужно было вырвать Шварцмана из рук Shearson.

В конце концов Питерсон вместе со своим юристом Диком Битти (тем самым, что представлял также Lehman и Kohlberg Kravis) встретился с приближенными Коэна в клубе Links Club в Верхнем Ист-Сайде на Манхэттене, любимом пристанище местной властной элиты, чтобы

КОРОЛЬ КАПИТАЛА

попытаться «вызволить из заключения» своего человека⁵⁹. Шварцману и Питерсону пришлось дорого заплатить за это освобождение, потому что Коэн не хотел лишиться остальных банкиров Lehman. «Это были очень жесткие переговоры, — вспоминает Питерсон. — Они боялись создать прецедент»⁶⁰.

Shearson составил длинный список корпоративных клиентов Lehman из тех, которых консультировали Питерсон и Шварцман, и даже тех, которых они не консультировали, и потребовал, чтобы Шварцман и Питерсон обязались отдавать ему половину всех доходов из тех, что они заработают на этих клиентах в своей новой компании в течение следующих трех лет. Теперь они имели право открыть собственную компанию, но их старт оказался затруднен кабальным договором с Shearson. Это было болезненное и дорогостоящее соглашение, потому что гонорарам за консультации по слияниям и поглощениям предстояло стать единственным источником доходов для новой компании, пока не будут налажены другие направления бизнеса. Но у Шварцмана не оставалось ни одного весомого юридического аргумента, чтобы дать отпор Shearson, поэтому ему и Питерсону пришлось смириться с этим требованием⁶¹.

Шварцман считал, что Коэн предал его, и, по словам его друзей и коллег, все еще таит глубокую обиду на брокера, принудившего его подписать соглашение о неконкуренции, хотя сначала и согласившегося сделать для Шварцмана исключение; а также за ту чрезвычайно высокую цену, которую Коэн потребовал за его освобождение⁶². «Стив ничего не забывает, — говорит один из его давних друзей. — Если он считает, что с ним обошлись несправедливо, то не успокоится, пока не сведет с обидчиком счеты»⁶³.

Питерсон проявляет немногим больше великодушия, говоря об этом эпизоде: «Сама мысль о том, что нам придется отдавать половину доходов людям, которые нарушили свое слово, казалась нам вопиющей. Но иначе нам было не освободить Стива»⁶⁴.

Они пережили поражение в Lehman, а теперь попали под обременительный оброк Shearson, но, по крайней мере, были свободны и могли начать свое собственное дело в качестве консультантов по слияниям и поглощениям, а также приступить к воплощению в жизнь своей давней мечты, реализацию которой они откладывали столько лет: заняться выкупом компаний на заемные средства.

ДЕСЯТИЛЕТИЕ ПОД ЗНАКОМ DREXEL

К тому времени, как Питерсон и Шварцман освободились от Lehman и Shearson, т. е. к 1985 г., бизнес LBO переживал бум, объемы фондов прямых инвестиций и сделок росли в геометрической прогрессии. Kohlberg Kravis Roberts и несколько их конкурентов, раньше игравших второстепенные роли, постепенно становились влиятельными игроками на корпоративной арене.

Несколько взаимодополняющих факторов стимулировали бурный рост этой активности. Корпоративные конгломераты (публично торгуемые холдинговые компании 1960-х гг.), собрав в одном загоне огромные «табуны» не связанных между собой видов бизнеса, теперь, оказавшись в немилости у инвесторов, распродала активы один за другим. Тогда же в корпоративном сознании возникло понятие «профильного бизнеса», заставлявшее советы директоров и генеральных директоров решать, какие части их бизнеса являются необходимыми, а какие нет. Последние нередко распродалась. Совместно эти тенденции обеспечивали стабильное меню объектов приобретения для специализирующихся на LBO компаний¹.

Самое же глубокое воздействие на развитие рынка прямых инвестиций оказало появление нового вида финансирования. Мусорные облигации и инвестиционный банк-выскачка Drexel Burnham Lambert (он единолично изобрел и активно продвигал их как способ финансирования поглощений) вскоре обеспечили фонды прямых инвестиций невероятными объемами долговых ресурсов. Появление мусорных облигаций также пошло на руку рейдерам, этой новой породе бесчинствующих мастеров поглощений, использовавших агрессивную тактику для захвата отделившихся дочерних компаний и зачастую толкавших даже крупные компании в руки фондов, специализирующихся

на выкупе. В течение пяти лет инновации Drexel произвели революцию в бизнесе LBO и преобразили американский корпоративный истеблишмент.

Еще за десяток лет до того подобные сделки были кустарным промыслом, которым занималась горстка новоиспеченных и более или менее устоявшихся мелких инвестиционных компаний. Как правило, они проводили пару небольших сделок в год, из них самую крупную, возможно, стоимостью около \$30 млн. Gibbons, Green, van Amerongen; E. M. Warburg Pincus, в основном интересовавшийся стартапами; AEA Investors; Thomas H. Lee Company, созданная специалистом по кредитованию из First National Bank of Boston; Carl Marksand Company; Dyson-Kissner-Moran — вот и весь короткий список. Но запах прибыли всегда притягивает новый капитал, и вскоре начали появляться новые игроки.

Самой заметной среди них была KKR, открывшая свои двери в 1976 г.² В то время делами в KKR заправлял здравомыслящий Джерри Кольберг. Он начал поверхностно заниматься LBO еще в 1964 г. помимо основной работы в качестве финансового директора инвестиционного банка Bear Stearns. Банк был больше известен успехами в торговле акциями и облигациями, нежели ведением корпоративных сделок. В 1969 г. Кольберг нанял Джорджа Робертса, сына богатого хьюстонского нефтяника, а позже еще одного молодого помощника — Генри Крависа, кузена Робертса и его друга из Талсы. Кравис, сын преуспевающего инженера-нефтяника, был сообразительным, предприимчивым специалистом. Невысокий, с неугомонным характером, отличный игрок в гольф. Когда на 30-летие ему подарили мотоцикл Honda, он тут же завел его и проехался вокруг дома, в котором жил на Парк-авеню³. В 1976 г., когда Кольбергу было 50, а Кравису и Робертсу 32 и 33 соответственно, они покинули Bear Stearns после бурного выяснения отношений с генеральным директором Салимом «Саем» Льюисом, который всю жизнь был трейдером и считал направление LBO напрасным отвлечением ресурсов⁴.

Начальный капитал под управлением этого трио в 1976 г. составил всего \$25 млн, но они быстро продемонстрировали свое мастерство инвесторов, за короткое время превратив эту сумму более чем в \$500 млн прибыли⁵. Этот успех словно магнитом притянул к KKR инвесторов, которые в 1980 г., когда KKR во второй раз объявила кампанию по привлечению средств, внесли \$357 млн. Спустя 10 лет после начала деятельности KKR уже управляла пятью фондами с суммарным капиталом более \$2,4 млрд⁶.

В то время как правление Lehman отвергло предложение Питерсона и Шварцмана заняться приобретением компаний, другие банки отбросили сомнения, и к началу 1980-х гг. многие создали собственные подразделения прямых инвестиций. В 1980 г., спустя два года после исторической сделки KKR по Houdaille, команда LBO из First Boston

превзошла ее, купив за \$445 млн производителя винилового покрытия для полов Congoleum и сделав из него непубличную компанию. В скором времени Morgan Stanley, Salomon Brothers и Merrill Lynch последовали примеру First Boston и принялись покупать компании на собственные средства.

Goldman Sachs также запустил пробный шар. После долгих мучительных колебаний партнеры Goldman в 1982 г. наконец-то решились осуществить первую крошечную сделку стоимостью \$12 млн по поглощению Trinity Bagand Paper. «Все старшие партнеры Goldman с ума сошли из-за этой сделки, потому что компания, видите ли, собиралась рискнуть \$2 млн собственных денег, — вспоминает Стивен Клински, в то время работавший в Goldman, а ныне управляющий собственным фондом прямых инвестиций. — Они кричали: “О, боже! Мы должны быть полностью уверены, что не совершаем ошибку!”»⁷

Несомненно, номером два после KKR стала Forstmann Little & Company, созданная в 1978 г. По размеру она была вдвое меньше KKR, но конкуренция между этими компаниями и их основателями была ожесточенной⁸. Тед Форстман, выросший в Гринвиче, штат Коннектикут, внук текстильного магната, был среднего уровня финансистом и юристом, пока, вдохновленный другом, не открыл в возрасте 39 лет собственную компанию⁹. Он быстро показал себя мастером LBO, получив в начале 1980-х гг. весомые прибыли от приобретения франчайзера безалкогольных напитков Dr Pepper и производителя бейсбольных карточек и жевательной резинки Topps. Несмотря на то что у Форстмана было меньше денег для игры, доходность у него оказалась даже выше, чем у KKR¹⁰. Подобно Кравису, Форстман стал знаменитым и богатым «принцем» Уолл-стрит, каждый шаг которого внимательно отслеживала пресса.

И все же KKR оставалась бесспорным лидером. Приобретение Houdaille было признано в отрасли «большим взрывом» — сделкой, с которой, по сути, начался последующий бум LBO. Методично привлекая новый капитал примерно каждые два года и наращивая масштабы своих сделок, к середине 1980-х гг. KKR доминировала на рынке прямых инвестиций точно так же, как IBM — в компьютерном бизнесе в 1960–1970-х гг.

На заре этого бума объектами сделок LBO часто становились семейные компании. Иногда одно поколение или часть семьи решали выйти из бизнеса, и в этом случае фонд прямых инвестиций мог купить контроль над компанией совместно с другими членами семьи, которые оставались в качестве управляющих. Но по мере того как росли объемы капитала, находящегося в распоряжении фондов прямых инвестиций, они стали братья за все более и более крупные компании, включая публичные, подобно Houdaille, и за значительные по размеру дочерние компании конгломератов.

В период своего расцвета в 1960-е гг. конгломераты стали любимцами фондового рынка, делая ставку на формирование разбухших диверсифицированных портфелей разнопрофильного бизнеса. Они преследовали рост и только рост. Одной из золотых компаний той эпохи была Ling-Temco-Vought, детище Джимми Линга, техасского подрядчика по электротехническим работам. Под крышей LTV он сколотил империю, включавшую сталелитейные заводы Jones & Laughlin, производителя реактивных истребителей Braniff International Airlines и даже производителя снаряжения для гольфа Wilson & Company. «Двойник» Линга из корпорации ИТТ Гарольд Генин превратил компанию International Telephone & Telegraph в машину для поглощений, жадно скупавшую все подряд — от сети отелей Sheraton до пекарен, выпекавших Wonder Bread, от страховых компаний Hartford до сети проката автомобилей Avis Rent-a-Car, а также производителей насосов и сигар. Корпорация RCA изначально производила только теле- и радиоаппаратуру, а также владела вещательной сетью NBC. Затем ее генеральный директор Роберт Сарнофф добавил к ней компанию по прокату автомобилей Hertz, производителя замороженных продуктов Banquet и издательский дом Random House. У каждого огромного конгломерата — Litton Industries, Textron, Teledyne, Gulf & Western Industries — был свой эклектичный набор бизнеса, но способ действия оставался одним и тем же: покупать, покупать, покупать...

Масштаб и разнообразие стали целью, наподобие чаши Грааля. В отличие от компаний, которые покупали своих конкурентов или поставщиков, чтобы достичь экономии на масштабе, целью конгломератов была диверсификация. Если один из видов бизнеса переживал циклический спад или завершал год с убытком, другие это компенсировали. Но основывался конгломерат на игре с цифрами. В 1960-е гг. акции конгломератов подчас торговались с 40-кратными оценочными коэффициентами цены/прибыли, что намного превышало исторический средний уровень для публичных компаний. Используя свои переоцененные акции и хитрую арифметику слияний, конгломераты умело раздували показатель прибыли в расчете на акцию — главный ориентир для инвесторов¹¹.

Это работало следующим образом: предположим, акции конгломерата со \$100 млн годовой прибыли торговались с 40-кратным коэффициентом «отношение капитализации к прибыли»; следовательно, суммарная стоимость его находящихся в обращении акций составляла \$4 млрд. Акции меньших по размеру, не столь модных компаний обычно торговались с намного более низкими коэффициентами. Используя свои высоко оцененные акции, конгломерат мог купить компанию, скажем, с \$50 млн годовой прибыли и капитализацией, превышавшей ее лишь в 20 раз. Конгломерат выпускал новые акции на сумму \$1 млрд (\$50 млн годовой прибыли × 20), чтобы заплатить акционерам

приобретаемой компании. Эта покупка увеличивала его годовую прибыль на 50%, а объем находящихся в обращении акций — на 25% (\$4 млрд + \$1 млрд), поэтому прибыль в расчете на акцию возросла на 20%. Но если бы конгломерат купил компанию, чьи акции также торговались бы с 40-кратным коэффициентом, то доходность его акций осталась бы прежней.

Поскольку инвесторы ищут компании с растущей доходностью акций, подобное приобретение обычно толкало цену акций покупателя вверх. Если конгломерату удавалось сохранить 40-кратный коэффициент, его рыночная капитализация после слияния возросла с \$5 млрд до \$6 млрд (\$150 млн прибыли × 40). Более того, если конгломерат, как это часто делалось, заимствовал часть средств для приобретения, он мог выпустить меньше новых акций и таким образом еще больше повысить показатель прибыли в расчете на акцию.

Этот трюк отлично работал на растущем рынке, способном поддерживать завышенные коэффициенты. Но в конце 1960-х гг. конгломератам пришлось спуститься с небес на землю, когда медвежий рынок подмял акции, — надувательство выдохлось, и инвесторы охладели к модели конгломератов. Они осознали, что доходность целого не может расти быстрее, чем доходность его частей, и что рост прибыли в расчете на акцию оказался всего лишь иллюзией. Кроме того, даже самым талантливым менеджерам было трудно управлять такими огромными портфелями не связанных между собой видов бизнеса. В результате многие дочерние компании неизбежно игнорировались или страдали от неэффективного управления. Со своей стороны, инвесторы начали придавать все больше значения эффективности управления и ориентации на конечные результаты. Не выдержав давления, в 1970-е и 1980-е гг. дискредитировавшие себя мастодонты развалились на части¹².

При этом во многих случаях отсеченные активы подбирали фонды, специализирующиеся на LBO. Рекордным для таких сделок стал 1981 г., когда процентные ставки резко взлетели вверх, экономика застыла, а фондовый рынок рухнул, поставив многие компании в трудное финансовое положение. KKR купила производителя одноразовых чашек Lily-Tulip у гигантской упаковочной компании Owens-Illinois и производителя компонентов для передачи энергии PT Components у конгломерата Rockwell International, который выпускал все — от самолетов до печатных станков и телевизоров. Примерно в конце того же года Forstmann Little договорилась о покупке подразделения безалкогольных напитков у Beatrice Foods, а Wesray сторговалась с RCA по Gibson Greeting¹³.

В течение этого десятилетия капиталы фондов, занимавшихся LBO, все росли, и теперь крупнейшие из них нацеливались уже на конгломераты, с тем чтобы расколоть их на части, как это сделала KKR с Beatrice Foods в 1986 г. К тому моменту Beatrice присоединила к своему основному

бизнесу по производству молочной продукции и фасованных продуктов питания производителя бюстгальтеров Playtex и сеть проката автомобилей Avis, раньше принадлежавшую ГТТ.

Именно колоссальный приток капитала — акционерного и долгового — спровоцировал бум сделок LBO.

По мере того как KKR, Forstmann Little и другие специализирующиеся на LBO компании пожинали весомые прибыли от своих инвестиций в конце 1970-х — начале 1980-х гг., страховые компании и другие институты начали вкладывать небольшую часть средств, которые они инвестировали в акции и облигации, во вновь созданные фонды LBO. Диверсифицируя структуру активов за счет LBO и недвижимости, эти инвесторы снижали риски и со временем повышали свою общую доходность. Деньги, которые они инвестировали в фонды LBO, использовались для покупки акций или долей компаний¹⁴.

Акционерный капитал был самым тонким слоем финансового пирога LBO — на тот период он, как правило, составлял всего 5–15% от общей стоимости сделки. Остальная часть приходилась на долю заемного капитала, обычно представлявшего собой комбинацию банковских кредитов и так называемого мезонинного кредита*. Задолженность перед банками была старшим долгом, т. е. ее следовало возмещать в первую очередь при банкротстве компании. Поскольку мезонинные кредиты являлись субординированными по отношению к банковским и выплачивались только за счет активов, оставшихся после удовлетворения требований банков, они считались рискованными и предоставлялись под очень высокие процентные ставки. До середины 1980-х гг. мало кто из кредиторов соглашался давать деньги в форме субординированного долга компаниям с такими высокими уровнями задолженности, как типичная компания, занимающаяся LBO. Большая часть мезонинного финансирования предоставлялась немногими крупными страховыми компаниями, такими как Prudential Insurance Company of America, Metropolitan Life Insurance Company и Allstate Insurance Company; привлечь его было самой трудной задачей в любой сделке LBO.

Страховые компании навязывали жесткие условия. Они не только взвинчивали ставки до уровня 19%, но и обычно требовали весомый пакет акций в приобретаемых компаниях, чтобы получить свою долю прибыли, если инвестиции окажутся успешными. Когда Генри Кравис возразил против требований Prudential по двум сделкам, поскольку условия показались ему грабительскими, топ-менеджер Prudential прямо

* Мезонинный кредит — вид финансирования через субординированный долг, например конвертируемые облигации или привилегированные акции. — *Прим. ред.*

заявил ему, что KKR не к кому больше обратиться¹⁵. Тогда, в 1981 г., он был прав.

Финансовый ландшафт начал меняться в 1982 и 1983 гг. по мере того, как американская экономика оправлялась от травм предыдущего десятилетия — нефтяного эмбарго 1973 г. и последовавшей за ним глубокой рецессии в середине десятилетия, застоя на фондовом рынке и двузначных темпов инфляции. Инфляцию наконец удалось затормозить, когда Федеральная резервная система повысила краткосрочные процентные ставки почти до 20%, спровоцировав вторую рецессию в начале нового десятилетия. Горькое лекарство подействовало, к концу 1982 г. инфляция была побеждена, и процентные ставки двинулись вниз. Это дало толчок оживлению экономики, подняло корпоративные прибыли и подготовило почву для мощного бычьего тренда на фондовом рынке, продолжавшегося большую часть 1980-х гг. Такое сочетание сниженных процентных ставок и растущей стоимости компаний, словно попутный ветер, подгоняло специализирующиеся на LBO компании в течение большей части десятилетия. «В то время зарабатывать деньги было проще простого»¹⁶, — говорит Дэниэл О'Коннелл, член команды, занимавшейся LBO в First Boston.

Что касается долговой составляющей в формуле LBO, то в американские банки хлынули потоки нефтедолларов от богатых клиентов с Ближнего Востока, а японские банки, жаждущие поучаствовать в бизнесе слияний, стали активно выходить на рынок США и вкачивать огромные суммы в займы для совершения сделок. Наконец, филиал второстепенного инвестиционного банка в Беверли-Хиллз произвел на свет новую форму финансирования — творение молодого банкира Майкла Милкена. Творение изящно назвали «высокодоходными долговыми обязательствами», но повсеместно оно стало известно как «мусорные облигации» или просто «мусор».

До Милкена облигации были привилегией солидных компаний, в отношении которых инвесторы могли быть уверены в том, что заемщики исполнят свои финансовые обязательства, выплачивая взятую в долг сумму и проценты на протяжении 10, 20 и даже 50 лет. Милкен же сообразил, что существует множество молодых или обремененных большими долгами компаний, нуждающихся в заемных средствах, но не способных войти на основные рынки облигаций. Однако есть инвесторы, готовые предоставить им финансирование под достаточно высокий процент, чтобы компенсировать повышенные риски...

Милкен был известен своим трудолюбием: его 16-часовой рабочий день начинался в 4.30 по калифорнийскому времени — за полтора часа до открытия рынков в Нью-Йорке. Денежная машина Drexel создавалась им постепенно. В 1974 г. Милкен организовал небольшой отдел, торговавший облигациями так называемых «падших ангелов» — некогда прибыльных компаний, переживающих трудные

времена. В 1977 г. его группа занялась привлечением средств для компаний, от которых отказывались привередливые элитарные инвестиционные банки, и помогала им выпускать новые облигации. В этом качестве команда Милкена обеспечила финансовыми ресурсами множество перспективных предпринимательских проектов, таких как будущая медиаимперия Теда Тернера (впоследствии включившая CNN) и молодая телекоммуникационная компания дальней связи MCI Communications¹⁷.

После прорыва в 1983 г., когда Drexel продал мусорных облигаций своих корпоративных клиентов на \$4,7 млрд, банк увидел возможность войти в более прибыльный бизнес по оказанию консультационных услуг и финансированию слияний и поглощений. Отныне Drexel не просто финансировал расширение бизнеса компаний, но бросил всю свою мощь на поддержку LBO и других видов корпоративных поглощений. К тому моменту Drexel научился мастерски продавать облигации своих клиентов инвесторам, собирая широкий и глубокий пул капитала — от страховых компаний до ссудно-сберегательных учреждений — за счет того, что сводил вместе инвесторов, склонных к риску и высокой доходности, с рискованными компаниями, нуждающимися в финансировании. Милкен имел такое влияние на пул облигационных инвесторов Drexel, что мог привлекать огромные суммы и делать это быстрее, чем когда-либо могли банки или Prudential¹⁸.

KKR одной из первых протестировала возможности Drexel в этой новой игре, согласившись на предложение Милкена помочь ей с финансированием покупки Cole National, розничного торговца очками, игрушками и подарочной продукцией, на сумму \$330 млн в 1984 г. Несмотря на то что кредит Drexel был довольно дорогим, его условия все равно оказались лучше, чем у Prudential, и вскоре KKR полностью отказалась от денег страховщиков, полагаясь исключительно на казавшийся бездонным источник «мусорного» капитала¹⁹. О способности Drexel почти мгновенно привлекать огромные суммы Кравис сказал, что «это самая чертовски поразительная штука, которую я когда-либо видел»²⁰. Вскоре мезонинные кредиты страховых компаний практически исчезли из крупных сделок, уступив место более дешевому «мусору» от Drexel.

На пике в середине 1980-х гг. Милкен и его группа ежегодно размещали мусорные облигации на \$20 млрд и более, контролируя 60% рынка²¹. Финансовый потенциал, выведенный ими на конкурентное поле поглощений и LBO, полностью изменил расклад сил на рынке.

В то же время окрепшая экономика и устойчиво растущий фондовый рынок обеспечивали процветание для инвесторов LBO. Инвесторы первых пяти фондов под управлением KKR получили доходность не менее 25%, а одного из этих фондов — почти 40%! С течением времени они шестикратно окупили свои вложения в фонд, сформированный

в 1984 г., а инвестиции в фонд в 1986 г. окупались в ошеломляющие 13 раз — после вычета комиссий KKR и ее доли прибыли. Даже пенсионные фонды и другие консервативные инвесторы не смогли устоять перед соблазном участия в игре LBO, и когда в 1987 г. KKR в очередной раз пустила шляпу по кругу, она собрала \$6,1 млрд, т.е. в шесть раз больше, чем в предыдущий крупнейший фонд²². И, благодаря кредитному плечу от Drexel, покупательная способность этого капитала была увеличена во много раз.

Проведя сделку с Cole National, KKR в 1986 и 1987 гг. осуществила с поддержкой Drexel еще пять приобретений, которые являются крупными даже по сегодняшним меркам. Среди них — покупка Beatrice Foods за \$8,7 млрд, сети магазинов Safeway за \$4,8 млрд, производителя стеклянной тары Owens-Illinois за \$4,7 млрд, строительной и горнодобывающей Jim Walter Corporation за \$3,3 млрд. Масштаб поглощений, ставший возможным благодаря Drexel и гигантскому новому фонду, сформированному KKR в 1987 г., привлек к компании внимание общественности. Имея на каждый доллар акционерного капитала \$8–10 долгового финансирования, KKR теперь могла нацелиться на портфель компаний стоимостью \$50–60 млрд. СМИ окрестили Крависа «Король Генри», и он вскоре стал олицетворением бизнеса LBO. (Застенчивый кузен Крависа Робертс в то время уже жил и работал на периферии в городке Менло-Парк, штат Калифорния, скрываясь там от внимания нью-йоркской прессы и любопытных глаз. Джерри Кольберг покинул KKR в 1987 г. из-за разногласий со своими бывшими протезе по поводу стратегии и субординации²³.)

Когда в 1988 г. KKR взялась за самую крупную сделку в истории этого бизнеса — приобретение RJR Nabisco, оно было осуществлено в основном на деньги Drexel. Могущество и известность Крависа, как и масштаб проводимых KKR сделок, умножались во много раз за счет миллиардов Drexel.

* * *

Специалисты по LBO не были единственными игроками, извлекавшими выгоду из финансовой машины Милкена и зависевшими от нее. В то время как размножались компании, занимавшиеся LBO, Drexel способствовал и появлению на корпоративной арене дикой и агрессивной орды. Этим захватчиков корпоративный истеблишмент и язвительная пресса наградили целым рядом неприглядных прозвищ: «рейдеры», «пираты», «мастера взлома» и, пожалуй, самым известным — «варвары».

Словно волки, рейдеры охотились на публичные компании, переживающие трудности или плохо управляемые, покупая «отбившихся от стаи» через LBO. Они бдительно выискивали компании, чьи акции торговались дешевле, чем, по их оценке, стоили сами компании, — либо

ввиду наличия у них ценных активов, не отраженных в цене акций, либо по причине некомпетентного и неэффективного менеджмента. И рейдеры, и специализирующиеся на LBO фонды искали скрытую стоимость, которую можно было реализовать через разделение приобретаемых компаний на части и раскрытие потенциальной стоимости каждой части. Но, несмотря на утверждение ими обратного, рейдеры в основном были мало заинтересованы в получении контроля над компаниями-мишенями и, в отличие от фондов прямых инвестиций, предпочитавших полюбовно договариваться с руководством, давили на прежних менеджеров и в конце концов их вытесняли.

Как охотники, так и объекты охоты изображали друг друга в неприглядных карикатурных тонах, и в словах каждой стороны была немалая доля истины²⁴. Многие тогдашние воротилы корпоративного мира на самом деле соответствовали сказанному о них рейдерами. 1980-е гг. были эпохой империй во главе с генеральными директорами, которые заполняли советы директоров закадычными друзьями, содержали личный реактивный самолет (порой два и три), тратили миллионы на спортивные мероприятия с участием знаменитостей и якобы деловые поездки, мало что добавлявшие в актив компании. Интересы акционеров занимали далеко не первое место в списке их приоритетов, поэтому рейдерам было нетрудно представить себя воинствующими реформаторами, желающими высвободить бизнес из тисков корумпированных, ведущих барский образ жизни директоров, больше заботящихся о надбавках для себя, нежели о своих акционерах.

Корпоративный мир воспринимал рейдеров как банду жадных хищников, жаждущих ограбить компанию и сместить ее руководство в своекорыстных целях.

Пожалуй, классическим олицетворением рейдера был Карл Айкан, долговязый, острый на язык нью-йоркский спекулянт, использовавший типичную тактику захвата. После скупки довольно большого пакета акций он требовал, чтобы компания немедленно предприняла шаги, которые позволили бы повысить цену акций, и предоставила ему место в совете директоров. Если ему давали отпор, он начинал угрожать войной за голоса акционеров или поглощением и принимался обличать намерения и низкую компетентность руководства в язвительных открытых письмах совету директоров. Часто это приводило к повышению цены акций, поскольку трейдеры ожидали, что вскоре всплывет предложение о поглощении или компания сама начнет продавать часть активов, чтобы повысить эффективность своей деятельности. Иногда действия Айкана действительно провоцировали другие компании сделать предложение о поглощении той компании, на которую он имел виды. В любом случае Айкан оставался в выигрыше, продавая свой пакет с прибылью и фактически даже не участвуя в управлении компанией²⁵. Иногда компания платила ему сама, выкупая у него акции

по завышенной цене, чтобы избавиться от его шантажа, — и таким образом он зарабатывал, используя, мягко говоря, неоднозначную тактику, известную как гринмейл²⁶.

Не менее колоритными фигурами были и коллеги Айкана: суровый техасский нефтяник Томас Бун Пикенс, известный рейдами на нефтяные компании Gulf Oil, Phillips Petroleum и Unocal; сын нью-йоркского торговца продуктами Нельсон Пелтц, прославившийся поглощениями производителя торговых автоматов Triangle Industries и компании National Can; финансист англо-французского происхождения Джеймс Голдсмит, охотившийся на компании по обе стороны Атлантики, включая Goodyear Tire & Rubber Company и British American Tobacco (его многочисленные браки и романы были излюбленной темой желтой прессы); и бизнесмен из Филадельфии Рональд Перельман, в 1985 г. выигравший ожесточенную схватку за производителя косметики корпорацию Revlon.

Милкен поддерживал их всех, помогая выкупать компании, чьи акции они считали недооцененными. Но при всех их заявлениях о перестройке плохо управляемых компаний рейдеры редко демонстрировали большие способности в деле по налаживанию бизнеса. Да, Пелтц управлял National Can довольно успешно, но Айкан обрушил Trans World Airlines, после того как получил над ней контроль в 1986 г.²⁷ (Айкан и Пелтц все так же продолжают заниматься своим ремеслом во втором десятилетии XXI в.)

Если специализирующиеся на LBO фонды старались действовать через руководство компаний, заручившись его поддержкой, то рейдеры делали внезапное враждебное предложение о приобретении, адресуя его напрямую акционерам компании, минуя ее менеджмент. Эта схема была не нова. В 1960-е и 1970-е гг. глава конгломерата LTV Джимми Линг, генеральный директор United Technologies Гарри Грэй и другие строившие свои империи за счет поглощений бизнесмены время от времени использовали схему для захвата контроля над несговорчивыми компаниями-жертвами. Но сменившие их рейдеры из другой породы — они направляют свои усилия на изменение статус-кво, а не на строительство отраслевых империй. Руководители растущих компаний, которым Милкен помогал с финансированием, были горячо преданы банкиру, однако его тесные связи с рейдерами сделали его объектом ненависти со стороны большинства топ-менеджеров корпораций²⁸.

Мартин Липтон, один из ведущих юристов — специалистов по слипаниям, яростно ополчился против зла, творимого «разорительными поглощениями при помощи мусорных облигаций». Юридическая фирма Липтона по собственной инициативе начала разрабатывать методы правовой защиты — «репелленты против акул», «отравленные пилюли» — от мародеров Милкена. Некоторые банки, такие как First Boston, пытались угодить тем и другим, консультируя и финансируя компании

и одновременно поддерживая рейдеров в отдельных сделках. Но по мере того как рейдеры приобретали все большее влияние и расширяли деятельность, Уолл-стрит была вынуждена занять четко выраженную позицию. Goldman Sachs заверил своих основных клиентов, что никогда не опустится до содействия враждебным поглощениям²⁹.

Хотя занимающиеся LBO фонды использовали тот же метод финансирования поглощений, что и рейдеры, их цели и тактика были другими. Начать с того, что они стремились получить контроль. Их инвесторы вкладывали деньги, чтобы покупать доли в компаниях, а не торговать акциями. И, в отличие от рейдеров, фонды LBO почти никогда не делали враждебных предложений о поглощении против воли руководства. В сфере LBO массированные рейды были под запретом. KKR позиционировала себя как компанию, налаживающую дружественное сотрудничество с действующим руководством, — она называла это «партнерством с менеджментом». KKR не единожды играла роль «белого рыцаря»* (например, в знаменитой сделке по Safeway в 1986 г.), когда объединяла силы с руководством компании для ее выкупа, чтобы защититься от агрессивного претендента³⁰. Более того, инвесторы зачастую контролировали деятельность фондов LBO: многие государственные и корпоративные пенсионные фонды настаивали, чтобы те проводили только дружественные сделки, раз уж они вкладывают в них средства. Но такое примерное поведение не влияло на публичный имидж фондов. В глазах общественности они были всего лишь одним из флангов армии ненасытных и беспринципных грабителей, ведущих войну с корпоративным статус-кво. «Раз мы играли на одном поле, значит, мы были такими же рейдерами»³¹, — говорит юрист Дик Битти, много лет работавший в KKR.

Да, в некоторых случаях они использовали тактику, очень близкую к враждебному поглощению, публично делая предложение о выкупе компании без предварительного согласования с ее руководством. Даже если им не удавалось обойти совет директоров, этот шаг вынуждал компанию включиться в игру и оказывал на нее интенсивное давление, заставляя сделать что-либо для повышения цены своих акций. KKR несколько раз применяла эту тактику, известную на Уолл-стрит как «медвежья объятия», в том числе с Kroger Company, Beatrice Foods и Owens-Illinois, и в конечном итоге достигла соглашений о покупке последних двух³². Для неосведомленного наблюдателя, а также для генеральных директоров и членов советов директоров, которым приходилось на это реагировать, различие между «медвежьими объятиями» и настоящим предложением о враждебном поглощении,

* «Белый рыцарь» — дружественный инвестор, который делает более выгодное предложение о поглощении компании, уже являющейся объектом попытки враждебного поглощения со стороны «черного рыцаря». — *Прим. ред.*

сделанным напрямую акционерам, представлялось по большому счету теоретическим.

Кроме того, фонды, занимавшиеся выкупом компаний, не стеснялись, подобно Айкану и Перельману, жестко сокращать в них издержки. Как инвесторы, так и рейдеры считали, что корпоративная Америка страдает от неэффективности. («У нас больше нет заместителей заместителей, — заявил председатель совета директоров Owens-Illinois журналу Fortune в 1988 г., год спустя после того, как KKR приобрела этого производителя стеклянной тары. — Фактически у нас нет даже заместителей»³³.) А тот факт, что обе группы находились во взаимовыгодных отношениях с Майклом Милкеном, еще больше стирал между ними различия для сторонних наблюдателей. Таким образом, представление о специалистах по LBO как о разрушительной силе корпоративного мира прочно укоренилось в сознании общественности.

Подчиняясь настойчивым требованиям корпоративного истеблишмента и профсоюзов, Конгресс США занялся поиском методов борьбы с враждебными поглощениями и мусорными облигациями. В ходе серии слушаний, проведенных в 1987–1989 гг., руководители фондов прямых инвестиций, корпоративные магнаты и другие заинтересованные лица собирались на Капитолийском холме с целью защитить или обличить практику поглощений. Чтобы устранить возможные угрозы, всерьез рассматривалось предложение о том, чтобы отменить возможности вычета расходов на выплату процентов по мусорным облигациям из налогооблагаемой базы³⁴. Говорят, что на встрече с Крависом и Робертсом в 1988 г. сенатор Ллойд Бентсен, который в конце того же года провалился на выборах в качестве кандидата в вице-президенты от Демократической партии, выбросил в мусорную корзину подготовленный KKR отчет об исследовании влияния LBO³⁵. В конечном итоге конгресс так и не принял никаких мер по обузданию поглощений, но некоторые штаты сделали это.

Помимо их использования при преследовании не желавших продаваться компаний, мусорные облигации вызывали неприятие и по другой причине: финансисты опасались, что Drexel и занимающиеся выкупом фонды взваливают слишком большую долговую нагрузку на слишком многие компании, тем самым подвергая их риску в случае экономического спада. Сам Тед Форстман, сделавший себе имя и состояние на LBO, стал яростным критиком «мусорного» финансирования. К концу 1980-х гг. неприязнь темпераментного Форстмана к Кравису переросла в глубокую ненависть. В своих комментариях и интервью Форстман обрушивался на культуру необузданности и растущую зависимость от мусорных облигаций, утверждая, что это подрывает бизнес LBO и угрожает дестабилизировать экономику в целом. По его мнению, некогда благородная сфера деятельности, опиравшаяся на фундаментальные финансовые принципы и дисциплину, превратилась в бизнес

КОРОЛЬ КАПИТАЛА

жаждущих легкой наживы вымогателей, поддерживаемых, как он называл мусорные облигации, «фантиками» или «побрякушками». Форстман считал, что легкодоступные кредиты с рынка мусорных облигаций подняли цены сделок до запредельного уровня, в результате чего приобретаемые компании обременялись долгом, который они просто не могли себе позволить. Хотя он открыто не указывал пальцем на Крависа и Drexel, все понимали, на кого направлен его гнев³⁶.

Причины подобной неприязни Форстмана к Drexel были легко объяснимы: он не прибегал к услугам рынка мусорных облигаций. Форстман развивал свои фонды облигаций наряду с фондами акций и фактически одной рукой ссужал деньги другой руке. Это позволяло Forstmann Little проявлять больше гибкости при формулировании предложений о сделках, но его компания не имела доступа к тем огромным резервам долгового капитала, которыми снабжала ее конкурентов финансовая машина Drexel. По размаху деятельности компания Форстмана и близко не могла соперничать с Drexel. Отныне противостояние между ней и KKR вышло за рамки деловой конкуренции. Форстман в частных беседах разносил Крависа («эту маленькую вонючку») за то, что он ведет бизнес LBO к краху³⁷. Со своей стороны, колкий на язык Кравис, по слухам, говорил своим коллегам, что Форстман страдает от «комплекса низшей лиги»³⁸.

ЧЬИ ВЫ, ПАРНИ, БУДЕТЕ?

1 октября 1985 г., спустя несколько недель после переговоров в Links Club, на которых было достигнуто соглашение об освобождении Шварцмана из рук Shearson, Питерсон и Шварцман официально зарегистрировали новую компанию Blackstone Group с Питерсоном в должности председателя и Шварцманом в должности генерального директора. Название было придумано Шварцманом и отражало этнические корни соучредителей, объединив в себе английские эквиваленты слов schwarz, что на немецком языке и идише означает «черный» (black), и peter, что переводится с греческого как «камень» (stone)¹. Они открыли офис на 34-м этаже небоскреба Seagram Building, роскошного творения архитекторов Миса ван дер Роэ и Филипа Джонсона, расположенного на Парк-авеню к северу от Центрального вокзала Нью-Йорка. Их офис отличался аскетизмом: на 280 кв. м они разместили два письменных стола и подержанный стол для переговоров. Помимо них в компании работала секретарь Питерсона².

Начальный капитал оказался столь же скромным: \$400 тыс., по половине от каждого партнера, чтобы было чем оплачивать счета Blackstone, пока компания не начнет приносить доход³. Для обоих это была ничтожная сумма: Питерсон положил в карман больше \$13 млн в виде выходного пособия при увольнении и своей доли при продаже Lehman компании Shearson⁴. Шварцман тоже заработал изрядно (\$6,5 млн) на продаже своего пакета акций Lehman⁵. Но притом что сумма, которую они ставили на Blackstone, была сравнительно невелика, они решили не рисковать большим, поскольку считали: если деньги кончатся прежде, чем компания начнет окупать себя, это будет дурным предзнаменованием для их совместного предприятия.

Такой осторожный подход к риску при вложении денег станет отличительным признаком инвестиционного стиля Blackstone, отчасти позволяющим объяснить, почему компания сумела избежать

опрометчивых и непомерных азартных ставок, которые пустили по миру некоторых ее амбициозных конкурентов.

У Шварцмана и Питерсона сложился свой ритуал: почти каждое утро в 8.30 они встречались в кафетерии бывшего отеля Mayfair на пересечении 65-й улицы и Парк-авеню, где ныне располагается знаменитый ресторан Daniel, и за завтраком разрабатывали планы для своего бизнеса, который частично должен был состоять из консультаций по слияниям и поглощениям, а частично — из бизнеса LBO.

Они не стали копировать схему работы инвестиционных банков или брокерских фирм, которым требовался значительный резерв капитала, чтобы гарантировать выполнение обязательств, взятых перед клиентами, либо преодолеть трудности при потере денег на рынках. «Мы не хотели замораживать много капитала в низкорентабельном бизнесе, — говорит Шварцман. — Мы хотели заниматься бизнесом, где могли либо управлять очень большими активами в расчете на одного сотрудника, либо работать с очень высокой рентабельностью». Консультации по слияниям и поглощениям были, бесспорно, высоко-рентабельным бизнесом — огромные гонорары при очень небольших накладных расходах. Управление фондом LBO также привлекало Шварцмана и Питерсона, поскольку относительно небольшая команда могла курировать значительные объемы активов, зарабатывая соразмерно большие комиссионные за управление вместе с долей участия в прибылях от инвестиций.

Партнеры также планировали заняться смежными направлениями, где можно было бы зарабатывать на комиссиях. С ними они пока не определились, но считали, что смогут привлечь из других ниш финансового мира единомышленников с предпринимательской жилкой, которые извлекут выгоду из такого сотрудничества. Однако у них не было лишних денег, чтобы нанять ведущих специалистов или войти в другие виды бизнеса. И при этом они не хотели делиться собственностью в Blackstone. Воспоминания об ожесточенных распрях между партнерами в Lehman все еще были свежи, и они хотели сохранить абсолютный контроль над своей компанией.

В итоге соучредители решили организовать новое направление деятельности — открыть аффилированные компании, работающие под крышей Blackstone. Чтобы привлечь нужных людей, они предоставляли им щедрые доли в этих компаниях. Именно на такой основе были организованы две самые успешные аффилированные компании Blackstone — одну, специализирующуюся на инвестициях в недвижимость, создал Джон Шрайбер; другую, занимавшуюся инвестированием в облигации, впоследствии выделили в самостоятельную компанию BlackRock, Inc., и ныне она является одной из ведущих в мире компаний по управлению инвестициями, причем до сих пор ею руководит ее основатель Лоренс Финк.

Таково было долгосрочное стратегическое видение соучредителей. Но сейчас перед ними стояла задача найти работу, связанную с консультациями по слияниям и поглощениям, чтобы было чем платить за аренду офиса. На то, чтобы привлечь средства в фонд, который займется покупкой компаний, требовалось время, к тому же первых прибылей от инвестиций можно было ждать только через несколько лет. Пока же Питерсону и Шварцману требовался источник краткосрочного дохода.

Они собирались применять тот же стиль работы в качестве консультантов по слияниям и поглощениям, что и в Lehman. 59-летнему Питерсону, имевшему доступ в кабинеты топ-менеджеров по всей стране, предстояло заинтересовывать их в услугах Blackstone, а 38-летнему Шварцману — осуществлять сделки. При этом надо было стараться устанавливать тесные отношения с руководством, чтобы получить «поток сделок».

Поскольку финансовый мир был расколот на два лагеря волной враждебных поглощений, Питерсон и Шварцман понимали, что им придется сделать выбор. В 1985 г. ответная реакция на рейдерство и деятельность Drexel еще не достигла пика, но им было ясно, чьими союзниками они должны стать в битвах за корпоративный контроль. С первого же дня Blackstone поклялась в своей лояльности менеджменту компаний. «Многие в финансовых и корпоративных кругах относились к Drexel крайне негативно, поскольку рейдеры походили на незваных гостей, желающих во что бы то ни стало остаться на вечеринке, — говорит Шварцман. — Мы были настроены действовать так же, как в Lehman, и не понимали, как можно консультировать компании, а на следующий день, развернувшись, атаковать их. Мы хотели, чтобы корпоративный мир доверял нам».

Но вскоре они обнаружили, что одно дело — стучаться в дверь к клиентам, имея за плечами престиж такого банка, как Lehman, и совсем другое — пытаться найти бизнес для новой компании, о которой никто никогда не слышал.

В течение нескольких месяцев они не могли найти никакой консультативной работы. К тому моменту, когда в начале 1986 г. они взялись за первое дело — проект для корпорации Squibb Beech-Nut, их начальный капитал в \$400 000 сократился до \$213 000. Squibb Beech-Nut заплатила им \$50 000. Гроши по сравнению с гонорарами в Lehman, но для Шварцмана и Питерсона то была словно манна небесная для голодающих. Вскоре после этого Blackstone выполнила еще два поручения, за которые ей заплатили немного больше, — одно для рекламного агентства Backer & Spielvogel, другое для сталелитейной корпорации Armco Steel. «Мы начали отрабатывать наши убытки, — вспоминает Шварцман. — Потоки доходов вынесли нас из забвения».

Взяв старт в апреле 1986 г., консультативный бизнес Blackstone заметно набирал обороты. Но, даже несмотря на рост доходов, компания

продолжала сталкиваться с существующим в корпоративном мире предубеждением против независимых организаций, занимающихся вопросами слияний и поглощений. Даже CSX, которая несколько лет назад благодаря смекалке Шварцмана получила дополнительные \$15 млн при продаже своих газет, чувствовала себя не вполне комфортно, пользуясь услугами Blackstone. CSX дала Blackstone первое крупное поручение, наняв ее для того, чтобы помочь выработать предложение о поглощении транспортной корпорации Sea-Land, искавшей дружественного покупателя после попытки враждебного поглощения со стороны корпоративного рейдера. Но когда дело дошло до подготовки заключения о справедливости цены — оплачиваемого письменного заявления экспертов о том, что сделка является справедливой, председатель совета директоров CSX Хейес Уоткинс обратился к авторитетному инвестиционному банку Salomon Brothers.

Обескураженный таким решением клиента, Шварцман спросил Уоткинса, почему тот не поручил составить это заключение Blackstone, ведь заключения Шварцмана всегда устраивали его, когда были напечатаны на фирменном бланке Lehman. «Я не подумал об этом», — ответил Уоткинс. Тогда Шварцман настоял, чтобы Уоткинс заказал заключения у обоих экспертов. И хотя Blackstone не удалось осуществить эту сделку полностью самостоятельно, она, по крайней мере, добилась обращения с собой на равных с гораздо более авторитетным соперником в лице Salomon Brothers⁶.

Параллельно с продажей консультативных услуг по слияниям и поглощениям партнеры обивали пороги в поисках средств для своего фонда LBO. К тому моменту бизнес LBO перестал быть делом избранных, и многие другие, включая их бывшего коллегу из Lehman Уоррена Хеллмана, стекались в этот оживившийся сектор инвестиционного мира. Что их туда притягивало, было понятно. Лидер на рынке LBO компания KKR только что выручила \$235 млн — в четыре раза больше, чем вложила, — за телевизионную компанию Golden West из Лос-Анджелеса. Вскоре после этого KKR осуществила свою 27-ю по счету сделку, купив еще более крупную телевещательную компанию Storer Communications из Майами за \$2,4 млрд, тем самым установив новый рекорд⁷.

Но если найти клиентов для консультаций по слияниям и поглощениям оказалось гораздо труднее, чем представляли себе Питерсон и Шварцман, то сбор средств для фонда LBO совершенно их деморализовал. Ничто не помогало — ни их былые успехи и репутация опытных банкиров, ни отработанная схема командной работы, применявшаяся ими в Lehman.

Они поставили перед собой крайне амбициозную цель: фонд LBO с капиталом \$1 млрд. KKR, в то время крупнейший оператор таких фондов, управляла чуть менее чем \$2 млрд⁸. Если бы Blackstone достигла

своей цели, она бы сокрушила рекорд по объему привлеченных средств для первичного фонда и заняла третье место после KKR и Forstmann Little по размеру капитала, доступного для инвестирования. Шварцман признает, что этот показатель отчасти представлял собой браваду, но он служил определенной тактической цели. Многие потенциальные инвесторы устанавливали для себя лимиты, запрещавшие им вкладывать в любой отдельно взятый фонд, скажем, более 10% от его капитала. Устанавливая столь высокую общую сумму, Шварцман надеялся тем самым убедить инвесторов увеличить размер взносов.

Кроме того, крупный фонд обеспечил бы Blackstone как генерального партнера высокими комиссиями за управление. Вкладывая деньги, собранные у страховых компаний, пенсионных фондов и других финансовых институтов, и контролируя инвестиции, Blackstone получала бы 1,5% от размера капитала фонда в виде комиссии за управление, или \$15 млн в год, если бы фонд собрал планируемый \$1 млрд.

(Инвесторы фонда, которые становятся партнерами с ограниченной ответственностью, не выписывают чек на всю оговоренную сумму единовременно на начальном этапе, а просто обязуются вносить деньги всякий раз, когда генеральный партнер будет нуждаться в средствах для новых инвестиций и сделает заявку на перевод средств в фонд. Но даже в этом случае генеральный партнер ежегодно взимает с партнеров с ограниченной ответственностью 1,5% комиссии за управление независимо от того, сколько реально было вложено денег. Когда через пять-шесть лет начинается самоликвидация фонда, комиссия за управление существенно снижается.)

Но еще более выгодной для Blackstone должна была стать фиксированная доля вознаграждения. По законам этого бизнеса, фонды прямых инвестиций зарабатывают 20% от прибыли, полученной после продажи активов. Если бы Blackstone привлекла под управление планируемый \$1 млрд и фонд зарабатывал бы в среднем \$250 млн прибыли в год (25%-ную доходность) в течение пяти лет подряд — вполне достижимая планка, — то ее доля составила бы \$50 млн в год, или \$250 млн за пять лет.

Вдобавок ко всему, компании, которые купит Blackstone, должны были возместить ей все затраты на анализ, понесенные ею, прежде чем она приняла решение об инвестировании, а также расходы на сопутствующие банковские и юридические услуги. Также эти компании должны были выплачивать Blackstone вознаграждение как инвестиционному консультанту, т. е. за привилегию находиться в ее собственности.

Более прибыльную схему вознаграждения трудно было представить. Такая структура комиссионных гарантировала, что, если фонд будет достаточно крупным, управляющие станут миллионерами, даже не заработав ни цента для своих инвесторов. И это за счет одной только платы за управление! Если же их инвестиции окажутся успешными

и они получают установленную 20%-ную долю прибыли, то заработают намного больше. Индивидуальные партнеры в успешной компании среднего размера, например в Gibbons, Green, van Amerongen, могли заработать по \$3 млн в хороший год, а такие некоронованные короли бизнеса LBO, как Генри Кравис и Джордж Робертс, курировавшие многомиллиардные фонды, получили каждый на руки по \$25 млн в одном только 1985 г. В то время это в несколько раз превышало заработки генеральных директоров самых престижных инвестиционных банков Уолл-стрит и, в частности, заработок Питерсона, когда он руководил Lehman⁹.

Поиск денег для фонда оказался настоящим испытанием на прочность для Питерсона и Шварцмана. Хотя фонды LBO вызывали немало разговоров и любопытства, большинство управляющих пенсионными фондами считали их слишком рискованными. Немногочисленные инвесторы, которым хватало смелости вложить деньги в фонды LBO, предпочитали иметь дело с проверенными компаниями, такими как KKR, Forstmann Little и Clayton Dubilier & Rice. И преодолеть это предубеждение было не под силу даже такому гранду Уолл-стрит, как Пит Питерсон.

«Проблема заключалась в том, что у многих управляющих пенсионными фондами имелись финансовые советники, которые первым делом спрашивали нас: “А каковы ваши прошлые достижения?” — вспоминает Питерсон. — Разумеется, у нас их не было. Нам должны были поверить, вот и все. Это было одним из самых трудных дел в моей жизни»¹⁰.

Вскоре после открытия Blackstone соучредители подготовили рекламное письмо на двух страницах с изложением своего бизнес-плана и разослали его сотням руководителей компаний, включая давних клиентов Lehman. И стали ждать, ждать, ждать... «Мы с Питом рассчитывали, что бизнесмены к нам хлынут толпой, но, разумеется, этого не произошло, — говорит Шварцман. — Мы получили несколько вежливых ответов с благодарностью за предложение. И все».

Поездки в поисках потенциальных инвесторов часто не приносили результата. С компаньонами обращались высокомерно, иногда даже грубо. Однажды Шварцман, который организовывал поездки, уговорил Питерсона отправиться вместе с ним на встречу в пенсионный фонд компании Delta Airlines в Атланте. Стояла удушающая жара. Таксист высадил их не в том месте, и последние полмили до офиса им пришлось идти пешком. Питерсон, обремененный чемоданом, портфелем и костюмом в чехле, истекал потом, когда они добрались до места. Их встретили двое сотрудников пенсионного фонда, проводили в комнату в цокольном этаже и предложили кофе, после чего попросили бросить монетку в копилку на кофе. По окончании продолжительной презентации Питерсон и Шварцман поинтересовались мнением менеджеров, и те ответили, что пенсионный фонд Delta не инвестирует в фонды LBO.

«Они хотели встретиться с нами, потому что мы были известными личностями, — вспоминает Шварцман. — Когда возвращались, жара еще более усилилась... Я думал, что Пит меня убьет».

Поездка в Бостон принесла не меньше разочарований. Шварцман договорился о встрече с руководством эндаумент-фонда Массачусетского технологического института, которая должна была состояться в 16.00 в пятницу. Но когда они прибыли в офис фонда, дежурный администратор сообщила им, что у нее нет записи о назначенной встрече и что вечером накануне выходных в офисе уже никого не осталось. Шварцман и Питерсон были вынуждены уйти, бормоча под нос проклятия. В довершение всего, когда они вышли из здания, начался проливной дождь. Зонтов они не захватили. Когда же вернулись в офис, чтобы вызвать по телефону такси, наткнулись на закрытую дверь. Тогда партнеры заняли позиции на противоположных сторонах перекрестка, надеясь поймать такси под проливным дождем, но напрасно. Наконец, Шварцман, прирожденный переговорщик, постучал в окно такси, остановившегося на красный свет, и предложил пассажиру \$20 за то, чтобы водитель отвез партнеров в аэропорт. Это была единственная успешная сделка, которую они заключили в тот день.

Несколько месяцев они колесили по стране, но им удалось заключить всего одно соглашение на \$25 млн со страховой компанией New York Life Insurance Company. 18 других организаций, на которые они делали большую ставку как на потенциальных инвесторов Blackstone, им отказали. К зиме 1986 г., спустя год после начала кампании по привлечению средств, у них «почти иссякли трюки и уловки», по словам Шварцмана¹¹.

У партнеров осталось совсем немного кандидатов, и они решили рискнуть по-крупному и обратиться к Prudential Insurance. У Prudential сложились тесные отношения с KKR, поэтому Шварцман и Питерсон не испытывали оптимизма. «Нам казалось маловероятным, чтобы они захотели инвестировать в стартап», — говорит Шварцман. Но Питерсон одно время вел дела с директором по инвестициям Prudential Гарнетом Кейтом и был близким другом Реймонда Чарльза, бывшего босса и наставника Кейта. Питерсон договорился встретиться с Кейтом за ланчем в штаб-квартире Prudential в Ньюарке, штат Нью-Джерси.

Кейт разбирался в бизнесе LBO едва ли не лучше Питерсона и Шварцмана, профинансировав к тому моменту от 25 до 30 таких операций. При Реймонде Чарльзе в 1960-е и 1970-е гг. Prudential была крупнейшим кредитором в так называемом бутстрэппинге (приобретении малых семейных фирм, при котором покупатель заимствовал большую часть покупной цены) — предшественнике сделок LBO. Кейт лично помогал профинансировать некоторые из ранних сделок KKR, включая историческую покупку Houdaille, когда Prudential внесла почти треть требуемого капитала.

Во время ланча Кейт вникнул в суть дела. Откусив от бутерброда с тунцом, он остановил взгляд на Питерсоне и сказал: «Я все обдумал, Пит. Мы с тобой уже работали вместе. Я собираюсь вложить в ваш фонд \$100 млн, и мы хотели бы стать вашим ведущим инвестором». Оказывается, Кейт считал, что Prudential стали слишком тесно ассоциировать с KKR, и как раз занимался поиском новых деловых партнеров. К тому же «Рей Чарльз глубоко уважал Пита, что передалось и мне»¹², — вспоминает Кейт.

Наконец-то после более чем года отказов, унижений и тревожащих душу сомнений в успехе Blackstone удача повернулась к Питерсону и Шварцману лицом. Они были ошеломлены. «Этот ланч стал величайшим днем в жизни нашей Blackstone», — утверждает Питерсон.

Как якорный инвестор, Prudential тоже заключила выгодную сделку. В те времена фонды прямых инвестиций претендовали на 20% инвестиционной прибыли по каждой отдельно взятой компании, приобретенной и затем проданной ими. Но это означало, что если одна очень крупная инвестиция (скажем, на которую ушла треть капитала фонда) будет списана, то инвесторы могли потерять деньги, даже если другие инвестиции оказались бы успешными. Однако сам управляющий фондом все равно получал свою долю прибыли по успешным инвестициям. Это было условие типа «орел — выигрываю я, решка — проигрываете вы».

Prudential, однако, настояла на том, чтобы Blackstone не получила ни цента прибыли, пока Prudential и другие инвесторы не заработают 9% накопленной годовой доходности на каждый доллар, вложенный ими в фонд. Эта концепция «пороговой ставки» — определенного уровня доходности, после достижения которого управляющий фондом начинает зарабатывать прибыль, — в конечном итоге стала стандартным условием в соглашениях о партнерстве для проведения сделок по выкупу компаний. Prudential также настояла на том, чтобы Blackstone платила инвесторам фонда 25% от чистого дохода, получаемого ею за консультацией по слияниям и поглощениям, даже по не связанным с деятельностью фонда сделкам. На тот момент Blackstone все еще отдавала половину своих доходов Shearson в соответствии с соглашением об увольнении Шварцмана, срок которого истекал в следующем году¹³.

Но все это было незначительной платой за тот кредит доверия, которым наделила Blackstone поддержка Prudential. Имя Prudential открывало перед Шварцманом и Питерсоном двери ведущих финансовых институтов в Соединенных Штатах и за рубежом, и партнеры умело конвертировали поддержку Кейта в новые инвестиции. Особенно большая удача сопутствовала им в Японии, где Prudential была крупнейшим игроком, а статус Питерсона как бывшего члена правительства США имел солидный вес. В апреле 1987 г. Питерсона пригласили выступить в Токио с речью на собрании ведущих американских и японских

политиков и бизнесменов, и партнеры использовали эту поездку для привлечения средств.

Через First Boston и Bankers Trust, два ведущих американских банка с присутствием в Токио, которых Blackstone наняла для помощи в сборе средств, партнеры договорились о встречах с японскими брокерскими домами. Шварцман знал, что такие брокеры, как Nomura, Daiwa и Nikko, страстно желали вести бизнес на Уолл-стрит, и надеялся, что Blackstone сможет использовать свою принадлежность к Уолл-стрит, чтобы добиться от них инвестиционных обязательств.

Предположение Шварцмана оказалось верным. Состоявшаяся в Токио встреча с Ясуо Канзаки, исполнительным вице-президентом Nikko Securities, третьей по величине брокерской фирмы Японии, прошла удачно. Канзаки дал понять, что Nikko готова обсудить возможность инвестиций, и попросил не встречаться с другими японскими брокерами. Однако без ведома Питерсона и Шварцмана First Boston на следующее утро договорился о встрече с одним из главных конкурентов Nikko, фирмой Nomura. Партнеры не знали, как поступить. Они боялись оскорбить Nomura, немедленно отменив встречу, но и не хотели нарушить слово, данное Nikko.

Шварцман и Питерсон позвонили Канзаки из машины, стоя перед штаб-квартирой Nomura, и спросили его, как разрешить эту неловкую ситуацию. Канзаки спросил, сколько денег они хотели. Питерсон прикрыл ладонью телефонную трубку, пока они со Шварцманом обсуждали, сколько попросить. Наконец остановились на \$100 млн. «Нет проблем, — заявил Канзаки. — По рукам!» Потом он предложил американцам пойти на встречу с Nomura, чтобы не нарушать японский деловой протокол.

Nikko получила от Blackstone то, что хотела, — сотрудничество с крошечным банковским подразделением японцев в Нью-Йорке, которому компания помогла набрать скорость на Уолл-стрит. А для Blackstone эти неожиданные инвестиции оказались еще более ценными, чем представлялись вначале, поскольку Nikko входила в промышленную группу Mitsubishi, один из четырех крупнейших в Японии бизнес-конгломератов, в каждом из которых входящие компании были связаны перекрестной структурой собственности, коммерческой синергией и общим образом мышления. Когда Шварцман и Питерсон приезжали на встречи в другие подразделения Mitsubishi, их везде ждал теплый прием. Mitsubishi Trust, Tokio Marine & Fire и еще несколько входящих в группу компаний согласились вложить деньги в новый фонд¹⁴.

Направляясь на встречи, Питерсон и Шварцман не понимали, насколько тесно связаны между собой эти компании. «Мы с Питомм поздравляли себя с тем, что владеем даром убеждения, — говорит Шварцман. — Но потом до меня дошло, что мы могли бы отправлять на эти презентации обезьян вместо себя. Дело в том, что компании безоглядно

доверяли своему ведущему инвестору, Nikko»¹⁵. Даже член конкурирующей промышленной группы, Mitsui Trust, пообещал \$25 млн. Партнеры отправились домой, имея на руках еще \$175 млн.

По возвращении полоса удач продолжалась. В июне, на званом вечере по случаю дня рождения издателя Washington Post Кэтрин Грэм, Питерсон столкнулся со своим старым другом — председателем совета директоров и генеральным директором General Electric Джеком Уэлчем. «Где ты пропадал, черт подери?! — воскликнул Уэлч. — Знаю, что вы со Стивом начали новый бизнес, но даже словечка от вас не услышал!» Питерсон ответил: «Боже милостивый, Джек, мы звонили в General Electric много раз, но нам всегда отвечали, что вам это неинтересно». На что Уэлч сказал: «Вам нужно было позвонить лично мне». На следующее утро Питерсон так и сделал, получив еще \$35 млн¹⁶.

Еще более весомую сумму в размере \$100 млн вложил пенсионный фонд General Motors. GM, как и GE, несколько раз давала Blackstone от ворот поворот, но банкир из First Boston воспользовался своими церковными связями, чтобы обеспечить Blackstone доступ к GM, и в скором времени компания получила еще \$100 млн. Положительное решение GM повлекло за собой для Blackstone еще два меньших по размеру обязательства — на \$10 млн и \$25 млн — от других пенсионных фондов.

Таким образом, Blackstone получила якорные инвестиции из трех важнейших по тому времени источников инвестиционного капитала — страховой отрасли, пенсионных фондов и японских финансовых компаний.

К началу осени 1987 г. фонд Blackstone привлек в общей сложности больше \$600 млн. Это было намного меньше обозначенной ими цели в \$1 млрд, но Питерсон и Шварцман стали склоняться к мысли, что им стоит начать с тем, что есть. Время было нестабильное, хотя до конца и оставалось неясно, насколько нестабильное. Ко второй неделе октября на фондовых рынках то и дело возникала паника. Инфляция набирала обороты, вызывая разговоры о грядущем резком повышении процентной ставки, что привело бы к замедлению экономического роста и застою в любом бизнесе, опиравшемся на заемные средства.

«Я сильно нервничал и давил на всех, чтобы поскорее подписать контракты», — говорит Шварцман. Он не зря висел на телефоне, и в четверг, 15 октября 1987 г., Blackstone завершила формирование своего фонда с капиталом примерно \$635 млн, оставив на пятницу некоторые юридические формальности.

В следующий понедельник американский фондовый рынок рухнул на 23%. «Черный понедельник», как позже назвали этот день, ознаменовался самым сильным однодневным падением, начиная с 1914 г., превзойдя даже биржевой крах 1929 г., возвестивший начало Великой депрессии. Если бы Blackstone не закрепила предварительные договоренности контрактными обязательствами, то многие инвесторы, без

сомнения, пошли бы на попятную. Но этого не случилось, и теперь Blackstone могла похвастаться формированием самого крупного на тот момент первичного фонда LBO.

Отныне Питерсон и Шварцман больше не зависели от непредсказуемых гонораров за консультации по слияниям и поглощениям. В течение по крайней мере следующих шести лет Blackstone гарантированно получала 1,5% от капитала фонда ежегодно в виде комиссии за управление. Это означало не только выживание в ближайшем будущем, но и возможность нанять квалифицированный персонал и приобрести иные атрибуты солидного предприятия.

После двух лет изнуряющей борьбы Blackstone одержала победу.

«Мы успели впрыгнуть в вагон в самый последний момент, — говорит Шварцман. — Наверное, это была самая большая удача в истории Blackstone»¹⁷.

ВЕРНОЙ ДОРОГОЙ

Новая компания Питерсона и Шварцмана благополучно пережила рыночный крах 1987 г., и теперь они были избавлены от финансовых забот благодаря созданию фонда. Но впереди их ожидали непростые времена, причем не только для Blackstone, но и для направления LBO в целом. Резкое изменение ситуации на рынках капитала и неудачные сделки разорили некоторых начинающих коллег Blackstone и подвергли опасности даже закаленные компании. Но, вопреки всем обстоятельствам, Blackstone старалась утвердиться на рынке. Этому, однако, не способствовала получившая дурную известность высокая текучесть кадров, отчасти вызванная переменчивой и требовательной натурой Шварцмана. К тому же молодая организация сделала несколько ошибочных ставок на людей и компании. Но чаще она поступала правильно.

С \$635 млн в портфеле Blackstone принялась немедленно расширять свои операции. Вскоре ее небольшой офис оказался заполнен новыми сотрудниками и шкафами для хранения документов. Осенью 1988 г. компания переехала в безвкусный и нескладный небоскреб кремового цвета, расположенный на Парк-авеню, 345, через 52-ю улицу от Seagram Building, где располагался их прежний офис. Арендованное сроком на 10 лет помещение площадью почти 6000 кв. м было в 20 раз больше прежнего офиса. Осматривая помещение, похожее на огромную пещеру, Шварцман задавался вопросом, не спятил ли он, арендовав намного больше площади, чем требовалось его компании в тот момент¹.

Шварцман и Питерсон быстро наняли одного за другим трех высокопоставленных партнеров с внушительными послужными списками. Первым стал Роджер Альтман, 42-летний банкир из Lehman, занявший кресло вице-председателя. Питерсон и Шварцман усиленно пытались переманить его к себе еще в 1986–1987 гг., но их бывший коллега не соглашался до тех пор, пока Blackstone не сформировала фонд и не обеспечила себе финансовую стабильность². Их раздражало жеманство

Альтмана, но они понимали, что банкир с хорошими связями будет притягивать клиентов для консультаций в сфере слияний и поглощений³. Худой, с густой копной волос и учтивыми манерами, Альтман, как и любой банкир с Уолл-стрит, мастерски привлекал состоятельных корпоративных клиентов. Подобно Питерсону, он увлекался политикой, при этом был убежденным сторонником Демократической партии. Альтман участвовал в президентской кампании Роберта Кеннеди в 1968 г., а с 1977 по 1981 г. прерывал свою карьеру в Lehman ради работы в министерстве финансов при президенте Джимми Картере.

В феврале 1988 г. Blackstone заманила к себе Лоренса Финка, 35-летнего финансиста, участвовавшего в создании ипотечных ценных бумаг (облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами) и организовавшего в First Boston соответствующее успешное подразделение. Секьюритизация (так называли процесс преобразования ипотечных кредитов в облигации) трансформировала рынок жилищного кредитования и в огромной степени расширила рынки долгового капитала.

Еще через месяц к Blackstone присоединился Дэвид Стокман, 41-летний финансист, бывший глава административно-бюджетного управления при президенте Рейгане. Став первым директором по бюджетной политике в администрации Рейгана, Стокман, бывший конгрессмен от штата Мичиган, проводил в жизнь принципы «экономики предложения» — теории, согласно которой снижение налогов должно было стимулировать экономическую активность, что, в свою очередь, привело бы к увеличению налоговых поступлений и компенсировало пониженные налоговые ставки. Тщедушный вундеркинд, обладавший мощным «компьютеризированным» интеллектом и воинственным нравом, Стокман сокрушал позиции конгрессменов и сенаторов от Демократической партии, осмеливавшихся оспорить его взгляды. Но вскоре он навлек на себя гнев консервативных политиков, когда заявил репортеру Atlantic Уильяму Грейдеру, что экономика предложения на самом деле лишь служила завесой для снижения ставок налога на высокие доходы. Одним из актов его отступничества стало обвинение убежденных сторонников этой экономической доктрины в «наивности». Опубликованная в 1981 г. статья вызвала сенсацию и заставила Рейгана спросить у Стокмана за ланчем: «Вы нанесли мне серьезный вред. Почему?» Стокман метко назвал встречу с президентом «поркой в сарае»⁴.

Хотя президент и простил Стокмана, но вольные речи уменьшили его влияние в Белом доме, и в 1985 г. он покинул правительство, став инвестиционным банкиром в Salomon Brothers. В Blackstone он попал по приглашению Питерсона, который знал Стокмана еще по Вашингтону и, подобно ему, был глубоко озабочен проблемой дефицита федерального бюджета. Питерсон и Шварцман планировали, что Стокман займется проработкой масштабных стратегических, экономических

и коммерческих вопросов с корпоративными клиентами, однако в конечном итоге тот стал в Blackstone одним из главных организаторов сделок LBO⁵.

Высокий и обаятельный Финк, обладатель импозантной лысины, носивший старомодные очки без оправы, был на Уолл-стрит уважаемой личностью, чья звезда, однако, уже закатилась. Изобретательный финансист и коммерсант, он стал после Льюиса Раньери, главы ипотечного департамента в Salomon Brothers, второй по значимости фигурой в развитии рынка ипотечных облигаций. Однако на тот момент Финк оказался на грани увольнения из First Boston, поскольку в начале 1988 г. его подразделение показало убытки в размере почти \$100 млн⁶. Но Шварцман и Питерсон с момента открытия Blackstone планировали создать аффилированные инвестиционные структуры и рассматривали Финка в качестве идеальной кандидатуры на должность руководителя новой группы, специализирующейся на инвестициях с фиксированным доходом, — так на Уолл-стрит называют облигации и другие ценные бумаги с процентным доходом.

Партнеры приняли объяснение Финка насчет того, что причинами его ошеломляющих торговых убытков стали несовершенство программного обеспечения и неправильный ввод данных, а последующий разговор Шварцмана с Брюсом Вассерштайном, одним из руководителей департамента слияний и поглощений в First Boston, другом и партнером Шварцмана по теннису, еще больше успокоил их. «Брюс сказал мне, что Ларри, безусловно, самый одаренный человек в First Boston»⁷, — вспоминает Шварцман. Питерсон и Шварцман предложили Финку кредитную линию на \$5 млн, чтобы запустить совместное предприятие под названием Blackstone Financial Management (BFM) для торговли ипотечными и другими ценными бумагами с фиксированным доходом. В обмен на стартовый капитал партнеры Blackstone получили 50%-ную долю в новом бизнесе, а Финк и его команда (в нее также входил Ральф Шлосстейн, бывший партнер Lehman и хороший друг Роджера Альтмана) — остальные 50%. В конечном счете доля партнеров Blackstone уменьшилась примерно до 40%, поскольку штат BFM рос и сотрудникам предоставляли доли участия в бизнесе. Кроме того, Финк получил 2,5% в материнской компании Blackstone⁸.

Условия соглашения с Финком отражали подход Питерсона и Шварцмана к развитию Blackstone. Они хотели нанимать на работу лучших специалистов, но не хотели уступать сколько-нибудь значимую часть собственности Blackstone. Внутренняя борьба в Lehman убедила их в том, что они должны сохранить жесткий контроль над бизнесом. Это будет их шоу. Альтману, который, возможно, мог бы получить большую долю, если бы присоединился к своим друзьям чуть раньше, досталось сравнительно мало — 4%⁹. Доля Стокмана была еще меньше.

К весне 1988 г. Blackstone пополнила свой фонд LBO еще на \$200 млн, внесенных инвесторами после завершения формирования первичного фонда, что увеличило суммарный капитал примерно до \$850 млн¹⁰. И теперь компания прочесывала страну в поисках инвестиций. Это было горячее время для бизнеса LBO, подогреваемого фабрикой мусорных облигаций Drexel, и корпоративный мир переживал тогда один из постоянно повторяющихся приступов слияний и консолидации. За первую половину 1988 г. в Соединенных Штатах было проведено более 1600 слияний на общую сумму почти \$90 млрд, что в три с лишним раза превышало объем сделок в долларах пять лет назад и было сопоставимо с уровнем, достигнутым на прошлом взлете в начале 1987 г.¹¹ Резкое падение числа слияний и поглощений после краха фондового рынка в октябре 1987 г. быстро стиралось в памяти.

На тот момент Blackstone была всего лишь игроком среднего масштаба на арене, где число участников значительно выросло с момента ее основания в 1985 г. Позже в том же году инвестбанки Morgan Stanley и Merrill Lynch сформировали собственные фонды LBO с капиталом \$1,1 млрд и \$1,5 млрд соответственно¹². Затем на арену ворвались, причем с гораздо большим ажиотажем, чем Blackstone, еще две компании, в ее же стиле сочетавшие консультации по слияниям и поглощениям с бизнесом LBO.

Первую из них создали две суперзвезды в сфере слияний из First Boston — Брюс Вассерштайн и Джозеф Перелла, которые взбудоражили Уолл-стрит, когда в феврале 1988 г. покинули First Boston, чтобы открыть собственную компанию Wasserstein Perella & Company. Они увели с собой из First Boston лучших специалистов по слияниям и поглощениям, а их имена были достаточно известны для того, чтобы позволить новой компании собрать сначала \$500 млн, а затем и \$1 млрд для своего фонда LBO.

Именно Вассерштайн — 40-летний толстяк со взъерошенными волосами, он же превосходный тактик на уровне шахматного гения, — больше, чем кто-либо другой, способствовал превращению благородного бизнеса слияний и поглощений в агрессивный изощренный спорт с запредельными ставками. Впервые широкое внимание Вассерштайн привлек к себе в 1981 г. во время жесткой схватки за поглощение нефтяной корпорации Сопосо за \$9 млрд, когда он перехитрил другую нефтяную корпорацию, Mobil Oil, и ведущего производителя спиртных напитков Seagram, приведя к победе своего клиента E.I. du Pont de Nemours & Company, несмотря на более низкую предложенную цену. (Разработанная им для поглощения Сопосо замысловатая тактика называлась двухуровневым предложением о поглощении с начальной нагрузкой и впоследствии была запрещена Комиссией по ценным бумагам и биржам США.) После Сопосо Вассерштайн приложил руку еще к нескольким крупнейшим поглощениям середины 1980-х гг., включая

вызвавшее ожесточенные споры приобретение Техасо компанией Getty Oil за \$10,8 млрд в 1984 г. и покупку телевизионной сети ABC компанией Capital Cities Communications за \$3,5 млрд в 1985 г.¹³

Он прославился умением подвигнуть нерешительных клиентов на предложение более высокой цены, чем заработал себе прозвище «Брюс Раскручивающий», которое, кстати сказать, ненавидел. 47-летний Перелла, полная противоположность своему партнеру с точки зрения роста, обхвата талии и умения одеваться, был более традиционным банкиром в стиле Питерсона и Альтмана.

Сразу после своего открытия Wasserstein Perella заручилась поддержкой крупнейшего в Японии фондового брокера Nomura Securities, который в июле согласился купить за \$100 млн 20%-ную долю в компании¹⁴. Почти все эти деньги в конечном итоге были перенаправлены в созданный Wasserstein Perella фонд LBO¹⁵. В опубликованном Nomura пресс-релизе говорилось, что брокерская фирма довольна тем, что ей выпал шанс стать одним из первых инвесторов в компании, «которой, без сомнения, предназначено быть движущей силой на международной арене слияний и поглощений». Казалось, что Wasserstein Perella уже находится на полпути к этой цели, заработав \$30 млн комиссионных за консультирование по слияниям и поглощениям за первые четыре месяца своей деятельности. Благодаря комиссионным и \$100 млн от Nomura Вассерштайн и Перелла избежали того скудного существования, которое в первые два года вели Питерсон и Шварцман.

Другой новой компанией, о которой кричали газетные заголовки, стала Lodestar Group, созданная в том же месяце, что и Wasserstein Perella, Кеном Миллером, бывшим вице-председателем и директором по слияниям и поглощениям, а также самым высокооплачиваемым банкиром в Merrill Lynch. Миллер был не столь знаменит, как Вассерштайн и Перелла, но он заработал себе репутацию, сделав Merrill Lynch ведущим игроком на рынке слияний и поглощений и проведя несколько заметных сделок по выкупу компаний, включая приобретение производителя автоприцепов Fruehauf и оператора аптечной сети Jack Eckerd. В июле, через день после того, как Nomura объявил о своих инвестициях в Wasserstein Perella, Lodestar сообщила о сопоставимой сделке: четвертая по величине брокерская фирма Японии Yamaichi Securities вкладывала \$100 млн в организуемый Миллером фонд LBO с планируемым размером капитала \$500 млн и, помимо этого, нераскрытую сумму в саму Lodestar за 25% акций¹⁶.

Вот с этими яркими новичками и предстояло соперничать Blackstone за инвесторов, специалистов и сделки. Тем не менее ни один из новых игроков не мог сравниться с KKR, недавно собравшей \$6,1 млрд, сформировав самый крупный фонд LBO за всю историю, и контролировавшей примерно одну треть из \$15–20 млрд капитала, накопленного в данной сфере на тот момент¹⁷. Конкурировать

с KKR было непросто, поскольку она загребала прибыли в масштабах, которые ее основатели вряд ли могли представить десятилетием ранее. В мае 1988 г. Генри Кравис и другие партнеры KKR положили в карман \$130 млн прибыли от одной только инвестиции в Storer Communications, телерадиовещательную компанию, купленную ими три года назад, а теперь проданную более чем за \$3 млрд¹⁸. Два года ранее, в 1986-м, KKR провернула гигантские сделки с двумя известными компаниями, купив сеть супермаркетов Safeway за \$4,8 млрд и производителя продуктов питания Beatrice Foods за \$8,7 млрд. В конце 1988 г. KKR подтвердила свое доминирующее положение, когда провела самую крупную сделку в истории, заплатив \$31,3 млрд за табачного и пищевого гиганта RJR Nabisco с последующим превращением его из публичной компании в частную. Эта сделка стала символом той эпохи, окончательно сформировав в глазах общественности образ фондов прямых инвестиций как пиратов и установив рекорд, не превзойденный в течение 18 лет.

Однако, в отличие от KKR, у Blackstone был свой консультационный бизнес в сфере слияний и поглощений, и в 1988 г. она захватила лакомый кусок пирога на этом рынке. В начале года Blackstone заработала больше \$15 млн всего по двум проектам: первый из них — ведение переговоров для Sony Corporation по покупке за \$2 млрд CBS Records (это поручение Blackstone получила благодаря основателю Sony Акио Морито, старому другу Питерсона, и руководителю американского отделения Sony, знакомому Шварцмана); второй — консультирование производителя шин Firestone Tire & Rubber, которого покупала японская корпорация Bridgestone за \$2,6 млрд (эту сделку вел Шварцман). Партнеры надеялись, что бизнес в сфере слияний и поглощений обеспечит компании доступ в кабинеты топ-менеджмента и в конечном итоге возможности для LBO¹⁹.

Первая сделка пришла к Blackstone именно таким путем. Она была незначительной по сравнению с большими сделками KKR — всего лишь на \$640 млн, но ее влияние на репутацию и благосостояние молодой компании трудно переоценить.

Все началось со звонка Альтмана Дональду Хоффману, одному из руководителей USX, материнской корпорации U. S. Steel. На тот момент USX боролась за независимость с рейдером Карлом Айканом, вызывавшим всеобщий трепет. В 1986 г. Айкан собрал почти 10%-ный пакет акций USX и запустил процесс враждебного поглощения, предложив акционерам \$8 млрд. В U. S. Steel уже три месяца шла забастовка, которая существенно сократила объемы ее производства и обрушила цену акций. В течение следующего года Айкан третировал USX, заставляя распродать активы и принять другие меры для повышения цены ее акций. Чтобы вырваться из тупика и заставить Айкана отступить, USX в конечном счете объявила о решении продать активы на сумму более

чем \$1,5 млрд и использовать полученные деньги для выкупа части находящихся в обращении акций. (Компании часто прибегают к выкупу акций для повышения их цены, поскольку это ведет к увеличению прибыли в расчете на одну акцию.) Среди намеченных для полной или частичной продажи активов USX было подразделение железнодорожных и баржевых перевозок. Этот план утихомирил Айкана²⁰.

Альтман, Питерсон и Шварцман прилетели в Питтсбург, чтобы встретиться с руководством USX и выяснить, готово ли оно заключить сделку по транспортному подразделению, которое возглавлял Хоффман. Помимо Хоффмана на встрече присутствовали председатель совета директоров и генеральный директор USX Дэвид Родерик и президент Чарльз Корри. USX надеялась выручить за подразделение \$500 млн, но при этом корпорация преследовала две конфликтующие цели, существенно усложнявшие структурирование сделки. USX хотела продать более 50% в транспортном бизнесе, чтобы, согласно правилам бухучета, получить возможность списать с баланса его долги. Но при этом не хотела уступать слишком много контроля. Более половины объема железнодорожного бизнеса приходилось на других грузоотправителей, но U. S. Steel почти полностью зависела от поездов и барж своего дочернего подразделения. Его транспортная система поставляла сырье на заводы U. S. Steel на Среднем Западе и затем доставляла более 90% готовой продукции компании ее клиентам. Родерик не мог допустить, чтобы этот бизнес оказался в недружественных руках.

«Они сказали нам: “Это наша дорога жизни. Если что-то пойдет не так, например если мы продадим это подразделение фонду прямых инвестиций, который не захочет инвестировать в него достаточно средств или повысит для нас транспортные тарифы, мы можем обанкротиться”», — вспоминает Шварцман. Поэтому, вместо того чтобы сосредоточиться на цене, трое партнеров Blackstone прежде всего принялись успокаивать руководителей USX. «Наша первая встреча была посвящена не цене, — говорит Питерсон, — а вопросам управления. Мы обсудили некоторые предстоящие важные операционные решения: расходы на обслуживание оборудования, порядок установления тарифов, действия при продаже той или иной стороной своей доли в бизнесе и ряд других вопросов».

Но сам по себе такой подход не позволил бы Blackstone выиграть сделку. Родерик замечает: «Вопросы управления имели для нас крайне важное значение, но не меньше значила и цена». Вместе с тем внимательное отношение Альтмана, Питерсона и Шварцмана к заботам USX сыграло на руку Blackstone. Трио убедило Хоффмана, «что они очень хорошо понимают нашу проблему, — вспоминает он. — Они были на голову выше любой другой инвестиционной команды, с которой я встречался. А мы встречались с пятью или шестью»²¹.

Не все в Blackstone с энтузиазмом отнеслись к этой сделке. Когда трио вернулось в Нью-Йорк, Дэвид Стокман выступил категорически против²². Прежде всего, серьезное беспокойство вызывал возможный глубокий спад на рынке металлов — обычное явление в этой высокоциклической отрасли, способное существенно снизить доходы и прибыли транспортного подразделения. Партнеры из кожи вон лезли, чтобы переубедить Стокмана. Талантливый 29-летний банкир Джеймс Моссман, которого Альтман переманил из Shearson, взялся проанализировать разрозненные данные, предоставленные Blackstone. Обработав цифры, Моссман воодушевился по поводу сделки и представил свои доказательства на планерке.

«Джеймс поднял руку и сказал: «Мы должны заключить эту сделку. Мы заработаем много денег!»» — вспоминает Говард Липсон, на тот момент молодой специалист, который помогал Моссману разработать финансовую модель. Как объяснил Моссман, хотя сталелитейный бизнес печально известен своими подъемами и спадами, зато транспортный бизнес намного более устойчив. «Мы показали, что высокая цикличность прибылей металлургических компаний в значительной степени обусловлена изменением цен при повышении и снижении объемов производства, — говорит Липсон. — Однако прибыли железной дороги зависят только от объема перевозимой продукции, а не от цен на нее; объемы же сталелитейного производства далеко не так переменчивы, как цены».

Моссман вкратце очертил предполагаемый худший сценарий: объемы сталелитейного производства упадут до минимума за последние 20 лет и будут держаться на этом уровне два года. И показал, что даже в этом случае компания железнодорожных и баржевых перевозок будет в состоянии покрыть расходы и принести прибыль. «Джеймс провел превосходный анализ»²³, — отмечает Шварцман.

Но убедить партнеров Blackstone было одним делом, и совсем другим — убедить банки профинансировать сделку. Чтобы купить подразделение, Blackstone требовалось привлечь \$500 млн заемного капитала в виде кредитов или облигаций, но у компании не было достижений в области LBO, да и банкиры настороженно относились к перспективе кредитования бизнеса с большим внешним финансированием, к тому же зависящего от бумов и спадов в сталелитейной отрасли. Анализ Моссмана не производил на них впечатления. «Они и близко не хотели подходить к циклическому бизнесу»²⁴, — говорит Липсон.

Шварцман связался со всеми крупными нью-йоркскими банками, которые занимались финансированием сделок LBO: Manufacturers Hanover, Citibank, Bankers Trust, Chase Manhattan и J.P. Morgan. Все, кроме J.P. Morgan, сразу же ему отказали. Дом Морганов, чье имя излучало престиж, был банкиром U.S. Steel с начала XX века, когда Джон Пирпонт Морган купил ее предшественника у шотландского

промышленника Эндрю Карнеги. Банк согласился профинансировать сделку с USX, но отказался дать твердое обязательство о предоставлении средств, и его предложение было обременено условиями. «Нам нравилось имя J. P. Morgan», — вспоминает Шварцман, но на одной только репутации сделку не проведешь.

Шестой по счету банк предложил гораздо более привлекательные условия. Chemical Bank, как и основатели Blackstone, много лет мечтал войти в бизнес LBO, но оставался далеко за чертой призеров в мире крупных сделок. Из-за своих регулярных неудач в сфере кредитования Chemical Bank заслужил прозвище «Comical Bank» («Комический банк»). Он избавился от этой репутации только в конце 1980-х гг. под руководством Уолтера Шипли и сменившего его на посту генерального директора Билла Харрисона. Эти двое предоставили новому директору по коммерческому кредитованию Джеймсу Ли, банкиру 30-ти с небольшим лет, свободу действий, чтобы стимулировать ссудные операции и выйти на поле LBO.

Chemical был недостаточно большим, чтобы финансировать крупные сделки LBO в одиночку, но Ли нашел выход в том, чтобы организовать сеть банков, способных поддерживать подготовленные им сделки. Действуя через своих друзей, директоров по кредитным операциям в австралийских, японских и канадских банках, Ли собрал группу банков, доверявших Chemical и готовых быстро предоставить нужные средства, когда возникала такая необходимость. К 1984 г. кредитный синдикат был организован, и Ли проверил его в действии на нескольких высококачественных корпоративных ссудах, прежде чем вступить в более рискованную область LBO. Ко времени сделки по транспортному бизнесу USX на счету у Ли уже имелось несколько небольших сделок LBO, профинансированных синдицированными кредитами.

Чтобы отбить сделку у других банков, Ли снабдил предлагаемый Blackstone кредитный пакет на \$515 млн привлекательными условиями. Самое важное, он дал железное обещание предоставить финансирование в полном объеме и под более низкий процент, чем J. P. Morgan. В отличие от него, J. P. Morgan обещал всего лишь «приложить максимум усилий» для выделения необходимых средств, но не связал себя жестким обязательством. Чтобы подсластить предложение Chemical, Ли пообещал снизить процентную ставку на 0,5 процентного пункта, если прибыли компании вернуться к предзабастовочному уровню. А чтобы помочь бизнесу преодолеть трудные времена, если таковые наступят, Ли дополнительно предложил \$25 млн резервного капитала в виде револьверного кредита — ныне это стандартный компонент финансирования LBO, чему немало способствовал Ли. При такой форме кредитования компания могла брать ссуды по мере необходимости и погашать их по мере возможности, в отличие от обычных ссуд со строго оговоренными суммами и датами погашения.

«Придя в офис Blackstone, я знал, что могу дать им то, что им нужно, — вспоминает Ли. — Я твердо знал, сколько денег Chemical мог выделить для любой конкретной сделки».

Но Шварцман по-прежнему не оставлял надежды договориться с «августейшим» J. P. Morgan. Он снова обратился в банк и попросил те же условия, которые предложил Chemical. Безуспешно.

«Стив дал нам понять, что J. P. Morgan был первоклассным банком, а мы нет, — говорит Ли. — Но он сказал, что наше предложение было гораздо более продуманным и творческим»²⁵. И победа осталась за Chemical.

Сделка была анонсирована 21 июня 1989 г. и закрыта в декабре. Blackstone и USX создали новую холдинговую компанию Transtar Holding LP, чтобы перевести в нее транспортные операции. Как и в знаменитом приобретении Gibson Greetings в 1982 г., акционерные средства составляли крайне малую долю в общем пакете финансирования. Blackstone выложила всего лишь \$13,4 млн (2% от размера сделки) за 51% акций. Благодаря тому что большая часть акционерного капитала в приобретенной компании была заменена долговым, предоставленным Chemical, USX смогла получить на руки свыше \$500 млн. (Кроме того, USX предоставила Transtar заем на \$125 млн в форме облигаций — разновидности долговой расписки, известной в профессиональной среде под названием «вексель продавца», поскольку заем был равнозначен кредиту USX для Blackstone с целью финансирования покупки.) Родерик и USX получили то, что хотели: хотя они владели 49%-ной долей в новой компании, зато имели равные с Blackstone полномочия по принятию бюджетных, финансовых и стратегических решений.

Данная сделка не была классическим LBO в строгом понимании. По сути, это была кредитованная рекапитализация — изменение структуры капитала компании с введением долгового капитала и сменой собственника. Но, как бы она ни называлась, эта сделка подтвердила, что у Питерсона и Шварцмана слова не расходятся с делом и они действительно применяют на практике дружественный подход к компаниям, который рекламировали на протяжении последних трех лет. «Мы и вправду хотели реализовать нашу идею корпоративного партнерства и надеялись, что данная сделка это подтвердила, — говорит Питерсон. — Она сообщала всем, что мы хорошие парни, способные заключать продуманные дружественные сделки как настоящие партнеры»²⁶.

Blackstone получила все, за что торговалась: восстанавливающийся крепкий бизнес по чрезвычайно низкой цене в размере четырехкратного денежного потока. Это было на треть или даже на половину ниже того, во сколько фондовый рынок оценивал большинство железнодорожных компаний²⁷.

Для покупающего компанию инвестора денежный поток — это ось, вокруг которой вращается вся сделка. От него зависит, какой долг может позволить себе компания и, следовательно, сколько может позволить себе заплатить покупатель. Чистая прибыль, итоговый показатель деятельности, обязательный к отражению в корпоративной финансовой отчетности, учитывает затраты на выплату процентов, налоги и неденежные статьи расходов, такие как амортизация активов. А денежный поток — это, грубо говоря, показатель того, «сколько заработано», т. е. сумма, остающаяся после вычета операционных расходов. Финансовая структура LBO основана именно на нем.

Один из способов получения прибыли для фонда LBO состоит в использовании денежного потока для погашения привлеченного при покупке долга. На заре развития направления сделки разрабатывались так, чтобы вся задолженность до последнего доллара была погашена в течение пяти-семи лет. Таким образом, после продажи бизнеса весь доход доставался фонду LBO, поскольку не нужно было возвращать никакого долга. Второй способ получения прибыли состоит в том, чтобы увеличить сам денежный поток через повышение доходов, сокращение расходов или сочетание того и другого с целью повысить стоимость приобретенной компании при ее продаже. Существует и третий способ извлечения прибыли с использованием денежного потока без непосредственной продажи. Если компания погасила существенную часть долга, она может взять новый заем под свой денежный поток и выплатить дивиденды собственникам. Этот метод известен как рекапитализация с целью выплаты дивидендов.

Blackstone в случае с Transtar использовала все три способа и в результате извлекла колоссальную прибыль. В 1989 г., как и прогнозировал Моссман, денежный поток Transtar достиг почти \$160 млн, что позволило ей в конце года выплатить \$80 млн долга. К марту 1991 г. первоначальный долг уменьшился уже на \$200 млн. Благодаря столь существенному сокращению задолженности по сравнению с той, что была создана на момент сделки, а также растущему денежному потоку компания смогла сделать новый заем и выплатить \$125 млн дивидендов своим собственникам — Blackstone и USX. Спустя чуть более двух лет после закрытия сделки Blackstone почти в четыре раза окупила вложенные ею \$13,4 млн²⁸. К 2003 г., продав канадской Canadian National Railroad последнюю долю в железнодорожной компании, ставшей преемником Transtar, Blackstone и ее инвесторы получили в 25 раз больше вложенных ими средств, заработав превосходные 130% среднегодовой доходности за 15 лет.

Если вам кажется, что Blackstone сделала деньги из воздуха, то по большому счету так оно и было. Приобретение Transtar, как и приобретение Gibson Greeting, — показательный пример произведенной в правильный момент покупки, максимального использования кредитного

плеча и выжимания прибыли из каждой капли денежного потока. В скором времени растущие цены и ухудшение экономической ситуации изменят правила игры, вынудив фонды прямых инвестиций для получения прибыли уделять больше внимания не финансовым трюкам, а повышению эффективности реальной деятельности компаний.

Это вовсе не значит, что покупка Transtar не принесла никакой пользы помимо обогащения Blackstone. Сделка позволила заработать весомую прибыль пенсионным фондам и другим институциональным инвесторам, вложившим деньги в ее фонд. Кроме того, сделка помогла USX сохранить контроль над Transtar, несмотря на собственную реструктуризацию и продажу транспортного и других подразделений, предпринятые ею для повышения цены своих акций. Что касается самой Transtar, то смена собственника хотя и не особенно усилила компанию, определенно ее не ослабила.

* * *

Успех сделки с Transtar показал остальным на Уолл-стрит, что Питерсон и Шварцман могут добиваться выдающихся результатов в игре с LBO. Эта сделка стала своего рода вехой еще по одной причине. Она способствовала установлению прочных отношений между Blackstone и Джимми Ли из Chemical Bank, что имело огромные последствия для них обоих. Общительный, зажигательный франт с зачесанными назад волосами в стиле Мартина Шина, прославившийся щегольскими подтяжками с изображениями кактусов, Ли вскоре стал центральной фигурой в мире кредитного финансирования, банкиром банкиров для таких звезд LBO, как Генри Кравис и Тед Форстман.

Если Майкл Милкен из Drexel Burnham создал рынок мусорных облигаций, использовав в 1980-е гг. публичные рынки капитала для финансирования корпоративных рейдеров и специализирующихся на LBO компаний, то Ли трансформировал рынок банковского кредитования благодаря своей концепции синдицированных кредитов, позволявшей распределять риск между банками и формировать гораздо более крупные займы. Работая в Chemical Bank и его последующих реинкарнациях — Chase Manhattan (название, которое Chemical принял после того, как в 1996 г. приобрел Chase) и затем JPMorgan Chase (так он стал называться после приобретения J. P. Morgan в 2000 г.), Ли, подобно Милкену в 1980-е гг., сыграл столь же важную роль в колоссальном росте активности в сфере LBO в 1990-е и 2000-е гг.

Несмотря на то что Ли вел оживленный бизнес со всеми ведущими компаниями, занимавшимися LBO, его главным клиентом по-прежнему оставалась Blackstone. Начиная с Transtar и в течение следующих 15 лет Ли фактически исполнял функции обслуживающего банкира Blackstone — он финансировал множество ее сделок и никогда

не выступал на стороне конкурирующего фонда в сделках, на которые претендовала Blackstone. Это были по-настоящему взаимовыгодные отношения, позволившие и Chemical/JPMorgan Chase, и Blackstone покорить вершины на своих направлениях.

«Можно сказать, что Blackstone сделала для JPMorgan Chase столь же много, что и JPMorgan Chase — для Blackstone, — утверждает коллега Ли из другого банка. — Они не стали бы тем, кем являются сегодня, друг без друга»²⁹.

Сделка с Transtar показала всем готовность Blackstone выступать в роли союзников корпоративных полководцев на фронте борьбы с рейдерами, а также то, насколько далеко компания готова пойти, чтобы соответствовать финансовым и стратегическим требованиям корпоративной Америки. Это помогло Blackstone создать репутацию организации, «оперативно решающей проблемы»³⁰, отмечает Питерсон.

«Эта первая сделка была идеальной для нас во всех отношениях, — говорит Липсон. — Она быстро стала очень успешной и показала всем, что мы хотим не воевать с корпорациями, а быть их друзьями. Корпоративное партнерство стало нашей визитной карточкой»³¹. В то время как конкуренты часто устанавливали диктаторский контроль над приобретенными компаниями, Blackstone делала ставку на сотрудничество. Ее готовность делиться властью и даже уступать контроль корпоративному компаньону формировала, как и рассчитывали Питерсон и Шварцман, устойчивый поток сделок: из дюжины сделок LBO, осуществленных Blackstone на средства ее первичного фонда, созданного в 1987 г., семь были организованы в виде партнерств по типу Transtar.

Помимо того что такой подход позволял Blackstone дистанцироваться от конкурентов, Шварцман считал, что он также повышает шансы на успех. Наличие совладельца, хорошо знакомого с приобретаемым бизнесом — как правило, это был кровно заинтересованный в его процветании крупный клиент или поставщик, — давало Blackstone преимущество перед конкурентами, чьи компании были укомплектованы финансистами-ловкачами, которые никогда не имели дела с управлением бизнесом и не покрывали расходов на выплату зарплаты. Поскольку в конце 1980-х гг. цены на компании стремительно росли вместе с бычьим фондовым рынком, Шварцман считал, что «Blackstone нужно преимущество, чтобы без помех заключать сделки в условиях повышенных цен».

«Вот почему мы выработали стратегию корпоративного сотрудничества, — объясняет он. — Я просто не мог представить, как еще можно было заработать деньги на покупке компаний, если не за счет резкого повышения их эффективности через снижение затрат или синергию доходов»³².

Такой партнерский подход также соответствовал врожденной осторожности Шварцмана. В некоторых партнерствах он доходил до того,

КОРОЛЬ КАПИТАЛА

что обменивал часть потенциальной прибыли Blackstone на страховку от риска убытков — в виде права на продажу компании партнеру через несколько лет по оговоренной цене. Конкурентов Blackstone такие компромиссы ставили в тупик. По их мнению, подобная готовность делиться властью и прибылью ради того, чтобы застраховать себя от риска убытков, была не чем иным, как явным проявлением трусости. «Мы всегда считали стратегию корпоративного партнерства Blackstone полной ерундой, — фыркает один из них. — Создавалось впечатление, что они не способны действовать самостоятельно, поэтому им нужна помощь, и они идут на любые уступки, чтобы ее получить»³³.

Озабоченность Шварцмана по поводу возможных убытков была не просто обоснованной реакцией на текущую рыночную динамику. По словам его бывших коллег, это был подсознательный рефлекс, своего рода фобия или навязчивая идея. «Стив никогда не мог смириться с элементарным правилом инвестирования: нужно рисковать деньгами, чтобы заработать деньги»³⁴, — отмечает один из его бывших партнеров. Для инвестора мирового класса «его неприятие риска было поистине экстраординарным».

Шварцман признает это: «Наверное, мы самая нерасположенная к риску компания прямых инвестиций из всех существующих. Отчасти в этом виноват я. Терпеть не могу поражений, а потеря денег — это всегда поражение. Мое личное свойство воплотилось в стратегию компании»³⁵.

На протяжении следующих 20 лет не все сделки в форме корпоративного партнерства оказались успешными. Но эта стратегия сыграла ключевую роль в успехе Blackstone в первые годы ее существования и привела к большинству громких побед, таких как приобретение сети парков развлечений Six Flags и еще одной железнодорожной компании Chicago Northwestern.

Осторожность Шварцмана иногда мешала Blackstone, заставляя ее отказываться от многообещающих сделок. Но она также уберегла ее от колоссальных ошибок, которые в 1990-е гг. разорили или погубили некоторых оптимистично настроенных (или безрассудных) конкурентов. Как бы вы это ни называли — произвольным страхом или благоразумием Шварцмана, но своими успехами Blackstone в первую очередь обязана инстинкту одного из ее основателей.

BLACKSTONE СБИВАЕТСЯ С ПУТИ

После триумфа с Transtar молодая компания грелась в лучах славы. Но недолго. Уже в 1989 г. она сбилась с пути, сделав две неудачные инвестиции, что заставило ее серьезно пересмотреть свой подход к выбору объектов для инвестирования. Также неудачи привели к введению жесткого неписаного правила: одна дорогостоящая ошибка — и вы уволены. Это касалось всех, включая партнеров.

Первая осечка произошла с конгломератом Wickes, громоздким образованием из трех десятков разношерстных видов бизнеса, который Blackstone приобрела за \$2,6 млрд в декабре 1988 г. в партнерстве с конкурирующей компанией Wasserstein Perella, также специализировавшейся на LBO и услугах в сфере M&A. Конгломераты, подобные Wickes, некогда бывшие любимцами фондового рынка, впали в немилость у инвесторов и теперь раздирались на части. Дэвид Стокман, главный инициатор и эксперт в сделке по Wickes, считал, что отдельные части компании в сумме будут стоить дороже, чем целое.

Стокман яростно отстаивал предлагаемые им сделки, обрушивая на коллег второстепенную информацию: актуарные расчеты корпоративных пенсионных планов, предпочтения потребителей при выборе автомобилей и прочие замысловатые плоды своих исследований, которые должны были стать ключом к успешным инвестициям. Он прославился внутри и за пределами компании тем, что вручную рассчитывал и составлял необъятные сводные таблицы, затем отсылал их по факсу нескольким подчиненным в Blackstone, и уже те вводили их в компьютер, преобразуя в электронные таблицы. Банкир, работавший по одной из сделок Стокмана, вспоминает, что был ошеломлен, когда во время переговоров из факса начали одна за другой вылезать бесконечные страницы с цифрами...¹

Стокман считал, что нашел решение по Wickes. Он планировал разделить компанию на части и распродать их, оставив единственный бизнес — производителя текстиля, ковров и обоев Collins & Aikman. Blackstone и Wasserstein Perella вложили по \$122 млн в сделку, которая была закрыта в том же месяце, что и сделка с Transtar, и стала самой крупной инвестицией Blackstone в течение следующих семи лет.

Однако дело не заладилось почти с самого начала. В 1989 г. экономика США стала сбавлять обороты. Первые признаки неприятностей появились уже весной, когда Wickes выставила на продажу Builders Emporium, крупнейшую в Калифорнии розничную сеть по продаже товаров для дома и ремонта. По словам бывшего сотрудника, Blackstone рассчитывала выручить за сеть порядка \$250 млн: «Мы долго не могли продать ее и в конце концов сбыли за жалкие \$50 млн»². Снижение продаж автомобилей также негативно сказалось на производстве автотканей, входившем в этот бизнес.

Вскоре покупатели обнаружили, что бывший генеральный директор Wickes Сэнди Сиголофф — известный в корпоративном мире как специалист по оздоровлению бизнеса, получивший прозвище «Минг Беспощадный»* за свою страсть к сокращению затрат, — слишком сильно проредил управленческий штат в Wickes. «Когда Сиголофф приходил в компании, попавшие в беду, то применял стандартный прием — убирал менеджеров целыми пластами. Но эта компания была в порядке, — говорит Шварцман. — Тем не менее он и здесь уволил массу людей, так что фактически некому стало работать»³. Таким образом, компания почти с самого начала сделки была проблемной.

Но гораздо хуже и убыточней, чем Collins & Aikman, оказалась третья инвестиция Blackstone — непродуманный выкуп за \$330 млн поставщика сталелитейной продукции Edgcomb Metals из Талсы. Уже через несколько месяцев после закрытия сделки доверие к Blackstone со стороны ее инвесторов оказалось под угрозой.

Приобретение Edgcomb было идеей Стивена Вайнограда, 31-летнего талантливого специалиста по слияниям и поглощениям, которого Blackstone переманила у Drexel. Там Вайноград участвовал в выкупе Edgcomb ее менеджментом за \$150 млн в 1986 г. и позже в том же году помогал вывести компанию на публичный рынок, что обогатило ее генерального директора Майкла Шарфа и принесло огромные прибыли техасскому семейству Бассов и другим инвесторам, профинансировавшим сделку.

С первого же дня, когда Вайноград обосновался в офисе на Парк-авеню, 345, он начал проталкивать идею второго выкупа Edgcomb, чьи акции после размещения на бирже торговались ни шатко ни валко.

* Персонаж комикса и фильма «Флэш Гордон» — инопланетный диктатор, намеревающийся разрушить Землю. — *Прим. пер.*

Шварцман быстро согласился. В мае Blackstone договорилась о приобретении Edgcomb за \$330 млн по цене \$8 за акцию, на \$2 выше, чем при первичном размещении в 1986 г. Как и в случае с Transtar, в этой сделке максимально использовалось кредитное плечо, и Blackstone внесла лишь \$23 млн за 65%-ную долю в компании. Сделку закрыли в июне.

Дэвид Стокман выступил против сделки. Придя в Blackstone год назад, Стокман выбрал для себя роль адвоката дьявола и предсказателя несчастий, вот и на сей раз он категорически воспротивился приобретению Edgcomb. Неудивительно, что у Стокмана было мало сторонников в штаб-квартире. «Он критиковал сделки, предложенные другими, особенно в первые годы»⁴, — вспоминает бывший партнер Blackstone. «Прав ли он был или нет, но Дэвид никогда не испытывал сомнений»⁵, — говорит еще один бывший партнер Дэвид Баттен. Вскоре пророчества Стокмана в духе Кассандры истощились, и не только потому, что вызывали ссоры с партнерами, но и потому, что он часто оказывался неправ.

Но не на этот раз. Edgcomb зарабатывала деньги на том, что покупала термически не обработанную сталь, переплавляла ее, формовала и продавала с наценкой авто-, авиазаводам и другим производителям. Норма прибыли компании, указывал Стокман, была непосредственно связана с ценами на сталь, и при резком спаде на этом рынке Edgcomb будет вынуждена продавать товарные запасы в убыток, а ее денежный поток иссякнет.

«Я пригласил их обоих к себе в кабинет, — вспоминает Шварцман, имея в виду Стокмана и Вайнограда. — Вайноград утверждал, что прибыли компании имеют циклический характер и что у нее есть очень интересные перспективы для расширения бизнеса. Стокман же заявил, что сделка рискованная и что компания не стоит запрашиваемой за нее цены. Познакомившись с позициями обеих сторон, я поддержал Вайнограда. Как оказалось, это была катастрофическая ошибка»⁶.

Действительно, практически сразу после закрытия сделки в июне 1989 г. то же ослабление экономики, что подорвало планы Blackstone по распродаже активов Wickes, поставило Edgcomb на грань выживания, как и предсказывал Стокман. Компания была обременена товарными запасами, которые теперь обесценились ниже своей себестоимости. Состояние дел ухудшилось столь резко, что тем летом Edgcomb с трудом смогла произвести первый процентный платеж. Blackstone оказалась в унижительной ситуации: не успела она купить Edgcomb, как та устремилась к банкротству.

Шварцман бросил все силы на спасение сделки. Он уговорил инвесторов фонда вложить еще \$16 млн капитала для удержания бизнеса на плаву и прилагал максимум усилий, чтобы кредиторы не потеряли ни цента. Если бы Edgcomb не выполнила своих долговых обязательств, репутация Blackstone на кредитных рынках

могла бы безнадежно испортиться. Сама мысль об этом была для Шварцмана невыносима, и его тревогу разделяла вся компания.

В июле 1990 г. Шварцман договорился о продаже с большой скидкой почти обанкротившейся компании дочерней структуре французской Usinor Sacilor SA, на тот момент крупнейшей сталелитейной компании в мире. Старшие долги Edgcomb были выплачены, однако для самой Blackstone денег не хватило. Из вложенных в сделку \$38,9 млн инвесторы ее фонда потеряли \$32,5 млн.

Спасение Шварцманом хотя бы шестой части средств компаньонов-вкладчиков в той ситуации было почти чудом, вспоминает бывший партнер Blackstone: «Стив проявил себя во всем блеске. Именно тогда я увидел, насколько он хорош. Стив распознал проблему и упорно работал, чтобы реанимировать Edgcomb»⁷.

Но многие инвесторы фонда Blackstone отнеслись к этой ситуации далеко не так благосклонно. В телефонной беседе Ширли Джордан, директор по инвестициям страховой компании Presidential Life Insurance, назвала Шварцмана «круглым идиотом» и кипела от злости. «Я не должна была давать вам ни цента!» — кричала она, — вспоминает Шварцман. — Я ей ответил, что, может, я и не круглый идиот, но в этой сделке повел себя именно так»⁸. Другие инвесторы высказывались более пристойно, но не более лестно.

Однако если перед посторонними Шварцман брал ответственность за сделку на себя, то внутри компании винил во всем Вайнограда и ополчился на него. Он жестко раскритиковал его за непродуманную инициативу, а также за другие предполагаемые ошибки, обрушился на него с бранью и уволил. Такой безжалостный акт увольнения вселил тревогу в сердца сотрудников и содействовал созданию репутации Blackstone как нелегкого места для работы, где надолго не задерживаются⁹. Буквально все — от неправильно написанного слова в юридическом документе до неудач с привлечением нового бизнеса — могло вызывать гнев Шварцмана. Но леденящий душу случай с Вайноградом дал всем понять, что потеря денег в Blackstone могла стать преступлением, караемым смертной казнью¹⁰.

«В первые годы в компании царил такая атмосфера, что каждая сделка на стороне принципала, т. е. LBO, рассматривалась как дело жизни и смерти, — говорит бывший партнер Говард Липсон, проработавший в Blackstone 18 лет. — Либо пан, либо пропал»¹¹.

В том же 1989 г., когда Шварцман бился за спасение сделок с Wickes и Edgcomb, компания потерпела третью серьезную неудачу: несвоевременный выход на рынок торговли акциями привел к потере весомой доли собственного капитала партнерства.

Новый бизнес был начат на победной ноте в декабре 1988 г., когда Blackstone получила еще \$100 млн от японского банка Nikko, сделавшего решающий взнос в первичный фонд Blackstone. На сей раз деньги

инвестировали не в фонд, а непосредственно в саму Blackstone. Аналогично соглашению между Wasserstein Perella и Nomura, заключенному полгода назад, Nikko вкладывал \$100 млн и получал 20% в бизнесе. Но Шварцману удалось добиться от своего японского финансиста куда более выгодных условий, чем его другу-конкуренту и партнеру по теннису Брюсу Вассерштайну.

«После того как Брюс заключил ту сделку, — говорит Шварцман, — я вновь пришел в Nikko и сказал, что хочу получить еще \$100 млн, как и Брюс, но в форме совместного предприятия с нашим консультационным бизнесом»¹². Он знал, насколько страстно Nikko и другие японские брокеры желали поучаствовать в бизнесе слияний и поглощений, и как Шварцман, так и Nikko понимали, что быстрее всего это произойдет, если объединиться с американской компанией, имеющей обширные связи. Сначала Nikko сопротивлялся, но в конечном итоге согласился на условия Шварцмана: вместо получения в собственность 20%-ной доли в Blackstone и всех ее операциях (как это было при инвестициях Nomura в Wasserstein Perella) Nikko согласился на 20%-ную долю чистой прибыли, которую консультационный бизнес по слияниям и поглощениям Blackstone получит в течение семи лет. Кроме того, Nikko должен был получать 20% от доходов, заработанных Blackstone в результате инвестирования \$100 млн. В 1995 г., если бы стороны решили не продлевать соглашение, Blackstone обязывалась вернуть Nikko \$100 млн вместе со всеми причитающимися ему доходами¹³.

Для Nikko это была весьма многообещающая сделка. Вслед за кратким затишьем после обвала фондового рынка в 1987 г. активность на рынке корпоративных слияний возобновилась с новой силой, а бизнес в сфере слияний и поглощений стал главным источником комиссионных для Blackstone, приблизившись почти к \$29 млн в год. Японские корпорации и банки жадно накидывались на американские компании и недвижимость, и, благодаря связям Питерсона с японскими отраслевыми магнатами, Blackstone получила прибыльные контракты, выступив консультантом в двух крупнейших сделках 1988 г. — в покупке Sony компании CBS Records и покупке Bridgestone компании Firestone Tire & Rubber. Nikko имел свои виды на то, чтобы, используя связи Питерсона с японскими топ-менеджерами, захватить значительную часть международного рынка слияний и поглощений¹⁴.

Вероятно, Blackstone могла бы использовать деньги Nikko для расширения бизнеса, привлечения высококлассных специалистов, либо, наконец, отложить на черный день. Но Шварцман не желал нанимать новых сотрудников и не думал об отдаленном будущем. К тому моменту, как Nikko перевел Blackstone деньги в начале 1989 г., Шварцману пришла в голову формула генерирования прибыли, которая должна была принести внушительные дивиденды Blackstone и ее партнерам, а также Nikko. (К тому времени истек срок обременительного

соглашения с Shearson о разделе комиссионных за услуги в сфере слияний и поглощений, и теперь Blackstone делилась ими только с инвесторами фонда LBO и Nikko. К тому же Nikko причиталась 20%-ная доля в чистой прибыли после вычета расходов, включая платежи инвесторам фонда.)

Шварцман решил вложить половину денег Nikko в рискованный арбитраж — торговлю акциями компаний, намеченных для поглощений. Занимающиеся этим арбитражеры (сокращенно «арбы») делают ставку на вероятность и время закрытия сделок по покупке компаний, которые были объявлены, но еще не осуществлены. Как правило, отслеживаемые акции торгуются ниже цены, обозначенной в предложении о поглощении, отражая риск того, что сделка может не состояться или же, если она состоится, держатели акций смогут реализовать прибыль не сразу, а лишь по истечении какого-то времени. Если сделка не заладится, отслеживаемые акции могут резко упасть в цене. Но, несмотря на этот риск, в 1980-е гг. на пике волны поглощений многие крупные брокерские конторы вкладывали десятки миллионов долларов в акции поглощаемых компаний и зарабатывали на этом огромные прибыли.

В марте 1989 г. Шварцман переманил из Drexel опытного арбитражера Брайана Маквея вместе с его командой. Резюме Маквея на тот момент было немного подпорчено. Smith Barney и Harris Upham & Company отказались от его услуг после того, как он вместе со своей командой принес им огромные убытки во время рыночного краха в октябре 1987 г. Но в целом у него на счету были блестящие достижения. Арбитражные фонды под управлением Маквея — с февраля 1983 г. по сентябрь 1987 г. в Smith Barney и затем с мая 1988 г. по март 1989 г. в Drexel — зарабатывали среднегодовую доходность в размере 39%¹⁵. Blackstone создала с Маквеем совместное предприятие по образцу того, что было организовано с Ларри Финком для инвестирования в бумаги с фиксированным доходом. Маквей и его группа получили 50% в новой компании Blackstone Capital Arbitrage. Им выделили под управление около \$50 млн из денег Nikko и велели энергично браться за дело.

Но, пожалуй, Blackstone не могла бы выбрать худшего момента для начала арбитражного бизнеса. Экономика как раз начала замедляться, притормозив слияния и поглощения, и к октябрю 1989 г. активность в этой сфере, как и в сфере LBO, фактически сошла на нет. Похоронным звоном для бума M&A стал неожиданный срыв в октябре приобретения корпорации UAL (материнской компании United Airlines) ее менеджментом за \$6,8 млрд. Группа Маквея, купившая значительный пакет акций UAL, понесла большие убытки, когда акции авиакомпании рухнули в цене с \$294 на пике до менее чем \$130. Многие другие активы в портфеле арбитражной группы также резко упали в цене, в результате чего она показала убыток в размере 8%.

Реакция Шварцмана была быстрой и жесткой. Спустя всего 10 месяцев после прихода в Blackstone Маквея и его команду с позором изгнали из компании, Blackstone Capital Arbitrage закрыли, а \$46 млн, оставшиеся от первоначальных \$50 млн, спрятали в самые надежные ценные бумаги из всех существующих — депозитные сертификаты¹⁶.

Не только Blackstone понесла значительные убытки на арбитражных операциях в октябре 1989 г. И не только она уволила трейдеров и закрыла арбитражный бизнес. Многие известные на Уолл-стрит арбитражеры потеряли работу зимой 1989 г., когда сдулся рынок слияний и поглощений. Но вряд ли кто-либо из уволенных получил вслед такой же нагоняй, как Маквей. По мнению Шварцмана, Маквей, как и Вайноград, совершил грубую оплошность, которой вполне можно было избежать и которая дорого обошлась партнерству. А в мире Шварцмана мало имелось более тяжких грехов, чем потеря денег¹⁷.

Вайноград и Маквей открыли длинную череду партнеров и сотрудников более низкого ранга, нанятых и уволенных в период с 1989 по 1991 г. Опытные инвестиционные банкиры, которых компания переманивала из First Boston, Shearson и Morgan Stanley, приходили и уходили, не продержавшись и года, потому что не могли увеличить количества сделок и доходность на падающем рынке¹⁸. Самой известной жертвой Шварцмана стал Ричард Равич, бизнесмен и государственный служащий, прославившийся тем, что сумел возродить приходившую в упадок нью-йоркскую подземку в середине 1980-х гг., когда он возглавлял городское транспортное управление Нью-Йорка. Как и Феликс Рогатин, спасший Нью-Йорк от банкротства в 1970-е гг., Равич был местной легендой с великолепным послужным списком. В 2009 г. его назначили вице-губернатором штата, и он стал одним из немногих неполитических деятелей, когда-либо занимавших этот пост.

Но его таланты оказались не к месту в корпоративной культуре Blackstone с ее интенсивной ориентацией на проведение сделок. «Он был потрясающим руководителем. Но в сделках он не был настолько хорош»¹⁹, — вспоминает бывший партнер Blackstone.

Не все, кто ушел из Blackstone, подверглись показательной казни. Некоторых из попавших в немилость увольняли или они уходили сами, без шума. Других с 31-го этажа, где Шварцман и Питерсон разместили правление, ссылали этажом ниже в ожидании окончательного приговора. Перемещение на 30-й этаж несло в себе зловещий символический смысл. 31-й этаж, где разместились кабинеты партнеров, был средоточием деловой активности и власти, тогда как на малонаселенном 30-м этаже обитали бухгалтеры и служащие, а также хранилась документация. После того как нескольких сотрудников «спустили с лестницы», 30-й этаж стал считаться перевалочным лагерем для претендентов на увольнение, камерой для приговоренных к казни. Младший персонал в шутку называл его «ссылным отелем»²⁰.

КОРОЛЬ КАПИТАЛА

«Стив был очень жестким боссом, — вспоминает Генри Сильверман, бывший генеральный директор корпорации Cendant (туристические услуги и объекты недвижимости), финансист-миллиардер, партнер Blackstone с 1990 по 1992 г. — Однажды я у себя в кабинете работал со своей командой над сделкой, когда в дверь неожиданно вошел Стив. Он погрозил нам пальцем и сказал: “Помните, я не люблю терять деньги!” Эту фразу я слышал от него много раз. Он считал необходимым время от времени напоминать нам о том, что не принадлежит к меньшинству, которое любит терять деньги»²¹.

Помимо урока, которым послужило каждому сотруднику безотлагательное увольнение Вайнограда, история с Edgcomb имела еще одно долгосрочное и более благоприятное последствие. Понимая, что новая дорогостоящая ошибка может нанести серьезный урон компании или даже свести ее в могилу, Шварцман решил формализовать процесс выбора объектов для инвестиций. Отныне партнеры должны были представлять строго обоснованные, проработанные предложения на обсуждение всех партнеров. Окончательное решение оставалось за Шварцманом но, прежде чем он его принимал, сделка подвергалась скрупулезному изучению на предмет всевозможных ловушек.

«Я не хотел, чтобы сотрудники рекламировали свои сделки у меня в кабинете или шептали мне о них на ухо в коридоре. Теперь каждая сделка обязательно выносилась на суд всех партнеров, и не один раз, — говорит Шварцман. — Их задачей было обнаружить все слабые места и выявить все риски без обид и оправданий. Они должны были понять, что это не их сделку критикуют, а сделку компании, и обсуждаем мы, как защитить компанию. Если бы мы не пережили неудачу с Edgcomb, то, возможно, у дверей моего кабинета по-прежнему выстраивалась бы очередь»²².

Хотя новый порядок не давал Blackstone полной гарантии от убыточных инвестиций, но Шварцман убежден, что это позволило сократить число неудач. Кроме того, формализованная процедура рассмотрения предложений делала решение об инвестировании коллективным. Это защищало партнеров от обвинений — и от гнева Шварцмана, если сделки заканчивались неприятностями.

ДОБРО ПОЖАЛОВАТЬ НА ШОУ СТИВА ШВАРЦМАНА!

К 1989 г., спустя четыре года после основания Blackstone, Шварцман стал бесспорным лидером компании. Питерсон, который, возможно, сделал больше, чем его молодой партнер, чтобы дать жизнь Blackstone, продолжал обхаживать клиентов и инициировать сделки. Действительно, в первые годы несколько самых прибыльных сделок по выкупу компаний Blackstone получила благодаря обширной сети корпоративных контактов Питерсона, и он по-прежнему обеспечивал ее потоком щедрых комиссионных за консультации по слияниям и поглощениям. В 1989 г., когда Blackstone подверглась суровому испытанию из-за неудачных инвестиций и спада на кредитных рынках, Питерсон еще раз использовал свои дружеские связи с главой Sony Акио Морита, устроив превосходный контракт: консультирование Sony по покупке за \$5 млрд Columbia Pictures Entertainment с комиссией в размере \$9,9 млн. Но именно Шварцман выполнял в фирме большую часть тяжелой работы: наем и увольнение сотрудников, реализацию разработанного им и Питерсоном бизнес-плана, выбор объектов для LBO и спасение неудачных инвестиций, как в случае Edgcomb.

К концу десятилетия Питерсон сделал себе параллельную карьеру как концептуальный мыслитель и публицист, к чему, по его словам, они со Шварцманом были готовы: «Я отдавал компании чрезвычайно много сил в период ее становления: занимался сбором средств, привлечением клиентов и поиском сотрудников. Но Стив был генеральным директором и управлял бизнесом. У меня имелся аналогичный опыт работы сначала в Bell & Howell, затем в Lehman, поэтому, наблюдая за Стивом, я был полностью уверен, что он справится с этой работой. У нас были

равные полномочия по принятию ключевых решений, и, если что-то в нашем бизнесе меня беспокоило, я откровенно говорил ему об этом, но не пытался его переубедить»¹.

Начиная с эссе, написанных им для *New York Times* и *New York Review of Books*, и статьи в *Atlantic*, опубликованной в октябре 1987 г.² и получившей Национальную журнальную премию, Питерсон подвергал резкой критике расточительство Вашингтона и его пагубное пристрастие разживаться деньгами, продавая долгосрочные казначейские облигации иностранцам. Свой крестовый поход Питерсон продолжил в книгах и публичных выступлениях. Его главный аргумент состоял в том, что раздувание федерального долга неизбежно повредит конкурентоспособности Америки в мировой экономике. Парадокс, скрывавшийся в политических воззрениях Питерсона, не остался незамеченным прессой. Обозреватель *Newsday* Аллан Слоун не преминул пройтись по несоответствию между «нападками Питерсона и Стокмана на дефицит государственного бюджета и на чрезмерные заимствования корпораций» и тем фактом, что именно избыток долгов погубил Edgcomb³. Автор статьи в *Barro's* назвал Питерсона «Кассандрой в кадиллаке» и язвительно заметил: «Как и у многих других яростных социальных критиков, слова Питерсона порой расходятся с делами»⁴.

(Сам же Питерсон утверждает, что государственные займы отличаются от долга, создаваемого при выкупе компаний на заемные средства. Операции с первыми проводятся не по балансовым счетам либо через «фиктивные доверительные фонды», и общественность, которая в конечном итоге платит по счетам, плохо представляет себе масштабы и последствия заимствований. В отличие от этого, заимствование при LBO — контролируемая процедура, в ней участвуют «более или менее искушенные и осведомленные» стороны, способные «гораздо лучше оценить факты, риски и выгоды».)

Часто казалось, что Питерсон уносился мыслями к важным общественным проблемам. На заседаниях инвестиционного и руководящего комитетов он доставал желтый блокнот и принимался неистово набрасывать заметки для следующей речи или книги. Но его мозг был способен одновременно выполнять несколько разных задач. Джонатан Колби, работавший в Blackstone с 1989 до 1996 г., до перехода в другую компанию, занимавшуюся LBO, — Carlyle Group, так описывает свое первое собеседование с Питерсоном. Оно началось в кабинете Питерсона и продолжилось в лимузине по пути на мероприятие, где тот должен был выступить с речью. Питерсон составлял свою речь прямо в автомобиле, «на протяжении всего пути не переставая писать в блокноте», в то время как Колби продолжал рассказывать о себе. Тем же вечером Колби встретился в конторе Blackstone со Шварцманом.

«Стив спросил меня, как прошло собеседование с Питом. Я сказал ему, что Пит вряд ли услышал хоть слово из того, что я ему говорил.

Тогда Стив позвонил Питу домой и спросил, что я ему сказал. Пит повторил все фактически слово в слово»⁵.

Питерсон редко снисходил до непринужденных бесед с сотрудниками среднего и низшего звена. Один из них, почти ежедневно общавшийся со Шварцманом, вспоминает, что Питерсон держал дистанцию и никогда не заводил ни с кем разговора. Многие бывшие сотрудники Blackstone вспоминают, как он шагал к лифту в сопровождении очередной знаменитости, такой как Генри Киссинджер, который иногда заезжал на ланч. Или как на ежегодных рождественских вечеринках Питерсон, нарядившись в костюм Санта-Клауса, раздавал мужчинам галстуки Hermès, а женщинам — шарфы.

Для одной из своих корпоративных вечеринок Blackstone арендовала яхту с вертолетной площадкой, чтобы совершить водную прогулку вдаль от Манхэттена. Было видно, что Питерсон испытывает явный дискомфорт в обществе людей моложе 30-ти, вспоминает бывший сотрудник фирмы, которому на тот момент было 20 с небольшим. «Мы шутили, что Пит потребовал яхту с вертолетной площадкой, чтобы иметь возможность сбежать в любой момент и не мучить себя общением с молодежью»⁶.

Тем не менее Питерсон продолжал формировать компанию по своему разумению, утверждают ветераны Blackstone. «На протяжении 90-х годов его рука ежедневно чувствовалась везде и во всем» через его влияние на инвестиционный и руководящий комитеты, говорит партнер Blackstone Лоренс Гаффи, который называет Питерсона «компасом компании»⁷. Но именно Шварцман определял повестку дня. Вот его никто и никогда не мог бы обвинить в отстраненности или обособленности. Он был невероятно ответственным боссом.

Амбициозность Шварцмана проявилась еще в детстве, проведенном в Хантингтон-Вэлли, пригороде Филадельфии. В посвященной ему журнальной статье, вышедшей в 2008 г., Шварцман рассказывает красноречивую историю о том, как, будучи подростком, он пытался убедить отца преобразовать семейный магазин, торговавший бельем и посудой, в розничную сеть. Старший Шварцман возразил, что бизнес и так идет хорошо и что он намерен продолжать его в том же духе. Недовольный ответом, юный Стив продолжал давить на отца⁸.

«Я представлял наш бизнес в виде модели, которую можно расширить до национальных масштабов. Если посмотреть на успехи Bed Bath & Beyond, то моя идея была не так уж и плоха, — вспоминает Шварцман. — Но отец не проявил к ней никакого интереса. Он был очень умным человеком, но совсем не амбициозным»⁹.

В школе присущий Шварцману дух соперничества нашел выход в спорте. «Казалось, он умеет летать! — восклицает Бобби Брайант, который вместе со Шварцманом занимался бегом в Хантингтонской неполной средней школе и до сих пор остается его другом. — В забеге

на 100 ярдов он всего на две десятые доли секунды не дотянул до национального рекорда среди учащихя неполных средних школ. Он скреплял нашу эстафетную команду. Несмотря на небольшой рост, мог в прыжке схватиться за баскетбольное кольцо»¹⁰.

В старших классах Абингтонской средней школы Шварцман также превосходно проявил себя в учебе и в 1965 г. поступил в престижный Йельский университет, где специализировался на общественных науках. Он учился только на «хорошо» и «отлично», говорит Джеффри Розен, однокурсник и друг Шварцмана, ныне заместитель председателя правления инвестиционного банка Lazard. «Стив по-настоящему увлекался спортом и любил состязаться, — вспоминает Розен. — В Давенпорт-колледже, где мы жили, был огромный внутренний двор, и Стив не упускал возможности сыграть в американский или европейский футбол».

Кроме того, он слыл ловеласом — такую репутацию непросто было заслужить в Йельском университете, по-прежнему остававшимся чисто мужским учебным заведением. Он сдружился с деканом Давенпорт-колледжа Горацием Тафтом, видным физиком, и его женой Мэри Джейн, любительницей балета. Она заразила Шварцмана своей увлеченностью танцем. На первом курсе Шварцман создал клуб «Давенпортское общество любителей балета» и даже организовал для его участников посещение генеральной репетиции балета «Шелкунчик» в легендарной постановке Джорджа Баланчина и его New York City Ballet в Линкольн-центре. Позже в том же году Шварцман организовал танцевальный фестиваль с участием студенток из соседних женских колледжей. Мероприятие имело огромный успех. Розен подозревает, что Шварцман открыл этот клуб отчасти для того, чтобы использовать его «как предлог для встречи с девушками». Шварцман также получил приглашение вступить в «Череп и кости», тайное элитарное общество старшекурсников Йельского университета¹¹. В свое время его членами были оба президента Буша. (Джордж Буш-младший вступил в него в 1968 г., за год до Шварцмана, и, по словам последнего, они были знакомы друг с другом, но не очень близко.)

В июне 1969 г. свежеепеченный выпускник Йельского университета, отныне лишенный семейной финансовой помощи, Шварцман решил попытать счастья на Уолл-стрит. Через своего знакомого в приемной комиссии Йельского университета он получил должность в инвестиционном банке Donaldson, Lufkin & Jenrette. Однако в жизни молодого банкира было мало гламура и шика. Словно скарредный простолудин, Шварцман снимал в бедных кварталах крошечные квартиры с помесечной оплатой. Его первым жилищем стала квартира в Нижнем Ист-Сайде на пятом этаже в доме без лифта, рядом с полицейским участком, где была снята первая серия знаменитого телесериала 1970-х гг. «Коджак». Когда он открывал входную дверь и включал свет, из-под его ног разбежались тараканы. Вторая квартира на пересечении

2-й авеню и 49-й улицы, над офисом компании Midtown Shade, представляла собой полторы комнаты без кухни и с общим санузелом в конце коридора.

В общем, его жизненные условия значительно ухудшились по сравнению с заросшим плющом миром Йельского университета. Напрягал Шварцмана и характер работы в DLJ, где его энергия и ум не компенсировали незнание финансов. В Йеле он изучал психологию, социологию и антропологию; мир бизнеса был для него терра инкогнита. «Мне выделили кабинет и секретаря, но я был совершенно не подготовлен к любой коммерческой деятельностью, не говоря уже о такой оживленной, как в DLJ и в операциях с ценными бумагами. Я совершенно не разбирался в бухучете. До прихода в банк даже не знал, что такое обыкновенные акции».

Шварцман вспоминает о своем пребывании в DLJ как об «очень суровом опыте». Однако перед уходом из банка его пригласил на прощальный ланч старший партнер DLJ Билл Дональдсон. «Вряд ли я совершил нечто такое, чтобы заслужить этот ланч. Наверное, Билл устроил его только потому, что в свое время меня нанял, — считает Шварцман. — Я спросил у него, почему он вообще взял меня к себе на работу, поскольку, с моей точки зрения, я не принес его банку никакой пользы». Дональдсон ответил: «Я выбираю людей, полагаясь на интуицию. А она подсказывает мне, что однажды ты станешь президентом DLJ»¹². (Дональдсон утверждает, что не помнит о том обеде и о своих словах, но утверждает, что Шварцман был трудолюбивым и многообещающим молодым сотрудником.¹³)

Шварцман поступил в Школу бизнеса Гарвардского университета и в 1972 г. получил диплом магистра делового администрирования. После выпуска его пригласили на работу сразу два банка — Lehman Brothers и Morgan Stanley. В то время на Уолл-стрит все еще существовало разделение финансовых учреждений по этническому признаку — на предприятия англо-саксонских протестантов Morgan Stanley и First Boston, преимущественно католический банк Merrill Lynch и еврейские банковские дома Lehman, Goldman и Salomon Brothers. В конце 1970-х гг. эти различия начали стираться, но Шварцман утверждает, что в начале десятилетия он стал всего лишь третьим по счету евреем, получившим приглашение на работу от Morgan Stanley. На собеседовании президент банка Роберт Болдуин, известный как Боб, заявил Шварцману, что тому придется «переделать себя, чтобы вписаться в их банк», на что Шварцман ответил, что не собирается этого делать, и выбрал Lehman¹⁴.

Много лет спустя, став движущей силой Blackstone, Стив Шварцман был полон тех же талантов и энтузиазма, что и в молодые годы. Но в нем скрывались и некоторые парадоксальные качества.

В первые годы после создания Blackstone Шварцман работал не покладая рук по 14 часов в день, а его ум был постоянно занят мыслями

о том, как укрепить неоперившийся бизнес. Он мог звонить сотрудникам и банкирам в любое время суток, чтобы обсудить пришедшую ему в голову идею. «Он часто звонил мне в субботу утром, чтобы узнать мое мнение по тому или иному поводу, — вспоминает Джимми Ли, директор кредитных операций в Chemical Bank. — Я тоже частенько звонил ему. Он развивал свою компанию, а я свою, и мы помогали друг другу»¹⁵.

Бывший партнер Blackstone Брет Перлман, работавший в компании в 1989–2004 гг., вспоминает, как, будучи молодым сотрудником, получал голосовую почту от Шварцмана, отправленную в 5.30, с комментариями по поводу служебных записок, которые Перлман передавал ему накануне вечером. Это говорило как о внимательности Шварцмана, так и о требуемой им преданности работе. «Стив никогда не требовал от вас больше того, чего он требовал от себя»¹⁶, — отмечает Перлман.

Но в глазах многих энергия и драйв Шварцмана были связаны с менее привлекательным качеством. На Уолл-стрит, где деньги — мерило успеха, жадность клубится в воздухе, как выхлопные газы во время 24-часовой автогонки на выносливость в Дайтона-Бич. Но даже по меркам Уолл-стрит многие считали Шварцмана стяжателем. «В те времена, когда я работал со Стивом, он был вызывающе жаден, — вспоминает его бывший партнер. — Но он и не пытался этого скрывать. Стив всегда был честен, прямодушен и держал свое слово. Многие люди, жаждущие денег, скрытны и изворотливы. Они обнимут вас, но только для того, чтобы залезть к вам в карман. В отличие от них Стив подойдет к вам и скажет в лицо: “Я собираюсь забрать ваш бумажник”»¹⁷. Один банкир вспоминает, как однажды осведомился у партнера Blackstone о спортивных успехах Шварцмана: «Я спросил, правда ли, как я слышал, что Стив — способный баскетболист и умеет очень высоко прыгать. Он ответил: “Да, когда прыгает за мешком с деньгами!”»¹⁸.

По мере того как Шварцман богател, он выставлял напоказ свое богатство все откровеннее, что начинало раздражать даже прочих финансовых воротил. Глава другой компании прямых инвестиций рассказывает: однажды в 1990-х гг. он шел с детьми по песчаному пляжу на карибском острове Сент-Бартс и увидел, как в гавань зашла огромная яхта и стала на якорь. Потом члены команды спустили на воду два гидроцикла и загрузили на них раскладной стол со стульями, большой зонт от солнца, посуду, корзинку с винами и всевозможную еду. Когда все это было расставлено на берегу, гидроциклы вернулись к яхте и забрали с нее высокую яркую женщину и мужчину небольшого роста. Рассказчик подошел поближе, чтобы посмотреть, кем были герои этой странной сцены, и узнал Шварцмана и его жену. «Я таскаюсь по берегу с ребятами, обливаюсь потом, а тут подплывает Шварцман на собственной яхте и сходит на берег, чтобы перекусить. Он хотел ткнуть

всем в глаза своим богатством, это было понятно. Разумеется, я не жалею на бедность, но в тот момент почувствовал, что нам нужна революция»¹⁹.

У личности Шварцмана была и более привлекательная сторона. Тот же самый человек, который беспощадно изгнал из своей фирмы Стивена Вайнограда из-за ошибки с Edgcomb, установил теплые дружеские отношения с молодыми сотрудниками, такими как Говард Липсон, Дэвид Блитцер и Джеймс Моссман, помогая им строить карьеру. Он помнил дни рождения и годовщины свадеб всех своих подчиненных. «Если вы переживали какие-то трудности в личной жизни, Стив относился к этому с пониманием»²⁰, — говорит Липсон. Шварцман умел сострадать и помогать людям. Когда у его друга и коллеги по Lehman Стивена Фенстера обнаружили смертельную форму рака поджелудочной железы, Шварцман лично следил за его лечением. А после его смерти Шварцман вместе с еще одним бывшим сотрудником Lehman Алланом Капланом собрал деньги, чтобы основать кафедру имени Фенстера в Гарвардской школе бизнеса²¹.

Он был также свободен от снобизма. Например, любил работать с молодыми аналитиками и сотрудниками, часто спрашивал их мнение по тому или иному вопросу. Бывший партнер Blackstone Брет Перлман рассказывает, что в первые годы после его прихода в компанию Шварцман часто звонил ему накануне заседаний инвестиционного комитета, чтобы узнать его мнение о предлагаемой сделке. «Он всегда интересовался мнениями молодых сотрудников, — говорит Перлман. — Он понимал, что ему нужен свежий взгляд на ситуацию»²².

А вот какие впечатления остались у инвестора, познакомившегося со Шварцманом в начале 1990-х гг., когда тот уже стал признанным магнатом в сфере LBO. «Помню, я подумал, что этот парень — настоящая динамо-машина. Святые угодники! Да он был переполнен энергией, всевозможными идеями и мыслями! — вспоминает Марио Джаннини из фирмы Hamilton Lane, консультирующей пенсионные фонды и других инвесторов. — Чем он был интересен? Тем, что сочетал в себе самоуверенность с самокритикой, благодаря чему сильно отличался от коллег. Иногда его самокритичность доходила до самоуничужения, а такое обычно не свойственно людям в его сфере. Это обезоруживало. И все же, когда его слушаешь, то понимаешь, насколько он умен»²³.

Шварцман был «нефильтрованным», как выразился глава еще одной компании прямых инвестиций. Он мог быть искренним и непосредственным, а иногда — самодовольным и абсолютно равнодушным. Соответственно мог очаровывать или раздражать своей манерой поведения. «В Стиве есть нечто от очаровательного юного проказника»²⁴, — говорит бизнесмен. Даже у друзей и партнеров, обожавших Стива, порой лезли глаза на лоб от его опрометчивых заявлений.

КОРОЛЬ КАПИТАЛА

В компании Шварцман был бесспорным боссом, но не диктатором. «Стив не из тех руководителей, которые диктуют свою волю и безапелляционно заявляют: “Я считаю, что нужно сделать именно так”»²⁵, — говорит бывший партнер Blackstone Саймон Лонерган. Шварцману не требовалось доминировать; он предпочитал услышать мнение каждого, прежде чем принимать решение.

Но время от времени его высокомерие давало о себе знать. В 1990 г. он заявил репортеру *Wall Street Journal*, что своим успехом Blackstone обязана его умению «разъяснять финансовые азы идиотам»²⁶. У него была склонность оскорбительно отзываться о конкурентах и других людях за их спинами. Многих раздражало и его напускное пристрастие к хвастовству — насчет того, что он стал первым евреем, принятым в «Череп и кости», и первым банкиром в истории, устроившим закрытые корпоративные торги, и т. д., и т. п.

Несмотря на свое здравомыслие как банкира и менеджера, даже после многих лет пребывания на посту генерального директора, временами он проявлял удивительную бестактность и нравственную глухоту. Весной 2008 г. на годовом собрании инвесторов фонда Blackstone во Флориде, объясняя, почему не состоялась покупка компании жилищного кредитования РНН Mortgage, Шварцман ляпнул: «Ипотечный банк в разгар кризиса на рынке субстандартного кредитования похож на торговца лапшой в Нагасаки во время взрыва атомной бомбы. От лапши осталось немного, да и от самого торговца тоже. И от нас мало бы что осталось, проведи мы эту сделку»²⁷. «Радиоактивная» острота быстро просочилась в прессу, причем в самый неподходящий момент, поскольку в то время Blackstone как раз пыталась догнать конкурентов, таких как Carlyle и Texas Pacific Group, на азиатских рынках.

«Шварцман всегда способен сморозить нечто такое, после чего остается только покачать головой»²⁸, — говорит инвестор фонда, присутствовавший на том собрании.

Но по мере развития компании, а особенно после того, как она стала публичной, такое пренебрежение Стива Шварцмана к тому, как его воспринимают окружающие, превратилось в серьезную проблему.

КОНЕЦ ЭПОХИ, ПРОБЛЕМЫ С РЕПУТАЦИЕЙ

Мания слияний, начавшаяся в 1988 г. и усилившаяся в начале 1989 г., благотворно сказалась на консультационном бизнесе Blackstone. В 1989 г. компания выступила консультантом в сделках на общую сумму \$8 млрд, собрав щедрый урожай комиссионных от таких клиентов, как Sony, PepsiCo, французский производитель компьютеров Société des Machines Bull и корпорация Varsity. Компания также нашла покупателя для таблоида National Enquirer. Еще одним существенным источником доходов стала аффилированная инвестиционная компания Ларри Финка Blackstone Financial Management, начавшая приносить прибыль уже через несколько месяцев после начала работы. Финк использовал всего \$150 тыс. из кредитной линии на \$5 млн, выделенных Blackstone для старта совместного предприятия, и быстро окупил их. К концу 1989 г. он уже управлял \$2,7 млрд, полученными от внешних инвесторов, что в четыре раза превышало \$585 млн, которые он и его группа смогли привлечь полтора года назад. В 1989 г. команда Финка заработала \$13,4 млн в виде комиссионных за управление, получив чистую прибыль в размере \$3,9 млн. На партнеров Blackstone обрушился золотой дождь. Коллективно они владели 40%-ной долей успешного, быстро растущего инвестиционного бизнеса, и это им ничего не стоило¹.

Однако последние месяцы десятилетия были ознаменованы растущим беспокойством, вызванным нестабильной экономической ситуацией и ее возможными последствиями для рынка LBO. В начале осени 1989 г. появились опасения, что многие недавно купленные компании могут пойти ко дну под бременем непосильного долга. К концу года паника усилилась, и кредиторы принялись один за другим отказываться от финансирования предстоящих сделок по выкупу компаний.

Надвигающийся экономический шторм уже на ранней стадии ударил по Blackstone. Он усугубил финансовые проблемы Wickes, выкупленного Blackstone конгломерата, специализирующегося на тканях и товарах для дома и ремонта; привел к провалу сделки по Edgcomb и операций по рисковому арбитражу. В четвертый раз в том году резкое изменение настроений на рынках сказалось на Blackstone, когда под угрозой срыва оказалась покупка за \$1,6 млрд железнодорожной компании Chicago and Northwestern (CNW), а инвестиционный банк Donaldson, Lufkin & Jenrette, первый работодатель Шварцмана и один из основных кредиторов сделки, едва не обанкротился.

В сделке с CNW, как и в случае с Transtar, Blackstone выступила в роли «белого рыцаря» — союзника менеджмента, спасающего компанию от враждебного поглощения. В апреле 1989 г. корпоративный рейдер Jaronica Partners, действующий при поддержке Drexel, скупил на рынке почти 9% акций материнской компании CNW Corporation и инициировал враждебное поглощение. Как только менеджмент CNW понял намерения Jaronica Partners, генеральный директор Роберт Шмиге обратился к потенциально дружественным инвесторам, чтобы узнать, будут ли они готовы перебить предложение Jaronica о покупке акций по цене \$44 за штуку. Blackstone и DLJ проявили к этому интерес и по просьбе Шмиге, объединив силы, начали разрабатывать совместное предложение².

Вскоре появился еще один потенциальный соинвестор: третья по величине американская железнодорожная компания Union Pacific Railroad, давно жаждущая заполучить CNW, поскольку ее собственные железнодорожные линии начинались на Западном побережье США и заканчивались в штате Омаха, а линии CNW начинались в Омахе и заканчивались в Чикаго, национальном железнодорожном узле и месте стыковки с восточными линиями. Председатель совета директоров UP Дрю Льюис, министр транспорта в правительстве Рейгана и старый друг Питерсона, позвонил ему и сказал, что UP хочет участвовать в сделке³.

Было очевидно, что конечным собственником CNW станет UP, но, согласно федеральным правилам, компания не могла приобрести более 25% акций, не получив разрешения регулирующих органов, а этот процесс мог растянуться на много лет. UP сотрудничала с CNW по грузоперевозкам в восточном направлении, и Льюис приходил в ужас при мысли о том, что CNW может оказаться в руках Jaronica Partners и рейдер начнет урезать эксплуатационные расходы и снижать качество услуг. Федеральные правила, регулирующие слияния в железнодорожной отрасли, не разрешали UP перебивать предложение Jaronica. Поэтому участие в осуществляемой Blackstone покупке CNW как нельзя лучше соответствовало целям UP.

«Я спросил у Льюиса: “Что бы ты сделал, если бы владел этой компанией?” — вспоминает Питерсон. Он ответил, что UP

модернизировала бы устаревшее железнодорожное полотно CNW, чтобы поезда могли двигаться со скоростью до 90 километров в час. — Тогда мы предложили сделать инвестиции в модернизацию железнодорожного полотна частью сделки». Льюис также попросил передать UP высокоприбыльный бизнес CNW по транспортировке малосернистого угля из бассейна реки Паудер-Ривер в штате Вайоминг. «Мы сказали, что если он предложит конкурентоспособную цену, то получит его», — говорит Питерсон.

6 июня Blackstone, DLJ и UP выставили оферту на покупку акций CNW по \$45,5 за штуку, и Jaropica выбыла из игры, положив в карман приличную прибыль благодаря повышению цены акций. (Одна из прелестей игры корпоративного рейдера заключается в том, что он выигрывает, проигрывая.) Хотя цена в \$1,6 млрд была очень высокой, — Blackstone заплатила за компанию в восемь раз больше ее денежного потока, т. е. вдвое дороже, чем за Transtar, — она рисковала сравнительно немногим: Blackstone заплатила \$75 млн за 72% акций, а DLJ — \$25 млн за 24%. Union Pacific инвестировала \$100 млн в привилегированные акции, по которым выплачивались дивиденды. Хотя у привилегированных акций не было потенциала значительного роста (или падения), как у обыкновенных акций, зато UP получила опцион, дающий ей право по истечении пяти лет конвертировать их в 25%-ный пакет обыкновенных акций. Кредиторы во главе с Chemical Bank и инвестиционно-банковским подразделением DLJ обеспечили большую часть остальных \$1,4 млрд.

23 июня сделка, четвертая по счету для Blackstone, была закрыта. Но, как оказалось, не окончательно. Три месяца спустя начался кошмар.

Кредиторы и облигационные инвесторы стали нервничать из-за перегретости рынка, и цены на мусорные облигации рухнули, когда инвесторы пустились наутек. Как и во время финансового кризиса два десятилетия спустя, кредитный рынок внезапно сжался. Использование кредитного плеча не просто вышло из моды — получить кредиты стало почти невозможным. Финансовый мотор, двигавший LBO, зачихал, и сделка с CNW, казалось, неизбежно должна была заглохнуть вместе с ним. Проблема заключалась в бридж-кредите (промежуточном кредите) в размере \$475 млн, который DLJ предоставил для финансирования сделки до того момента, как CNW сможет выпустить новые облигации.

Бридж-финансирование было изобретено как альтернатива мусорным облигациям Drexel. Процесс выпуска облигаций довольно трудоемок и может занимать месяцы: нужно подготовить тщательно проработанный проспект эмиссии, распространить его и найти покупателей. Однако Drexel был настолько искусен в продаже мусорных облигаций, что компании и банки, участвующие в сделке, запускали процесс поглощения, опираясь только лишь на заявление Drexel о его

«твердой уверенности» в том, что он сможет продать необходимое количество облигаций. Другие банки не умели этого делать, поэтому стали предлагать взамен краткосрочные (промежуточные) кредиты, которые позволяли покупателю немедленно заключить сделку, а затем погасить их за счет эмиссии облигаций. Благодаря этому инструменту к 1988 г. DLJ, Merrill Lynch и First Boston сумели каждый отгрызть у Drexel небольшую долю на рынке поглощений, проводимых на заемные средства.

Но бридж-кредитование было рискованным для банков, поскольку в итоге у них могли остаться на руках крупные кредиты сомнительного качества, если бы ситуация на рынке изменилась или в период между заключением сделки и размещением облигаций компания-заемщик столкнулась с проблемами. Опасность усугублялась тем, что бридж-кредиты выдавались под высокие проценты на уровне мусорных облигаций, и эти ставки повышались до опасных уровней, если заемщики не могли вовремя погасить кредит. Такой механизм был призван побудить заемщиков к быстрому рефинансированию посредством выпуска мусорных облигаций, и вплоть до осени 1989 г. все бридж-кредиты, выданные крупными инвестиционными банками, исправно погашались. Но осенью, с изменением ситуации на кредитных рынках, механизм повышения ставок начал работать против самих банков. Ставки поднялись так высоко, что стали непосильными для заемщиков, и банки обнаружили, что многие выданные ими кредиты оказались на грани дефолта.

Риски бридж-кредитования как нельзя нагляднее проявились в сентябре и октябре 1989 г., когда канадский финансист и девелопер Роберт Кампо отчаянно сражался за рефинансирование промежуточного кредита в размере \$400 млн, взятого им год назад в First Boston и двух других банках на покупку Federated Department Stores, материнской компании торговых сетей Bloomingdale, Abraham & Strauss, Filene's и Lazarus. После того как 13 октября 1989 г. внезапно сорвалась покупка United Airlines за \$6,8 млрд и финансирование LBO фактически прекратилось, Кампо не смог договориться о займах и погасить бридж-кредит, а Federated Department Stores пришлось объявить себя банкротом. В результате First Boston оказался на грани краха из-за кредита Кампо и двух других бридж-кредитов, выданных под поглощение сети ресторанов Long John Silver и покупку производителя матрасов Ohio Mattress, материнской компании Sealy. Финансовый крах Ohio Mattress быстро окрестили «горящей кроватью» по названию криминального фильма, и вместе с фиаско Кампо он остается центральным эпизодом в истории поглощений.

DLJ оказался в не менее отчаянном положении. Банк запланировал вывести CNW на рынок облигаций в третью неделю октября 1989 г., чтобы рефинансировать выданный ей бридж-кредит, но за неделю до этого

несостоявшаяся покупка United Airlines напугала и обвалила рынки. В результате DLJ остался обременен двумя огромными бридж-кредитами: \$475 млн для CNW и \$500 млн для TW Services, владельца сети ресторанов Denny's. Частично в финансировании этих сделок участвовали и другие кредиторы, но основной объем предоставили DLJ и его материнская компания Equitable Life. Теперь выживание DLJ зависело от того, сумеет ли он сбыть облигации CNW и TW Services инвесторам, которые боялись делать ставки на компании с высокой долей заемных средств⁴.

Как и следовало ожидать, покупатели облигаций потребовали гораздо более высокую доходность, чем ту, что предложил DLJ и рассчитывала платить CNW. И вот одним сумрачным ветреным утром в середине октября Шварцман направился мимо башен Всемирного торгового центра в штаб-квартиру DLJ, чтобы обсудить условия эмиссии облигаций.

Со стороны DLJ переговоры вел старший банкир Гамильтон Джеймс по прозвищу «Тони», возглавлявший одновременно группу финансирования LBO и группу продаж мусорных облигаций. 38 лет от роду, он был чрезвычайно хладнокровным человеком и, по словам многих его коллег, невыносимым интеллектуалом. Помимо того что он создал две вышеуказанные группы и руководил ими, Гамильтон Джеймс отвечал за операции банка по слияниям и поглощениям, а также по реструктуризации. Официально он считался руководителем номер три, но за пределами и внутри банка многие рассматривали его фактически как генерального директора DLJ. Тем осенним утром, когда состоялись напряженные переговоры, Гамильтон Джеймс (спустя несколько лет он станет президентом и директором Blackstone по операционной деятельности) впервые встретился со Шварцманом лицом к лицу.

Неспособность рефинансировать бридж-кредит могла оказаться пагубной как для DLJ, так и для Blackstone. С одной стороны, у DLJ остался бы огромный сомнительный долг, который он не собирался держать, с другой — CNW попадала в ловушку нарастающих процентных платежей, которые могли потопить компанию вместе с капиталом Blackstone. Но у Джеймса и Шварцмана были разные представления о том, как можно решить эту проблему. DLJ во что бы то ни стало хотел погасить бридж-кредит, поэтому был готов предложить покупателям облигаций хоть луну с неба. В отличие от банка, Blackstone стремилась защитить свои инвестиции и не хотела подвергать опасности CNW, соглашаясь на заоблачные ставки.

«DLJ одурел от страха, который буквально витал в комнате», — вспоминает Шварцман. После жаркого обмена мнениями стороны наконец пришли к компромиссу. Blackstone согласилась повысить ставки по мусорным облигациям с 14,5%, что уже было очень много, до 14,75% и, кроме того, выделить покупателям облигаций 10% акций

CNW. Но для них Джеймс и его команда требовали еще одной приманки — повысить процентную ставку по облигациям через год, если они упадут в цене (это называлось условием пересмотра ставки). По мере того как на рынке мусорных облигаций усиливались панические настроения, инвесторы начали настаивать на этом условии, чтобы ограничить свой риск.

Долговые обязательства с условием пересмотра ставки похожи на ипотечные кредиты с плавающей процентной ставкой, но, в отличие от последних, где ставка привязана к широкому индексу стоимости заемных средств, ставки по вышеназванным долговым обязательствам пересматриваются таким образом, чтобы отражать изменение рыночной стоимости этих обязательств. Предположим, инвестор покупает облигации стоимостью \$1000, по которым выплачивается годовой процент в размере 14,75%, или \$147,5, но через год рыночная цена облигаций снижается до \$970, потому что либо процентные ставки в целом выросли и облигации со ставкой 14,75% стали менее востребованными, либо компания-эмитент испытывает проблемы. В результате снижения стоимости облигаций получается, что инвестор, купивший их через год по цене \$970, фактически получает ставку в 15,2%. Условие пересмотра ставки позволяет вернуть облигации к их номинальной стоимости. Чтобы компенсировать падение цены, компания обязана повысить ставку на 3% — до \$152 в год, что позволяет вернуть рыночную цену облигаций к \$1000 и сделать первоначальных покупателей облигаций довольными и счастливыми.

Как бы сильно DLJ ни настаивал на условии пересмотра ставки, Шварцман так же сильно сопротивлялся. А если облигации упадут в цене до 90% от номинала, заставив компанию повысить ставку до 16,4%? Рынок капризничал, а Шварцман не мог смириться с неограниченным риском: «Я им сказал, что не пойду на это условие: “Я должен знать, сколько стоят мои деньги. А начнись экономический спад — вы же обанкротите компанию! Такое корпоративное финансирование просто ужасно”. Но DLJ заявил: “Либо мы получаем условие пересмотра, либо не будем заключать сделку”».

В конце концов Шварцман сказал, что может согласиться на условие в том случае, если плавающая ставка будет ограничена потолком в 15,5%. После дискуссии Джеймс на это согласился. Банкиры DLJ утверждали: вероятность падения облигаций CNW в цене на столько, что компания будет вынуждена платить 15,5%, очень мала. Однако Шварцман опасался появления игроков, которые придумают способ временно продавить цену облигаций вниз накануне даты пересмотра, чтобы процентная ставка подскочила до предела. В результате трейдеры, купившие в тот момент облигации с дисконтом, могли бы сорвать куш, когда ставка будет пересмотрена.

«Я заявил, что не сомневаюсь: найдется трейдер, который все равно отыщет способ, как обеспечить пересмотр ставки по максимуму, — вспоминает Шварцман. — И предложил пари на \$100 000. В комнате воцарилась тишина. “Никто не хочет поставить против меня \$100 000? А как насчет \$50 000?” Снова тишина. “А насчет \$25 000?” Наконец Тони Джеймс поставил \$5000».

Джеймс говорит, что тоже отчетливо помнит эти переговоры: «Мы обсуждали все очень долго. А на последнем вопросе застряли намертво. Мы не могли сдвинуть Стива с места. В конце концов я сказал: “Хорошо, Стив, я ставлю \$5000 на то, что ставка будет пересмотрена не по максимуму, а ниже”». В ответ на вопрос о том, не было ли сначала предложено пари на \$100 000 с последующим понижением суммы, Джеймс сказал: «Я придерживаюсь своей версии событий».

Но даже условия пересмотра ставки оказалось недостаточно, чтобы продать все облигации CNW; аналогичная ситуация сложилась и с облигациями TW Services, в результате на счетах DLJ скопилось много тех и других. Как следствие, в том году вместо денежных премий многие сотрудники DLJ получили непроданные облигации CNW и TW Services, но банку удалось избежать банкротства.

Что же касается пересмотра ставки, то предсказание Шварцмана сбылось: облигации CNW резко упали в цене, отправив процентную ставку к максимальным 15,5%.

«Стив выиграл спор, потому что рынок продолжал падать, — говорит Джеймс. — Но он поступил благородно и разрешил мне передать эти деньги на благотворительность»⁵.

Сжатие рынков и паника, последовавшая за провалом сделок с *Campeau-Federated* и *United Airlines*, предвосхитили кредитный кризис, с которым финансовый мир столкнулся спустя полтора десятилетия. И хотя начавшийся в 2007 г. спад продлился гораздо дольше и нанес гораздо больший ущерб, чем спад в начале 1990-х (тогда ни один крупный инвестиционный или коммерческий банк не пошел ко дну, в отличие от 2008 г., когда такая участь постигла *Bear Stearns* и *Lehman Brothers*), но первопричина у них была общая: чрезмерные заимствования. В обоих случаях многие небольшие кредитные институты разорились, а фонды LBO напрягали все силы, чтобы удержать на плаву свои обремененные долгами активы. И в обоих случаях после разнузданного кредитного пира у игроков наступило тяжелое похмелье.

В течение месяцев, когда проблемы преследовали *Federated* и *United Airlines*, крупнейшее LBO из когда-либо осуществленных — сделка, которая стала символом всего бизнеса по выкупу компаний на заемные средства, — балансировало на грани провала.

Покупка KKR табачного и продуктового гиганта *RJR Nabisco*, производителя печенья *Oreo*, крекеров *Ritz*, сигарет *Winston* и *Salem*,

воплотила в себе дух ненасытного и безжалостного времени конца 1980-х гг. Здесь было все: генеральный директор с замашками императора, державший воздушный флот из 10 корпоративных самолетов, раздававший служащим часы от Gucci за \$1500 и окружавший себя знаменитостями на спонсируемых компанией соревнованиях по гольфу; акулы Уолл-стрит, кружившие вокруг жертвы; и кишевшие рядом стаи банкиров и адвокатов, стремившихся урвать кусок. Это была история о жадности, неумеренности и высокомерии, не без изрядной доли фарса. По словам банкира Брюса Вассерштайна, специалиста по слияниям и поглощениям, это была «сделка в духе роллер-дерби»⁶.

История началась в октябре 1988 г., когда генеральный директор RJR Nabisco Росс Джонсон выразил озабоченность в связи с тем, что цена акций компании застыла на месте, несмотря на рост прибыли. Заручившись поддержкой Питера Коэна из Shearson Lehman Hutton, Джонсон добился у совета директоров одобрения на выкуп компании менеджментом по цене \$75 за акцию. Руководство должно было вложить принадлежавшие ему акции, а остальную сумму занять. Джонсон не поспешил: предложенная им цена на треть превышала текущий курс, поскольку он считал, что фондовый рынок не дает истинной оценки стоимости компании. Согласно его расчетам, если менеджмент выкупит компанию по правильной цене, то сможет заработать состояние для себя и кредиторов через продажу активов и реализацию скрытой стоимости.

Коэн же рассматривал эту сделку как шанс реанимировать бизнес по организации слияний и поглощений, который Shearson приобрела вместе с Lehman. Но Джонсон и Коэн быстро потеряли контроль над ситуацией — и над RJR. Генри Кравис и Джордж Робертс сочли, что Джонсон предложил слишком низкую цену. Некоторые эксперты утверждали, что RJR может стоить порядка \$100 за акцию, если компанию раздробить, поэтому Кравис и Робертс решили, что, даже перебив цену Джонсона, они все равно смогут сорвать куш, если распродадут активы по частям и сократят издержки. Таким образом, KKR решила явиться на вечеринку Джонсона незванным гостем и обойти его и совет директоров RJR, сделав напрямую акционерам предложение о покупке акций по цене \$90 за штуку.

Вскоре дворовая драка превратилась в полномасштабную разборку. Тед Форстман объединился с Джонсоном, чтобы помочь вырвать компанию из лап Крависа и отомстить ему. Почти вся Уолл-стрит разделилась на два лагеря, предлагавших финансирование той или другой стороне. Через полтора месяца после начала схватки KKR пришлось поднять цену оферты до \$109 за акцию. Джонсон предложил \$112, но совет директоров сделал выбор в пользу KKR. Хотя оба предложения сочетали наличные деньги с простыми векселями (по сути, краткосрочными облигациями), условия KKR по векселям оказались более щедрыми.

Джонсона же публично пригвоздили к позорному столбу и за выторгованный им «золотой парашют», предусматривавший многомиллионную компенсацию, если после поглощения компании он будет смещен с должности, и за его попытку купить компанию у собственных акционеров по заниженной цене. В этой игре, где «победитель получает все», Джонсон остался без работы, а Коэн, чьи мечты о господстве на рынке были разбиты в пух и прах, в январе 1990 г. подал в отставку с поста председателя правления Shearson Lehman.

Это поглощение стало поворотным событием для сферы LBO. С момента первой же стычки его так и воспринимали — как сражение между корпоративной Америкой и новым поколением титанов Уолл-стрит. «Как утверждают близкие к компании люди, ее партнеры кладут в карман примерно по \$50 млн в год», — не успокаивалась *New York Times* после того, как KKR сделала начальное предложение по Nabisco. Газета напомнила и о \$2 млрд, которые KKR заработала в предыдущие годы на распродаже по частям Beatrice Foods⁷.

Но более важным и долгосрочным последствием схватки за RJR стало для KKR то, что ее начали воспринимать как рейдера. С формальной точки зрения ее предложение не являлось враждебным. По понятиям Уолл-стрит, предложение о поглощении может считаться враждебным, если оно сделано компании, не выставившей себя на продажу, а KKR вступила в игру только после того, как совет директоров RJR поддержал предложение Джонсона. Но это формально. Фактически же KKR перебила предложение менеджмента, взвинтила цену — и выиграла. Получив контроль над компанией, она избавилась от генерального директора и теперь собиралась сократить издержки и распродать ее по частям. Для обывателя действия KKR ничем не отличались от действий корпоративных рейдеров.

По сумме сделки, составившей \$31,3 млрд, покупка RJR побила все рекорды. Это было почти в три с половиной раза больше предыдущего рекорда, установленного той же KKR в 1986 г., когда она приобрела Beatrice Foods за \$8,7 млрд. Но в конечном итоге KKR заплатила за RJR опасно высокую цену в размере 11-кратного денежного потока⁸. Кроме того, в сложной структуре долговых обязательств, стоявших за сделкой, была заложена бомба замедленного действия: векселя на сумму \$6 млрд с процентной ставкой, подлежащей пересмотру в феврале 1991 г. Как и облигации CNW, которые так встревожили Шварцмана в октябре 1989 г., векселя RJR тоже предусматривали повышение ставки в случае, если они будут торговаться по цене ниже номинала. Но, в отличие от облигаций CNW, где Шварцман настоял на установлении ограничения максимальной ставки, у векселей RJR такого лимита не было: RJR обязалась платить столько, сколько потребуется, чтобы вернуть векселя к их первоначальной стоимости и не принести их держателям убытка. А в это время инвесторы стали избавляться от рискованных ценных бумаг;

как следствие, процентные ставки взлетали и векселя торговались с таким огромным дисконтом, что перед RJR открылась неприглядная перспектива: ставка по векселям могла прыгнуть с 13,71% до 25%. И такой скачок оказался бы смертельным: увеличение издержек на уплату процентов на \$670 млн в год стало бы для RJR непосильным бременем.

Весной 1990 г. ситуация осложнилась настолько, что знаменитый юрист Мартин Липтон, специализирующийся на поглощениях, предостерег Генри Крависа, что 11-я глава* может оказаться единственным выходом для RJR. «Ни в коем случае», — парировал Кравис. Если бы компания объявила дефолт, KKR могла бы потерять \$1,5 млрд — весь вложенный капитал. В июле KKR предприняла единственно возможный шаг, чтобы предотвратить банкротство: пошла ва-банк и влила еще \$1,7 млрд капитала для частичного рефинансирования долга RJR⁹.

Хотя RJR удалось спастись от банкротства, эти инвестиции были восприняты всеми не как триумф, а как утешительный приз — и доказательство № 1 в деле против LBO. Вышедший в 1990 г. бестселлер «Варвары у ворот»¹⁰, написанный журналистами *Wall Street Journal* Брайаном Бурроу и Джоном Хельяром, упрочил репутацию этой сделки как памятника извращенному мышлению, жадности и мании величия. Годы спустя, когда KKR наконец-то полностью вышла из этой инвестиции, ее убытки превысили \$700 млн¹¹. В результате инвесторы ее сформированного в 1987 г. фонда с рекордным капиталом \$6,1 млрд получили весьма посредственную доходность в 9% годовых, после того как KKR забрала свою долю¹².

Разгромная статья¹³, опубликованная в том же 1990 г. на первой полосе *Wall Street Journal*, завершила неприглядный портрет KKR и бизнеса LBO в целом, представив взгляд на него под другим углом. В пространном тексте, повествующем об осуществленной KKR в 1986 г. покупке Safeway, журналистка Сьюзен Фалуди сосредоточилась не на борьбе между менеджментом и финансистами, а на рядовых сотрудниках, которые были вынуждены пережить все тяготы, связанные с продажей сети супермаркетов и последовавшими за ней увольнениями и лишениями. В следующем году эта статья получила Пулитцеровскую премию за «раскрытие истории человеческих потерь, причиняемых крупным финансовым капиталом».

Wall Street Journal нарисовала отталкивающую картину. KKR и менеджмент Safeway в четыре раза окупили вложенные ими деньги, когда в 1990 г. компания снова вышла на публичный рынок, однако...

Однако у сотрудников было куда меньше причин праздновать это событие. ...В результате продажи магазинов и массовых сокращений

* Имеется в виду глава закона США о банкротстве, регулирующая реорганизацию неплатежеспособных компаний и их долгов, для чего представляется защита от кредиторов. — Прим. ред.

63 000 менеджеров и сотрудников потеряли работу. ...Опрос бывших сотрудников Safeway в Далласе показал, что почти 60% из них не могут найти работу с полной занятостью спустя более года после увольнения.

Джеймс Уайт из Далласа, проработавший в Safeway водителем грузового автомобиля почти 30 лет, входил в число этих 60%. В 1988 г. он отметил годовщину своего последнего рабочего дня в Safeway следующим образом: сказал жене, что любит ее, потом закрылся в ванной комнате, зарядил охотничью винтовку 22-го калибра и выстрелил себе в голову.

Новый подход к управлению Safeway нашел отражение в поэтическом преобразовании прежнего девиза «Safeway предлагает надежность» в «Текущим вложениям — целевую доходность».

Опубликованная в том же году, что и «Варвары у ворот», статья окончательно сформировала репутацию магнатов LBO, безжалостно сокращающих рабочие места, лишаящих компании денежных средств и активов ради быстрой наживы.

Но не только массовые увольнения сделали покупку Safeway знаковой сделкой эпохи 1980-х гг. В этой саге были налицо все ингредиенты классического LBO тех лет. Началось с того, что семейная команда рейдеров, присмотревшись к торговой сети, посчитала бизнес под управлением самодовольных менеджеров, которые были не в состоянии разобраться с недооцененными и неэффективно используемыми активами, громоздким. После войны предложений компания была куплена и обременена огромным долгом.

Однако истинные последствия продажи Safeway были далеко не такими, о которых писала *Wall Street Journal*. Действительно, первые три года под контролем KKR оказались для Safeway тяжелыми — она сократила бизнес на 30% и распродала 40% магазинов. Десятки тысяч сотрудников заплатили за сделку дорогой ценой. Но при этом KKR трансформировала неэффективную компанию, поставив ее на путь процветания в течение следующего десятилетия. По сути, это был классический пример экономической выгоды от оздоровления и реструктуризации бизнеса, осуществляемых рейдерами и компаниями, занимающимися LBO.

Да, Safeway когда-то являлась «компанией с легендарной гарантией занятости», как выразилась *Wall Street Journal*, но можно сказать иначе: штаты ее были раздуты. Ее огромные затраты на оплату труда превышали на треть аналогичные затраты конкурентов (в большинстве которых также действовали профсоюзы), потому что Safeway была озабочена расширением, а не рентабельностью. Руководство компанией передавалось фактически по наследству. Тогдашний генеральный директор Safeway Питер Магован унаследовал это кресло от отца в возрасте 37 лет,

а его дед, Чарльз Меррилл, основатель Merrill Lynch, активно участвовал в создании торговой сети через серию слияний в 1920-е и 1930-е гг. как инвестор, банкир и затем как глава компании.

Бренд Safeway был силен на ее домашнем рынке в северных районах Калифорнии, а также на северо-западном побережье Тихого океана и в Вашингтоне, округ Колумбия, но во многих других регионах она не выдерживала конкуренции из-за неэффективности и несла убытки. Мало того, у нее даже не было внутренних механизмов для оценки рентабельности отдельных подразделений и инвестиций.

В 1986 г. Герберт и Роберт Хафт, чья семья владела торговой сетью Dart Drug, а сами они время от времени занимались корпоративным рейдерством, решили, что смогут гораздо лучше управлять Safeway, чем ее нынешний менеджмент, и принялись скупать акции компании, чтобы запустить процесс враждебного поглощения. В июле, собрав 6%-ный пакет акций, они обратились напрямую к акционерам с предложением купить у них акции по цене \$58 за штуку и заручились обещанием Drexel обеспечить необходимое финансирование в размере нескольких миллиардов долларов.

KKR тоже присматривалась к Safeway и несколько раз запускала пробный шар, но Магован отвергал все предложения. Теперь же, когда его рабочее место оказалось под угрозой, он стал более сговорчивым и согласился на предложение KKR выступить в роли «белого рыцаря» и в союзе с менеджментом преобразовать компанию из публичной в частную. Вскоре KKR и Магован объявили оферту на покупку акций по цене \$69 за штуку на общую сумму \$4,8 млрд. Совет директоров рекомендовал акционерам принять предложение, поскольку Хафты отказались поднимать цену выше \$64. KKR внесла \$132 млн капитала за почти 90% акций, а менеджменту досталось 10%. (Поскольку Drexel благоприятно отозвался о сделке, Morgan Stanley и Bankers Trust согласились выделить необходимое финансирование.)

Хафты были вынуждены отступить, но при этом положили себе в карман \$153 млн — в два раза больше, чем потратили на покупку акций Safeway, включая несколько миллионов, выплаченных компанией по иску, предъявленному Хафтами в связи с одной из защитных тактик, использованных Safeway во время сражения. Другие акционеры также выиграли от сделки, поскольку предложенная KKR цена была на 70% выше той, по которой акции Safeway торговались до начала их скупки Хафтами.

KKR оставила Магована на посту генерального директора, однако теперь он был вынужден играть по сценарию Крависа и Робертса, которые решили подвергнуть Safeway радикальному хирургическому лечению.

Сокращение затрат на оплату труда стало лишь одной из частей стратегии KKR. Не менее важно было уйти с рынков, где Safeway

плелась в хвосте. Она быстро продала более сильным конкурентам магазины в Лос-Анджелесе и Сан-Диего, где ее доли рынка были крошечными. В скором времени такая же участь постигла магазины в Солт-Лейк-Сити, Арканзасе, Оклахома-Сити и Канзас-Сити. Прибыльную дочернюю компанию в Великобритании также продали, чтобы уменьшить долг. В то же время британский винный ретейлер, желавший расширить свой бизнес на Соединенные Штаты, приобрел у Safeway ее проблемную сеть винных магазинов Liquor Barn.

Сделать Safeway подходящим объектом для LBO помогли ее менеджеры, которые никогда тщательно не изучали, как компания использует капитал, окупаются ли ее инвестиции и где она зарабатывает, а где теряет деньги. KKR сразу же приступила к обследованию недвижимости Safeway, чтобы выяснить, какие объекты имеют минимальную рентабельность, например продовольственные магазины, и затем от них избавиться. Оценивалось не то, сколько компания заплатила за эту собственность в прошлом, а сколько она стоит сейчас. Это позволяло составить истинное представление о том, сколько капитала было здесь заморожено, и, рассматриваемые под таким углом, многие магазины тест не прошли. И были проданы.

Между тем численность персонала в штаб-квартире сократили на 20%, а менеджеры всех уровней получили новые финансовые стимулы, поощрявшие их повышать рентабельность бизнеса и доходность инвестиций, а не увеличивать продажи любой ценой, как это было в прошлом.

В то время как магазины-склады стремительно увеличивали свою долю на рынке за счет низких цен, высокие затраты на оплату труда ставили Safeway в крайне невыгодное положение относительно конкурентов. Поэтому рядовые сотрудники ее оставшихся магазинов неизбежно приняли на себя главный удар при снижении издержек. Менеджменту удалось договориться с профсоюзами в большинстве регионов и сократить заработную плату десяткам тысяч сотрудников. Но в районе Далласа, где конкуренты Safeway не были охвачены профсоюзами, профсоюзы, действовавшие в Safeway, потребовали от менеджмента продать магазины компаниям, где есть профсоюзы, и отказались пойти на уступки по истечении контрактов. Но Safeway заявила, что без сокращения затрат на оплату труда она не сможет найти покупателя, который согласился бы купить всю сеть целиком, и поэтому предпочла закрыть 131 магазин и распродать их по отдельности, главным образом мелким сетям, не охваченным профсоюзами. Примерно 8600 сотрудников, в основном членов профсоюза, были уволены.

Новые собственники «беспощадно отсекали жир вместе с мышцами, как в активах, так и в рабочей силе Safeway, и заморозили инвестиции в модернизацию, чтобы сократить всепожирающий долг», написала *Wall Street Journal* в 1990 г. Но рост Safeway в 1990-х опроверг

это утверждение. В ходе реструктуризации Safeway сократила число магазинов с 2400 до 1400, а объем продаж — с \$20 млрд до \$14 млрд, что было фактически невыносимо для публичной компании, поскольку акционеры и инвестиционные аналитики никогда бы не смирились с такими рисками. Но, что примечательно, в течение следующего десятилетия денежный поток Safeway вырос на 250%. Капитальные расходы, которые с 1987 по 1989 г. были сокращены вдвое, в 1990 г. были восстановлены до прежнего уровня, когда задолженность Safeway уменьшилась и компания снова стала расширяться, на этот раз нацелившись на прибыльные рынки.

Фактически история покупки Safeway разоблачает многие негативные мифы о LBO. Да, было предпринято значительное сокращение рабочих мест и зарплат, но рабочая сила компании осталась на 90% охваченной профсоюзами, а продажа активов, урезание расходов и новые стимулы позволили значительно повысить рентабельность, которая была весьма посредственной на протяжении многих лет. В 1989 г., через три года после выкупа торговой сети, норма ее операционной прибыли, в 1985 г. составлявшая 2,2%, повысилась до 3,2%. Вместо того чтобы подрезать крылья, безжалостное «отсечение мышц и жира» заложило основу для экстраординарного роста, когда компания снова вышла на публичный рынок в 1990 г. После краткосрочного падения в начале 90-х акции Safeway взлетели в цене более чем в 20 раз — с \$2,81 (с учетом дробления акций) при первичном размещении в 1990 г. до \$62 в 2000 г., когда KKR продала свою последнюю долю¹⁴. Поскольку в этой сделке было использовано максимальное кредитное плечо при всего лишь 3% капитала, окупаемость получилась огромной: KKR заработала в 50 раз больше, чем вложила¹⁵. Эта сделка также опровергла распространенный миф о том, что главная цель занимающихся выкупом компаний — быстрая нажива. Несмотря на большие прибыли, полученные уже вначале, KKR держала долю в Safeway на протяжении почти 14 лет.

Стратегия, лежащая в основе реструктуризации Safeway, не была уникальным изобретением компаний, занимающихся LBO. Под влиянием новых учений о доходности капитала, продвигаемых различными школами бизнеса, советы директоров и менеджеры начали уделять все больше внимания анализу структуры своего бизнеса. Если мы продадим этот завод, то сможем ли реинвестировать полученные от продажи деньги и обеспечить более высокую доходность капитала, чем сейчас? Не стоит ли нам сконцентрироваться на самых быстрорастущих и прибыльных частях бизнеса? Может, нам стоит продать некоторые дочерние компании и вложить деньги в перспективные направления?¹⁶

Те же самые вопросы задавали себе Кравис, Робертс и им подобные бизнесмены при анализе своих инвестиций. Под давлением

огромных долгов, которыми обременялись выкупленные компании, этот процесс значительно ускорился, но такое же неослабное и беспристрастное изучение менеджментом своих компаний постепенно становилось нормой в американском корпоративном мире. Советы директоров и генеральные директора хорошо понимали, что если они не проведут такой анализ сами и не внесут необходимых изменений, за них это сделает кто-то другой — перед тем поглотив их компанию, а их самих уволив. Десятилетие, прошедшее с оглядкой на подержанных Drexel рейдеров и компании, занимающиеся LBO, глубоко впечатало этот урок в сознание менеджеров.

«Эти люди оказали сильное влияние», — говорит Роберт Брюнер, декан Дарденской бизнес-школы университета штата Виргиния. Они не только способствовали высвобождению ресурсов и избавлению от ленивых менеджеров: «Волна LBO и рейдеры действительно освободили от предрассудков наше представление о том, как компании создают стоимость и управляют ею»¹⁷.

Так началась новая эпоха рыночного капитализма, отмеченная постоянными переворотами и увеличившая опасности как для менеджеров, так и для работников. Но она также принесла с собой дисциплину и породила новые стимулы к повышению эффективности, что благотворно отразилось на экономике в целом и навсегда преобразило менталитет менеджеров публичных компаний. Если раньше фондовые рынки были густо населены компаниями, стоившими меньше, чем сумма их составляющих, то теперь менеджеры принялись устранять такой диспаритет — и рейдерам вкупе с компаниями, занимающимися LBO, становилось все сложнее находить легкую наживу.

Финансирование поглощений также усложнилось. Когда кредитные рынки наконец-то возобновили свою активность в начале 1990-х гг., кредиторы начали требовать от покупателей покрывать 20–30% и более от полной стоимости сделок за счет собственных средств, а не 5–10%, как в 1980-х гг. Это исключило из игры многих рейдеров, которые опирались на поддержку Drexel и, как правило, не имели больших резервов капитала. В 1990-х гг. рейдеры в основном перестали быть значимой силой.

Изменились правила игры и для компаний, занимающихся LBO. Отныне они не могли, как прежде, в основном полагаться на силу кредитного плеча для извлечения прибыли или просто распродавать по частям свои приобретения. Теперь им приходилось работать с компаниями более или менее в том виде, в котором они были куплены, и глубже вникать в их повседневные операции, чтобы найти способы повышения их стоимости. Отныне «создание стоимости» стало новой мантрой.

НОВЫЕ ЛИЦА

RJR Nabisco и другие купленные на заемные средства компании стали не единственными жертвами кредитного кризиса, разразившегося в конце 1989 г. От офиса KKR на Манхэттене до роскошной штаб-квартиры Drexel в Беверли-Хиллз и мелких ссудо-сберегательных учреждений в провинциальных городках — повсюду неожиданно возник дефицит кредитов. Операции Drexel с мусорными облигациями находились под подозрением с конца 1986 г., когда стало известно, что Комиссия по ценным бумагам и биржам США начала в отношении них расследование. Обвинение в инсайдерской торговле пало и на Майкла Милкена, который не только создал рынок мусорных облигаций, но и поддерживал его всеми правдами и неправдами. В декабре 1988 г. банк признал себя виновным во вменяемых ему махинациях и согласился заплатить штраф в размере \$650 млн. Милкену вынесли обвинение в марте 1989 г., и он покинул Drexel. Хотя последствия этого ощутились не сразу, но тщательно выстроенная Милкеном система взаимоотношений, использовавшаяся им для поддержания рынка мусорных облигаций и спасения просчитавшихся и балансирующих на грани краха клиентов, оказалась подорвана. Теперь проблемная компания больше не могла надеяться на то, что Милкен поможет ей рефинансировать долг и удержаться на плаву. Больше он не мог, как часто это делал, принуждать одного клиента покупать облигации другого клиента.

Таким образом, в 1989 г. рынок мусорных облигаций начал остывать, а к октябрю замерз окончательно. Ускорил его кончину несостоявшийся выкуп United Airlines ее менеджментом за \$6,8 млрд. Отказ от сделки старших кредиторов отпугнул другие банки, которые, в свою очередь, зареклись финансировать LBO. Инвесторы тоже изменили отношение к риску, а поскольку мусорные облигации были одними из самых рискованных долговых инструментов, продать их стало фактически невозможно.

Разворот рынка потопил Drexel. Столкнувшись с растущими убытками, в феврале 1990 г. банк объявил о банкротстве, забив последний гвоздь в гроб высокодоходных бумаг и ознаменовав конец эпохи. Рынок мусорных облигаций, который в период с 1986 по 1989 г. ежегодно штамповал новые выпуски на \$20–40 млрд, почти испарился. В 1990 г. объем продаж новых бумаг едва достиг \$1,4 млрд¹.

Между тем, куда более серьезные проблемы назревали вдали от банков больших городов. Ссудо-сберегательная отрасль, которая в начале 1980-х гг. была дерегулирована, рушилась на глазах. Ссудо-сберегательные кассы сыграли важную роль в финансировании десятилетнего бума на рынке недвижимости, и, движимые жадностью, кумовством и некомпетентностью, использовали депозиты для выдачи спекулятивных ссуд. В результате к концу десятилетия они стали банкротиться пачками. В 1988 г. было зарегистрировано 185 банкротств, в 1989 г. — 327². Цены на недвижимость рухнули в тех регионах США, где активно работали ссудо-сберегательные кассы, оставив полупустые офисные центры и недострой. Многие из этих учреждений также кормились из корыта Drexel, выпуская собственные мусорные облигации и покупая чужие. Когда они были поглощены, а их активы распроданы, спрос на облигации заметно упал.

Кредитный кризис и последовавшая в 1991–1992 гг. рецессия положили конец избыточно кредитуемым дорогим поглощениям предыдущего десятилетия. Шварцман лишь слегка преувеличил, сравнив отчаянные усилия DLJ продать облигации CNW в октябре 1989 г. с «попыткой влезть в последний вертолет, улетающий из Вьетнама»³. Прошло почти три года, прежде чем состоялось очередное крупное LBO, профинансированное за счет мусорных облигаций, — покупка страховой компании American Re за \$1,5 млрд KKR, которой пришлось вложить в сделку 20% собственных средств — намного больше, чем она привыкла платить.

Blackstone также пришлось снизить планку. Если средний размер ее первых шести сделок составлял \$1,1 млрд, то в 1991–1995 гг. он уменьшился до \$300 млн. Вплоть до 1996 г. Blackstone не предпринимала попыток заключить сделку в масштабе, сопоставимом с покупкой CNW за \$1,6 млрд.

Финансовый кризис по-дарвиновски беспощадно проредил ряды фондов, занимающихся выкупом на заемные средства, покалечив одни и выпотрошив другие. Партнеры Gibbons, Green, van Amerongen, первопроходца LBO с 21-летним стажем, рассорились в пух и прах, пытаясь найти виноватого в череде провальных сделок. Другая признанная компания, Adler & Shaykin, закрылась, когда большая часть из ее полдюжины инвестиций лопнула и инвесторы потребовали освободить их от обязательств по финансированию фонда. Второй по счету фонд Adler & Shaykin с капиталом \$178 млн оказался для компании последним.

Кен Миллер, в свое время восходящая звезда Merrill Lynch в сфере M&A, в 1988 г. под гром фанфар ворвался на арену LBO с образованной им Lodestar Group. А в 1989 г. вложил больше половины средств своего фонда с капиталом \$300 млн в необоснованную покупку оператора детсадов Kinder-Care Learning Centers. Когда через три года Kinder-Care обанкротился, уничтожив большую часть капитала Lodestar, взлет Кена Миллера как мастера LBO перешел в пике.

Wasserstein Perella (еще одна компания, чей первичный фонд LBO в 1988 г. наделал много шума, когда бизнес Blackstone только развивался) выжила, но была обескровлена. Как и Lodestar Group, она рискнула поставить слишком много денег на одну лошадь — покупку британской сети супермаркетов Gateway за \$3 млрд в 1989 г. — и в конечном итоге проиграла более трети своего фонда с капиталом \$1,1 млрд. Несмотря на крупные выигрыши по более мелким ставкам, таким как покупка производителя косметики Maybelline и производителя шасси Pneumo Abex, репутация Wasserstein Perella была бесповоротно испорчена провалом сделки по Gateway. Впоследствии компании, переименованной в Wasserstein & Company, больше никогда не удастся собрать такой же крупный фонд LBO, как вначале.

Столь жесткая встряска бесповоротно изменила баланс сил в данной области. KKR уже не доведется безоговорочно доминировать, как это было в 1980-х гг. Что же касается Blackstone, то, выжив и сохранив деньги инвесторов, в то время как ее более раскрученные конкуренты потерпели поражение, она укрепила свои позиции и отныне могла конкурировать со всеми на равных условиях.

Произошедший сдвиг также подготовил арену для выхода на передний план нового поколения игроков. Некоторые из них начали деятельность примерно в то же время, когда Blackstone провела первую сделку. Четверо новичков, наряду с KKR и Blackstone, станут доминировать в 1990-е гг.

В 1987 г. в Вашингтоне, округ Колумбия, Дэвид Рубинштейн, известный своей бесцеремонностью бывший адвокат и высокопоставленный чиновник в администрации президента Картера, и Уильям Конвей, бывший финансовый директор MCI Communications, создали Carlyle Group, занявшую уникальную нишу на рынке благодаря хорошему знанию ее учредителями всех входов и выходов в правительстве. Первым крупным успехом Carlyle стало приобретение GDE Systems, производителя электроники для оборонных нужд, которого она купила в 1992 г. и продала в 1996 г., восьмикратно окупив свои деньги⁴. Поскольку большинство ее первых успешных сделок было проведено в оборонной и аэрокосмической отраслях, за компанией закрепилась репутация ориентированного на Вашингтон игрока, хотя вскоре она расширила свою деятельность на зарубежные рынки и другие сектора.

Примерно в то же время в Техасе харизматичный организатор сделок Том Хикс, заработавший состояние на покупках производителей безалкогольных напитков Dr Pepper и Seven-Up, рассорился со своим давним партнером Робертом Хаасом и в паре с новым партнером Джоном Мьюзом собрал фонд прямых инвестиций с капиталом \$250 млн. Одной из первых сделок новой компании Hicks, Muse & Company, созданной в 1989 г., стала покупка увязшего в долгах производителя молочной продукции Morningstar из Хьюстона. Они влили в него \$30 млн капитала, провели финансовое оздоровление и чуть больше года спустя вывели на биржу. На этой быстро провернутой сделке они «надоили» более чем четырехкратную прибыль⁵.

Еще две крупные восходящие звезды, Леон Блэк и Дэвид Бондерман, появились на небосклоне год или два спустя, в начале 1990-х гг., когда бизнес LBO фактически сошел на нет. Они показали себя ловкими дельцами, умело используя кризис в своих интересах и скупая неблагополучные компании по бросовым ценам.

Высоченный Леон Блэк, своей устрашающей статью похожий на полузащитника в американском футболе, был одним из светил Drexel, где в 30 с небольшим лет дослужился до руководителя группы M&A. Работая в нью-йоркском офисе Drexel, он инициировал множество поглощений, подключая затем для финансирования Майкла Милкена в Беверли-Хиллз. Скандалы и крах Drexel не затронули Блэка, он доказал, что способен, как хамелеон, приспосабливаться к меняющейся обстановке. В 1991 г., когда экономика переживала худшие времена, а рынок мусорных облигаций достиг дна, регулирующие органы штата Калифорния наложили арест на активы страховой компании Executive Life Insurance Company, одного из главных клиентов Drexel, — она разорилась, когда принадлежавшие ей мусорные облигации упали в цене. Власти штата приступили к ликвидации компании, а Блэк, заручившись поддержкой французского банка, неожиданно победил в тендере и завладел принадлежавшим страховщику портфелем мусорных облигаций стоимостью \$8 млрд по цене менее 40% от номинала. Блэк отлично знал истинную стоимость этого портфеля, потому что в свое время лично консультировал многих эмитентов. Когда экономика восстановилась, он по частям распродал ценные бумаги, заработав более \$1 млрд прибыли — и репутацию классного инвестора-стервятника⁶. Apollo Advisors, новая компания Блэка (позже переименованная в Apollo Management и затем в Apollo Global Management) в конечном итоге заработала свыше \$5,7 млрд прибыли на тех \$2,2 млрд, которые она собрала в период с 1990 по 1992 г. в виде активов Executive Life и других проблемных компаний⁷.

Бондерман, еще одно дитя бума поглощений, так же ловко сменил курс. Мозговитый бывший адвокат, известный своими непривычными пристрастиями в одежде (например, он часто сочетает клетчатые

спортивные рубашки с галстуками дикой расцветки), Бондерман осуществил серию прибыльных поглощений, будучи главным специалистом по инвестициям в компании техасского финансиста Роберта Басса. Но именно та ключевая роль, которую он сыграл в сделке по приобретению Бассом в 1988 г. обанкротившегося American Savings Bank, крупнейшего в США ссудо-сберегательного учреждения, принесла ему широкую известность как первоклассного инвестора-стервятника. Басс вложил в сделку \$400 млн главным образом заемных средств. Меньше чем через год, когда безнадежные долги банка были переданы правительству, он снова стал уверенно приносить прибыль. В результате на этих инвестициях Басс заработал пятикратную прибыль⁸.

Бондерман и Джеймс Коултер, еще один бывший сотрудник Басса, продолжили двигаться этим курсом и в 1993 г. купили находящегося в процессе банкротства авиаперевозчика Continental Airlines за \$400 млн, привлеченных у состоятельных частных и институциональных инвесторов. В итоге Бондерман и Коултер заработали на сделке в девять раз больше, чем вложили. К тому моменту они вместе с бизнес-консультантом из Сан-Франциско Уильямом Прайсом уже открыли собственную компанию Texas Pacific Group со штаб-квартирами в Форт-Уорте и Сан-Франциско, а в 1994 г. сформировали свой первый фонд LBO с капиталом \$720 млн. Они быстро стали известны как первоклассные контринвесторы* и специалисты по оздоровлению бизнеса, бравшиеся за неблагополучные в финансовом или операционном плане организации, от которых отказывалось большинство фондов прямых инвестиций.

Бондерман не соответствовал стандартам Уолл-стрит. Даже как адвокат он сделал себе карьеру не в традиционной корпоративной среде. Он жил на Ближнем Востоке, где изучал арабский язык и исламское право, а впоследствии работал в отделе гражданских прав министерства юстиции США. Как и Шварцман, Бондерман страдал пристрастием к роскошным вечеринкам. За четыре года до гулянки Шварцмана он отпраздновал собственное 60-летие с еще большим размахом — привез несколько десятков друзей в Лас-Вегас, где в Hard Rock Hotel их развлекали «Роллинг Стоунз», Джон Мелленкамп и Робин Уильямс. По слухам, это празднество обошлось Бондерману в \$7 млн, но, будучи проведенным вдали от полчищ нью-йоркских журналистов, оно обошлось лишь несколькими разрозненными упоминаниями в печати⁹.

* Контринвестирование, инвестирование от противного — стратегия, при которой инвестор вопреки рыночным тенденциям приобретает ценные бумаги, которые, по его мнению, недооценены рынком и могут в будущем восстановить свои рыночные позиции, либо продает активы (или начинает играть на понижение), в то время как эти активы пользуются наибольшей популярностью. — *Прим. ред.*

Поскольку в начале 1990-х гг. бизнес LBO был отложен до лучших времен, Питерсон и Шварцман продолжили пополнять Blackstone новыми направлениями деятельности и расширять ряды партнеров за счет высококлассных профессионалов. В 1990 г., помимо Генри Сильвермана, в команду, занимающуюся LBO, Шварцман переманил из First Boston опытного эксперта по рынкам капитала Дэвида Баттена. В следующем году Баттен договорился о сотрудничестве с Джозефом Робертом-младшим, отвечавшим за реализацию проблемной недвижимости на общую сумму \$2,3 млрд в Resolution Trust Corporation (RTC) — федеральном агентстве, призванном спасти все ценное из остатков обанкротившихся и национализированных ссудо-сберегательных касс. Проблемная недвижимость, ипотечные кредиты и сбербанки, которые RTC предстояло пустить с молотка, оценивались в десятки миллиардов долларов, и игроки на Уолл-стрит истекали слюной, оценивая перспективы ликвидационных распродаж. Баттен договорился с Джо Робертом о том, что Blackstone будет покупать недвижимость по бросовым ценам существенно ниже рыночных¹⁰. (Роберт не стал вступать в партнерство Blackstone, предпочитая остаться независимым агентом.)

Другой новый бизнес появился почти случайно как следствие необходимости инвестировать \$100 млн, полученных от Nikko. Неудачная попытка Blackstone заняться рискованным арбитражем, предпринятая в 1989 г., съела часть этой суммы, и Шварцмана бросало в дрожь при мысли о том, чтобы рисковать наличными на турбулентных рынках. В то же время компания не могла позволить себе оставить капитал в низкодоходных депозитных сертификатах на долгое время.

Баттен, на которого было возложено управление этими средствами, нашел решение. Летом 1990 г. он предложил Blackstone разделить деньги на части и инвестировать их в полдюжины успешных хедж-фондов. (Их так называли, потому что они хеджировали инвестиции, распределяя средства по различным ценным бумагам и валютам и играли на понижение, если ожидали падения рынка.) Их цель состояла в том, чтобы зарабатывать деньги не только на растущих, но и на падающих рынках, и лучшие из фондов обычно переигрывали по доходности фондовый рынок. В то время хедж-фонды были лишь малой галактикой в финансовом космосе, но в их рядах уже появились несколько признанных звезд, таких как Джордж Сорос, Майкл Стейнхардт, Пол Тюдор Джонс-второй и Джулиан Робертсон.

Поначалу Шварцман не принял предложение Баттена, но затем согласился, и Баттен приступил к созданию фонда фондов, распределив капитал среди шестерых управляющих (самым известным среди них был Робертсон). Но Шварцман, который был далек от трейдинга и панически боялся убытков, натренированным глазом ежемесячно проверял отчеты. «В первый месяц фонды заработали доходность 3%, и Стив был счастлив, — вспоминает Баттен. — Во второй месяц они заработали

доходность 4%, и Стив стал еще счастливее». Но вдруг за четвертый месяц Робертсон показал убыток в 4%, и Шварцман вышел из себя.

«Как такое могло произойти?! — кипятился он. — Уволить его! Уволить Робертсона!»

Баттен ответил, что Робертсон заработал приличную доходность с того момента, как Blackstone поместила деньги под его управление. Результатам хедж-фондов присуща волатильность, объяснил он, и один плохой месяц не обязательно обуславливает плохой год.

Робертсона не уволили. На протяжении многих лет, преодолевая случайные неудачи, фонд фондов генерировал замечательно стойкую доходность, и впоследствии Blackstone открыла его для внешних инвесторов, принесших с собой десятки миллиардов долларов, которые стали для компании новым важным источником комиссионных доходов¹¹.

А вот бизнес LBO, хотя и оставался основным, по-прежнему был источником головной боли, несмотря на реформы, проведенные Шварцманом после неудачи с Edgcomb. Первая крупная сделка Blackstone в 1990-е гг. по покупке компании Hospitality Franchise Systems, ставшая и первым приобретением проблемного актива, развалилась также быстро, как и в случае с Edgcomb.

Генри Сильверман, руководивший в Blackstone сделкой с HFS, был знаком с бизнесом гостиничного франчайзинга с тех времен, когда работал на финансиста и корпоративного рейдера Сола Стейнберга, для которого произвел успешное приобретение гостиничной сети Days Inn of America. Стейнберг был одним из первых рейдеров, и в 1968 г., в возрасте всего 29 лет захватил контроль над страховой компанией Reliance Insurance Group, используя метод враждебного поглощения, а в следующем году предпринял бесперспективную и в итоге безуспешную попытку купить Chemical Bank. В 1980-е гг. Стейнберг и Reliance были главными добытчиками в банде мародеров Drexel. В этот период на протяжении шести лет Сильверман управлял у Стейнберга фондом LBO, проводившим, однако, в основном дружественные сделки, включая покупку Days Inn. (Впоследствии пути Стейнберга и Blackstone пересекутся еще раз: в 2000 г., когда финансовая империя Стейнберга рухнула, ему пришлось распродать много личного имущества, в том числе роскошные двухэтажные апартаменты на Парк-авеню, 740. Квартиру, как сообщалось, за \$30 млн купил Стив Шварцман¹².)

Покупая HFS, Blackstone воспользовалась финансовыми осложнениями Prime Motor Inns, одного из крупнейших в мире операторов и франчайзеров отелей и мотелей средней ценовой категории. В 1990 г. Prime столкнулся с проблемами и был вынужден продавать собственность, чтобы расплатиться с долгами. Сильверман ухватился за шанс получить контроль над двумя самыми ценными активами Prime — работающей на условиях франшизы Howard Johnson и исключительной

лицензией на использование франшизы Ramada. Хотя гостиничный бизнес носит циклический характер и подвержен подъемам и спадам в зависимости от сезона и состояния экономики, франшизные сборы лишь частично связаны с доходами отелей и являются относительно стабильными, поэтому сделка казалась вполне надежной для LBO. Более того, Blackstone покупала компанию по разумной цене — за \$195 млн, или за шестикратный денежный поток¹³.

Но месяц спустя, день в день, после закрытия сделки, 2 августа 1990 г. Ирак вторгся в Кувейт, что не было предусмотрено в инвестиционном сценарии Blackstone. Почти сразу же, поскольку стало ясно, что Соединенные Штаты вступят в войну, чтобы освободить Кувейт от армии Саддама Хусейна, цены на нефть резко взлетели, а объемы бронирования гостиниц, наоборот, резко упали, поскольку люди испугались возросших затрат и рисков, сопряженных с путешествиями. «Наши объемы бронирования рухнули, — вспоминает Сильверман. — За один день они упали на 30–40%».

Инвестиции оказались под угрозой. Проблема была в том, что HFS фактически не владела названием Ramada; она просто купила лицензию на его использование у крупнейшего гонконгского конгломерата в сфере недвижимости New World Development, который, в свою очередь, имел право отозвать лицензию, если HFS нарушит обязательства по уплате роялти, что вскоре и произошло. Потеря права на использование Ramada лишила бы HFS существенной части ее стоимости. А на том этапе истории Blackstone еще одну неудачу компания могла бы и не пережить. «Когда я пришел в Blackstone, она уже пережила проблемы с Wickes и Edgcomb, — говорит Сильверман. — Фонд был образован сравнительно недавно для того, чтобы инвесторы Blackstone начали паниковать, но все же они были крайне обеспокоены. Если бы и эта сделка потерпела фиаско, то, вполне вероятно, наступил бы конец и для фонда, и, возможно, для самой Blackstone».

Сильверман и Шварцман попытались договориться о небольшой передышке с New World. После обмена факсами с управляющим директором New World Генри Ченом, отец которого основал этот бизнес, в сентябре Шварцман и Сильверман полетели в Гонконг, чтобы лично встретиться с Ченом и постараться предотвратить дальнейшее ухудшение ситуации.

Чен спросил, почему он не должен отзывать лицензию. В ответ Шварцман предложил New World более высокий процент от прибыли HFS, повторив предложение, сделанное ранее по факсу. «Я уверен, что мы можем прийти к соглашению», — заявил Шварцман.

Однако Чена не устроило это предложение. «Может, вам стоит пройти в соседнюю комнату для переговоров и там придумать что-нибудь, способное действительно меня заинтересовать?» — сказал он и отправил американцев в помещение с гигантским аквариумом.

Глядя на тропических рыб, Шварцман и Сильверман размышляли над своим неприятным положением и в итоге сформулировали-таки, как им показалось, реальный компромиссный вариант. Но Чен отверг его как неприемлемый. «Попытайтесь придумать что-нибудь получше», — предложил он, и американцы вернулись в комнату для переговоров. Их следующий вариант, выработанный через несколько минут, также не заинтересовал Чена.

Время приближалось к полудню, и Чен предупредил их, что через 15 минут покинет офис. «В двенадцать я собираюсь поехать поиграть в гольф. Если к тому моменту не придем к какой-либо договоренности, мы заберем компанию».

И американцы поплелись обратно в комнату для переговоров. Шварцман мрачно взирал на резвящихся в воде ярких рыбок и представлял себе, как вся его карьера может лопнуть, подобно воздушным пузырькам в аквариуме.

Через несколько минут Шварцман и Сильверман снова вошли в кабинет Чена и предложили ему очередной вариант. На этот раз Чен мгновенно согласился.

Прежде чем уехать в гольф-клуб, он признался, что просто играл с ними.

«Знаете, я никогда бы не стал забирать эту компанию, поскольку слышал, что Генри Сильверман — очень хороший управляющий, а США находятся довольно далеко отсюда, — вспоминает его слова Шварцман. — Я и вправду был рад, что вы купили ее. Спасибо за ваше предложение».

Шварцман почувствовал такое облегчение, что даже не обиделся на Чена за его проделку¹⁴.

Несмотря на проблему с HFS, другие ранее приобретенные активы Blackstone — Collins & Aikman, CNW, Transtar и небольшие инвестиции в химическую компанию — пережили рецессию без кризисов. Хотя найти финансирование для новых крупных покупок по-прежнему было невозможно, но в конце 1992 г. экономика проявила первые признаки восстановления, и рынок IPO начал оживляться, поэтому у Blackstone появился шанс показать, как хорошо работают ее инвестиции, выведя некоторые принадлежащие ей компании на рынок.

Как правило, при таких IPO крупные акционеры наподобие Blackstone продают в лучшем случае лишь небольшую долю. Обычно рынок не может поглотить все акции компании разом, и потенциальные инвесторы могут насторожиться, если сочтут, что нынешние владельцы просто хотят смыться. Во многих случаях они вообще не продают своих акций, и IPO состоит исключительно из дополнительной эмиссии, составляющей 15, 20 или 25%. Хотя новые акции размывают долю имеющихся инвесторов, IPO привлекает капитал для бизнеса

и устанавливает рыночную стоимость акций, что позволяет акционерам впоследствии продать свои доли и зафиксировать прибыль.

CNW первой из компаний Blackstone провела IPO. В апреле 1992 г. железнодорожная компания продала на бирже 22% акций. Она была оценена в 12,3 денежного потока CNW¹⁵ (при выкупе Blackstone заплатила цену исходя из 7,2 денежного потока), ее рыночная капитализация составила \$3,2 млрд — в два раза выше ее цены покупки в \$1,6 млрд. Столь щедрая прибавка частично отражала 20%-ный рост денежного потока CNW, но главным образом свидетельствовала об огромном аппетите рынка на новые эмиссии. «CNW не достигла ни одного целевого показателя по доходности. Наши операционные прогнозы оказались неверными. Но оценка полной стоимости оказалась правильной»¹⁶, — говорит Говард Липсон. Продав последнюю акцию CNW в августе 1993 г., Blackstone получила 217% прибыли по первоначальным инвестициям в размере \$75 млн и заработала 34,2% валовой годовой доходности.

Удивительно, но в следующий раз IPO принесло компании богатый урожай благодаря HFS. Спустя год после изматывающих переговоров с Генри Ченом Шварцман и Сильверман расширили HFS, выкупив еще одного обанкротившегося франчайзера — Days Inn of America, некогда принадлежавшего прежнему боссу Сильвермана Солу Стейнбергу. В 1989 г. Сильверман организовал продажу этой сети за \$765 млн одному из крупнейших ее франшизополучателей Tollman-Hundley Hotels. Цена была заоблачной — в 14 раз больше денежного потока Days Inn. Сильверман и Стейнберг охотно взяли такие деньги, хотя Сильверман считал, что цена чрезвычайно завышена, и был уверен в том, что Days Inn обречена на банкротство.

«Когда Генри пришел в Blackstone, то заявил нам, что, возможно, мы сможем купить Days Inn, — вспоминает Шварцман. — Он сказал: «Не знаю, почему за нее столько заплачено, но они наверняка не сумеют осилить расходы на обслуживание долга, потому что этот бизнес не может расти достаточно быстро, чтобы покрыть их»»¹⁷.

Как и предсказывал Сильверман, в сентябре 1991 г. Days Inn объявила о банкротстве, что позволило Blackstone завладеть компанией за \$259 млн, т. е. за треть той цены, по которой Сильверман продал ее в 1989 г. Поскольку у HFS уже имелась собственная франчайзинговая инфраструктура, слияние создало возможности для значительного снижения затрат. Персонал, который занимался франшизами Howard Johnson и Ramada, в своем большинстве без труда сумел бы взять на себя и управление франшизами Days Inn, поэтому большинство сотрудников Days Inn можно было сократить. В течение следующего десятилетия именно такая возможность — объединить депозиты и сократить персонал — подталкивала к слиянию многие банки, а также являлась подоплекой тысяч корпоративных слияний, проходивших под знаком того, что генеральные директора уклончиво называли

«синергией расходов». Еще одно проявление черствой природы капитализма... С точки же зрения акционеров, это приобретение значительно повысило стоимость бизнеса HFS и сделало его более устойчивым.

«По моим расчетам, благодаря наличию у нас персонала мы могли увеличить доходы на \$50 млн фактически без дополнительных затрат»¹⁸, — утверждает Сильверман.

В декабре 1992 г., когда война в Персидском заливе закончилась и спрос на путешествия и гостиницы вернулся к довоенному уровню, HFS провела первичное размещение по цене \$16 за акцию, что было на 255% выше тех \$4,50 за акцию, которые в свое время заплатила за нее Blackstone. В первый же день торгов акции подскочили в цене на 17%, а за год выросли до \$50. Blackstone вышла из сделки с HFS с прибылью \$362 млн на вложенный \$121 млн, заработав валовую годовую доходность в 59,2%.

Почти приговоренная в 1990 г. к уничтожению, Blackstone не только отошла от края пропасти, но и стала срывать один куш за другим. В декабре 1993 г., благодаря впечатляющим результатам сделок с CNW и HFS, а также успешным инвестициям в партнерстве с Time Warner в сеть тематических парков Six Flags Theme Parks, Blackstone сформировала новый фонд LBO с капиталом \$1,3 млрд, что почти вдвое превосходило размер ее предыдущего фонда, созданного в 1987 г. Привлечь финансирование и на этот раз было непросто. Японские рынки и экономика вступили в период затяжной стагнации после того, как на фондовом рынке и рынке недвижимости лопнул надувавшийся на протяжении десятилетия пузырь. Процветавшие в период экономического бума японские банки теперь были обременены безнадежными кредитами и активами, что вынуждало их на всем экономить. Все японские финансовые институты, вложившие деньги в первичный фонд Blackstone, за исключением Nikko, отказались участвовать во втором фонде. Но Blackstone частично заполнила пробел за счет других инвесторов первичного фонда, включая несколько государственных пенсионных фондов, которые во все большем количестве начали включать фонды прямых инвестиций в свои инвестиционные портфели¹⁹.

Новый фонд позволил Blackstone опередить Clayton, Dubilier & Rice и стать третьим по величине игроком в иерархии LBO. Крупнее ее были только два постоянных лидера — KKR и Fosrtmann Little.

РАЗВОДЫ И БИТВА УМОВ

Даже если порой казалось, что нет более полярных личностей, чем Питерсон и Шварцман, все же в одном они были схожи — их объединяла страстная тяга к общественному признанию. Шварцману требовалось демонстрировать себя, это было очевидно для всех. Стремление Питерсона играть роль мудреца, размышляющего об интересах общества, было более завуалированным, но не менее настоящим.

Пожалуй, наиболее наглядно личности и амбиции этих двух людей, а также несовместимость их как партнеров предстали в воскресном выпуске *New York Times* от 16 сентября 1990 г. По причуде редакционного планирования оба заняли в номере видные места. На странице комментариев Питерсон излагал свое мнение в серьезной статье¹ объемом 1400 слов, призывая Конгресс США принять долгосрочную программу по сокращению дефицита федерального бюджета, что было навязчивой идеей автора. А в глянцевого вкладыше «Мужская мода Times»² на фотографии в три четверти страницы красовался генеральный директор Blackstone в шерстяном костюме от Алана Флассера за \$1300 и подобранном к нему галстуке из жаккардового шелка. По мнению некоторых, заправленные в ботинки брюки подчеркивали небольшой рост Шварцмана. Питерсон счел это появление партнера в образе манхэттенского денди настолько забавным, что на следующий день прикрепил фотографию из *Times* на видном месте в офисе на Парк-авеню. У всех, кто проходил мимо, она вызвала смех. «Питу показалось это забавным, — вспоминает бывший партнер Blackstone. — Стив же разозлился»³.

Блиские знакомые Питерсона восприняли это как еще одно проявление его непреодолимой озорной склонности поддразнивать окружающих. Иногда он шутил безжалостно, но отстранявшийся от внешнего мира Питерсон нередко использовал шутки и для выражения симпатии, они стали для него своего рода ритуалом укрепления эмоциональных связей с человеком. Даже Шварцман, который бывал легкоранимым,

спокойно воспринимал колкости Питерсона и платил ему той же монетой. «В те времена Стив и Пит были очень близки, — вспоминает Джонатан Колби, партнер в Carlyle, работавший в Blackstone в начале 1990-х. — Каждый из них знал, что думает другой. Казалось, они общаются телепатически»⁴.

Но со временем между ними стала нарастать напряженность, и связывавшие их товарищеские узы ослабли. Сложно сказать, отчего это произошло, но некоторые считают, что все началось в 1992 г., когда была сокращена доля участия Питерсона в прибылях. С момента основания компании Питерсон и Шварцман полностью контролировали бизнес LBO и M&A и имели равные доли участия в прибыли, на тот момент составлявшие примерно по 30%. Каждый из них по мере появления новых партнеров уступал им равную часть своей доли, так что их доли уменьшались одинаково. Но в 1992 г. они договорились о том, что отныне Питерсон будет отдавать новым партнерам больше, чем Шварцман, в результате чего год за годом причитающаяся ему доля в прибыли неуклонно уменьшалась. Хотя было очевидно, что Шварцман делает для Blackstone гораздо больше, чем Питерсон, такая финансовая реорганизация положила конец их равному партнерству и закрепила главенствующую роль Шварцмана в компании, которую он создавал и развивал вместе с Питерсоном⁵.

«Я считал справедливым, что наши доли должны уменьшаться с приходом новых партнеров. И я также считал справедливым, что моя доля должна уменьшаться больше, чем его»⁶, — поясняет Питерсон.

Карьера ученого и публициста отнимала у Питерсона много времени, и он давно уступил руководство компанией более молодому соучредителю. К тому же его доля в прибыли все равно оставалась весьма весомой, и, отличаясь от доли Шварцмана не более чем на 5 процентных пунктов, и была намного больше, чем у любого другого партнера.

Не разделение прибыли отдалило их друг от друга, а разные жизненные ценности и образ жизни, утверждает друг Питерсона, инвестиционный банкир. «Со стороны Пита не деньги послужили тому причиной. Для Пита деньги не имели такого значения, как для Стива, — говорит он, описывая материальные устремления Питерсона как весьма скромные, — разумеется, по сравнению со Шварцманом. — Питу в конце концов надоел образ жизни Стива, его стремление выставлять напоказ свое богатство и привлекать к себе внимание. Пит совсем другой»⁷.

«Пит считал, что зарабатывать деньги нужно не для того, чтобы потом кичиться перед всеми тем, как много ты заработал, — говорит их общий знакомый. — У Стива же с этим не возникало проблем»⁸.

Несмотря на то что по сей день они расхваливают свои отношения как «самое долгосрочное партнерство на Уолл-стрит», к 2000 г. трения между ними усилились, и в разговорах с друзьями каждый из них ворчал на партнера. Шварцман сетовал, что Питерсон кладет в карман

миллионы, хотя мало что делает для компании, а Питерсон иронизировал по поводу глупого хвастовства Шварцмана своим состоянием.

Были и другие источники напряженности в топ-менеджменте, из-за чего компания меняла партнеров чаще, чем собака меняет шерсть. В 1992 г., спустя всего два года после того, как Шварцман переманил Дэвида Баттена из First Boston в свою команду LBO, последний покинул компанию ради высокой должности в Lazard Frères, а Джо Роберт, которого в 1991 г. Баттен нанял в совместное предприятие с Blackstone для покупки проблемной недвижимости, перешел в Goldman Sachs. Ергер Джонстон, светило в области M&A, пришедший из Morgan Stanley в 1991 г., продержался меньше трех лет. Даже по свободным меркам Уолл-стрит текучесть кадров в Blackstone была очень высокой.

Куда более серьезные последствия для компании имел уход в период с 1991 по 1994 г. Генри Сильвермана, Роджера Альтмана и Ларри Финка, практически выкосивший ее руководство по основным направлениям деятельности.

Первым ушел Сильверман, и не потому, что допустил промах. Наоборот, он был верхом компетентности — на шесть лет старше Шварцмана, расчетливый, хладнокровный, властный профессионал с наметанным глазом на выгодные сделки. Шварцману очень нравился его стиль, и он до сих пор с восхищением вспоминает, как по приходе в Blackstone Сильверман предсказал, что гостиничную сеть Days Inn вскоре ожидают проблемы и что Blackstone сможет выкупить ее за дешево⁹.

Полезность Сильвермана для Blackstone ни у кого не вызывала сомнений. Причина его ухода была в другом. Страховая компания Prudential Insurance, якорный инвестор первичного фонда Blackstone, имела на Сильвермана зуб с тех времен, когда он управлял Reliance Capital, инвестиционным подразделением компании Reliance Insurance, принадлежащей финансисту Солу Стейнбергу. В 1987 г. Prudential приобрела агентство телевизионной рекламы John Blair Communications у компании Telemundo, принадлежавшей Reliance Capital. Prudential значительно переплатила за Blair, и вскоре после его приобретения агентство пошло ко дну. Prudential подала в суд на Reliance Capital и Telemundo, утверждая, что они сознательно исказили информацию о положении дел в John Blair Communications. В 1991 г. судебный процесс все еще продолжался, когда Prudential, узнав, что Сильверман объявился в Blackstone, надавила на Шварцмана и Питерсона с тем, чтобы они его уволили.

«Prudential считала крайне затруднительным вести тяжбу против одного из ключевых руководителей фонда Blackstone, где она была ведущим инвестором»¹⁰, — поясняет Гэри Трабка, менеджер Prudential, который в тот период курировал ее инвестиции в фонде Blackstone.

Шварцман лично изучил дело и пришел к выводу, что Сильверман, скорее всего, невиновен, но они с Питерсоном понимали, что у них нет

иного выбора, кроме как уступить своему инвестору. Однако Сильверману не пришлось искать новую работу. Он просто занял кресло председателя совета директоров и генерального директора в гостиничной системе Hospitality Franchising Systems, которую сам же помог купить Blackstone за год до этого. Blackstone выделила ему долю в акционерном капитале HFS и предоставила полную свободу действий по управлению бизнесом. Выходное пособие оказалось просто шикарным, поскольку в 1992 г. HFS провела IPO, и за следующие 15 лет Сильверман преобразовал ее во франчайзинговую империю Cendant Corporation, контролировавшую такие ведущие бренды, как брокерские агентства недвижимости Coldwell Banker и Century 21, сети проката автомобилей Avis и Budget, гостиничную сеть Wyndham и системы резервирования Travelport и Orbitz. (Иск Prudential по John Blair Communications в конечном итоге был, по словам Сильвермана, урегулирован за \$20 млн¹¹.)

Уход Роджера Альтмана получился далеко не таким тривиальным. В его случае главными поводами для раздора стали лояльность и деньги. Дело в том, что Шварцман затаил на Альтмана обиду за отказы на их с Питерсоном настойчивые просьбы перейти в Blackstone, пока компания не закончила формирования первичного фонда. Альтман дорого заплатил за свое колебание, получив всего лишь 4%-ную долю в компании. Он вскоре, словно мощным магнитом, стал притягивать в Blackstone доходы, обеспечивая приличный поток комиссионных за консультационные услуги по слияниям и поглощениям и организовав две наиболее успешных покупки в первые годы существования фонда — Transtar и Six Flags. Разумеется, незначительная доля в компании вызывала у него возмущение.

«Раскол между Роджером и Стивом с Питом произошел из-за того, что Роджер действительно переживал из-за своих акций», — считает бывший партнер Blackstone.

Несколько лет Альтман боролся за больший кусок пирога, и в начале 1992 г. Шварцман и Питерсон уступили ему, увеличив его долю примерно до 7%¹².

Но перемирие длилось недолго. Альтмана всегда привлекала политика, и в свое время он даже прервал карьеру в Lehman для того, чтобы поработать в администрации Картера. Вскоре после увеличения его доли в Blackstone он стал негласно участвовать в предвыборной президентской кампании своего друга и однокурсника по Джорджтаунскому университету Билла Клинтона. Эта деятельность отнимала у него массу времени в ущерб работе на Blackstone. Питерсон, который был наставником Альтмана в Lehman, как никто другой понимал его увлеченность политикой. Вспоминает Остин Бейтнер, бывший партнер Blackstone и друг Альтмана: «Когда я решил уйти из Blackstone ради поста в правительстве, Пит одним из первых поздравил меня с этим назначением. Я уверен, что точно так же он отнесся и к выбору Роджера»¹³.

Шварцман был менее великодушен. «Почти сразу после того как ему увеличили долю, Роджер начал тратить почти треть своего рабочего времени на предвыборную кампанию. Стива это не обрадовало», — вспоминает бывший партнер фирмы.

События в личной жизни Шварцмана только усиливали его раздражение. В 1990 г. его жена Эллен подала на развод и стала требовать от него огромных отступных. «Вся эта история с Роджером, требовавшим увеличить его долю в партнерстве, происходила как раз в то время, когда Стив считал, что будет вынужден отдать половину своего состояния Эллен», — говорит бывший партнер Blackstone. «Шварцман изливался коллегам, жалуясь на Эллен, пожелавшую отнять у него 50% состояния, — вспоминает другой экс-партнер. — Он изводил нас своими жалобами». (Поскольку на тот момент состояние Шварцмана оценивалось примерно в \$100 млн, Эллен, по-видимому, претендовала на \$50 млн или того больше.)

Развод еще сильнее укрепил Шварцмана в намерении защищать с трудом заработанное богатство. Он больше не собирался делиться своей долей с партнером, который потом будет пренебрегать работой в компании. «Даже самую крошечную долю в Blackstone приходилось вырывать у Стива зубами. Он был не из тех, кто милостиво раздает акции», — говорит тот же бывший партнер.

В январе 1993 г., когда Альтмана назначили заместителем министра финансов в новом правительстве Клинтона, он снова скрестил шпаги со Шварцманом и Питерсоном по поводу денег. На этот раз предметом спора стала его потенциально ценная 3%-ная доля в Blackstone Financial Management, быстрорастущей компании под управлением Ларри Финка, специализировавшейся на инвестициях в бумаги с фиксированным доходом. Альтман цепко держался за свою долю в BFM, но основатели Blackstone отказали ему под предлогом потенциального конфликта интересов. Ведь тот факт, что высокопоставленный чиновник министерства финансов владел значительной долей в компании, торгующей казначейскими ценными бумагами, не выдерживал никакой критики¹⁴.

В 1994 г. Альтман покинул Вашингтон с еще большими передрыгами. В августе ему пришлось уйти в отставку из-за вмешательства в проводимое конгрессом расследование по делу Whitewater — финансового и политического скандала, который вырос на почве сомнительных сделок с земельными участками в штате Арканзас в 1980-е гг. и в котором оказались замешаны Билл и Хиллари Клинтон. Хотя против четы Клинтонов не выдвинули обвинения в связи с их ролью в этом деле, но других фигурантов дела Whitewater осудили за мошенничество. Когда Альтман вернулся в Нью-Йорк, то, по словам его друга, Роджер был уверен, что Шварцман и Питерсон забудут прошлое и попросят его вернуться в компанию, но такого приглашения не последовало¹⁵. Тогда Альтман открыл

собственную фирму Evercore Partners, быстро утвердившуюся в качестве ведущего консультанта по вопросам M&A и прямых инвестиций.

«То, что ему не предложили вернуться обратно, не имело никакого отношения к делу Whitewater, — убежден бывший партнер Blackstone. — Это целиком было связано с тем, что происходило до того»¹⁶.

Уход Альтмана оставил зияющую дыру в операциях Blackstone по слияниям и поглощениям, что усугублялось сокращением вовлеченности Питерсона в дела компании. Другие направления деятельности после 1992 г. развивались семимильными шагами, а группа M&A буксовала на месте. Ее неспособность угнаться за взрывным ростом этого бизнеса у Брюса Вассерштайна раздражала Шварцмана, несмотря на то что он оставил Вассерштайна далеко позади на арене LBO.

Какой бы значимой ни была потеря Альтмана, но тяжелее всего отразился на компании уход Ларри Финка. К началу 1992 г. активы под управлением BFM взлетели до \$8,1 млрд и совместное предприятие зарабатывало \$13 млн в год после вычета налогов¹⁷. В середине 1992 г. дела шли так хорошо, что Финк и Blackstone уже строили планы по привлечению внешнего капитала через IPO. На тот момент Финк, Ральф Шлосстайн и другие старшие менеджеры BFM в совокупности владели через партнерство 45% бизнеса, тогда как Blackstone Group и ее партнеры — еще 35,3%. Большая часть оставшейся доли принадлежала Финку и Шлосстейну лично.

Но в скором времени Финк и Шварцман столкнулись лбами из-за денег. С целью привлечения в компанию первоклассных профессионалов Финк настаивал, чтобы ему предоставили право выделять им долю в BFM, т. е. использовать ту же приманку, при помощи которой Шварцман в свое время заманил Финка в Blackstone. До тех пор Шварцман и руководители BFM именно так и поступали, регулярно отдавая часть своей доли вновь прибывшему старшему персоналу. Но после того как доля Blackstone уменьшилась почти до 35%, Шварцман подвел черту, заявив Финку, что материнская компания не может позволить себе и дальше делиться акциями.

Некоторые связывают неуступчивость Шварцмана с его бракоразводным процессом. «Его измучили мысли об этом, — поясняет бывший коллега Шварцмана. — Представьте, что деньги для вас имеют такое же значение, как для Стива, и вот вы осознаете, что можете потерять половину с трудом заработанного состояния. Естественно, что вы станете несговорчивым».

Ситуация зашла в тупик, и Шварцман оказался на пороге второго развода — теперь между Blackstone и группой Финка. Убеденный в том, что Blackstone стала тормозом для его великих замыслов, Финк отложил планы IPO и потребовал немедленной продажи своего подразделения. Шварцман сначала решительно этому воспротивился,

но потом уступил¹⁸. В июне 1994 г. фирма, которая к тому времени сменила название на BlackRock Financial Management и увеличила активы до \$23 млрд, была продана PNC Bank Corporation of Pittsburgh за \$240 млн¹⁹. Партнеры Blackstone прилично заработали на этой продаже, положив в карман \$80 млн вдобавок к \$30 млн, полученным ими от BFM в качестве дивидендов за предыдущие шесть лет²⁰. Шварцману лично досталось больше \$25 млн, чего ему хватило для того, чтобы откупиться от Эллен. (Хотя точная сумма, предусмотренная бракоразводным соглашением, никогда не раскрывалась, но, по данным Business Week²¹, она превысила \$20 млн.)

BlackRock продолжала превосходить даже самые смелые мечты Финка. За следующее десятилетие она превратилась в инвестиционную империю с \$1,2 трлн активов, главным образом ценных бумаг с фиксированным доходом и ценных бумаг в сфере недвижимости. В 2006 г., изменив структуру собственности, BlackRock вышла на фондовый рынок и к 2010 г. стала крупнейшей в мире публичной управляющей компанией, в два раза больше своего ближайшего конкурента, с \$3,2 трлн активов и 8500 сотрудниками в 24 странах. На Уолл-стрит Финка признали «королем» наравне со Шварцманом. Ныне он является советником президента Обамы по вопросам оздоровления экономики США.

Впоследствии Шварцман открыто признал²², что поторопился с продажей BlackRock. Хотя он лично заработал на этой сделке кругленькую сумму, но если бы сохранил хотя бы 3% в BlackRock — меньше трети от доли, которой владел на момент ее продажи PNC, то в 2010 г. стал бы богаче примерно на \$1,3 млрд.

После вынужденного ухода Генри Сильвермана из Blackstone группа LBO сократилась до минимума. Она состояла из нескольких подающих надежды молодых специалистов и Дэвида Стокмана, единственного корифея средних лет, интеллектуала с трудным характером.

Чрезвычайно динамичный Стокман заставлял свой мозг работать на предельных оборотах, потребляя больше кофеина и никотина, чем французский экзистенциалист. Казалось, он никогда не выпускал из рук кружку и сигарету, попеременно то с жадностью глотая кофе, то глубоко затягиваясь. Позже он бросил курить, но пристрастие к кофеину осталось. Партнер Blackstone Чин Чу, в то время младший сотрудник, вспоминает, как однажды они со Стокманом полетели в город Кокомо, штат Индиана (в 80 километрах к северу от Индианаполиса), где находилась штаб-квартира принадлежавшей Blackstone машиностроительной компании Haynes International. Однако, когда они прибыли на место и сели в арендованный автомобиль, Стокман повел машину в другом направлении. Чу спросил, куда они едут, и Стокман ответил: «Ближайший Starbucks есть только в Индианаполисе». Потратив два

часа на поездку до столицы штата и обратно, они наконец-то добрались до офиса *Naupes*²³.

Лихорадочный темперамент Стокмана то забавлял, то озадачивал его сотрудников, которые поражались способности начальника поглощать огромное количество данных. Но в начале 1990-х гг. стало очевидно, что кудесник из правительства Рейгана оказался ненадежным экспертом в оценке сделок. Да, он не ошибся с *Edgcomb*, заранее предупредив Шварцмана о рискованности этого выкупа. Но он сделал столь же мрачные прогнозы по другим инвестициям *Blackstone*, впоследствии оказавшимся успешными, таким как *Transtar*, *Days Inn* и *Six Flags*. В то же время, купленная с его подачи компания *Collins & Aikman* (бывший конгломерат *Wickes*) боролась за выживание.

Дело было не в том, что иногда Стокман ошибался, а в том, что у него почти не осталось друзей в компании из-за заносчивой манеры, с которой он отвергал сделки, предлагаемые другими партнерами. В 1991 г. Стокман прибыл на заседание инвестиционного комитета в сопровождении двух ассистентов, вооруженных графиками и таблицами. Он подготовился к сражению против планируемого приобретения оператора развлекательных парков *Six Flags*, переживавшего тяжелые времена при прежнем владельце *Wesray Capital*; в сделку предполагалось вложить \$81 млн собственного капитала. *Blackstone* и ее партнер по выкупу *Time Warner* разработали план реанимации бизнеса: они решили активизировать телевизионную рекламу и использовать принадлежавших *Time Warner* популярных персонажей анимационного сериала «Веселые мелодии» (*Looney Tunes*), чтобы вернуть интерес детей к паркам. В перспективах полного обновления *Six Flags* были уверены все участники сделки: *Time Warner*; Роджер Альтман (он воспользовался случаем и нанял для руководства *Six Flags* Боба Питтмана, соучредителя *MTV* и гуру медиа-маркетинга); Генри Сильверман, куратор сделки; и Говард Липсон, который помог Сильверману проверить проект. Стокман позволил себе с ними не согласиться.

«Дэвид прибыл на заседание с тщательно подготовленными контраргументами», — вспоминает участник той встречи. Стокман представил график, показывающий, что расходы американцев на отдых и развлечения росли в процентном отношении к уровню экономической активности, и настаивал на том, что они неизбежно должны упасть до исторической нормы. Он также проанализировал затраты на приобретение новых захватывающих аттракционов, «...ведь людям хочется все более острых ощущений, а затраты эти, как доказывал Стокман, растут, — вспоминает тот же участник. — Поэтому найти такие капиталовложения будет проблематично».

«Я думаю, что ваши прогнозы о посещаемости парков чересчур оптимистичны, а ваши расчеты по капиталовложениям занижены», — заявил Стокман.

Фактически же сделка была структурирована таким образом, чтобы защитить Blackstone в случае возникновения именно подобных проблем. Согласно договоренности между Blackstone и Time Warner, доля прибыли последней должна была увеличиться, если дела Six Flags резко пойдут в гору. Взамен Blackstone получала своего рода гарантию на минимальную доходность в 25%, если денежный поток будет расти скромными темпами. Поэтому, когда Стокман закончил свою речь, пришел черед высказаться Говарду Липсону: «Видишь ли, даже если все твои предположения верны и мы включим названные тобой показатели посещаемости и расходов на капиталовложения в нашу модель, то все равно заработаем 25% доходности».

Взволнованный Стокман уставился на таблицу Липсона. «Но это только благодаря тому, что вы так структурировали сделку», — возразил он.

«Вот именно!» — ответил Липсон²⁴.

Сильверман, Альтман и Липсон победили в споре, и в последующие месяцы ситуация развивалась в полном соответствии с их инвестиционным сценарием. В декабре 1992 г., через год после приобретения Six Flags за \$760 млн, Time Warner воспользовалась опционом и выкупила долю Blackstone в возродившейся компании за \$104 млн. Несмотря на пессимистичное пророчество Стокмана, Blackstone получила 27%-ную доходность.

Из-за подобных периодических провалов Стокману так никогда и не удалось заслужить безоговорочного доверия Шварцмана. Как и не удалось подняться до роли его первого заместителя, которую фактически исполнял Сильверман до своего ухода из компании в 1991 г., — роль, на которую Стокман в силу своей известности, опыта и возраста вполне мог претендовать. Однако эта функция постепенно перешла к молодому менеджеру, пришедшему в Blackstone из Shearson Lehman в 1987 г. на скромную должность вице-президента.

Джеймсу Моссмону было 29 лет в 1988 г., когда он разобрался в запутанных финансах Transtar, железнодорожном подразделении компании USX, и убедил руководство Blackstone сделать в него инвестиции, принесшие компании первый громкий успех. В следующем году он укрепил свой статус восходящей звезды благодаря блестящей разработке финансовой модели и умению жестко отстаивать позицию, проявленному при обсуждении ключевых условий покупки CNW. Более других им был очарован Шварцман.

«У Джеймса был запредельный IQ», — вспоминает партнер Blackstone Дж. Томилсон Хилл-третий, пришедший в компанию в 1993 г.

В свободное от работы время выпускник Университета Торонто предавался интеллектуальным развлечениям, погружаясь в астрофизику и математическую эзотерику наподобие теории струн. На фотографии в корпоративной газете Blackstone, сделанной в конце 1987 г.,

улыбающийся Моссман в очках в темной оправе стоит поодаль от группы коллег. Он похож на двойника Кларка Кента*, разве что без таких же мощных шейных мышц. Но, в отличие от этой версии Супермена, Моссман не отличался ни застенчивостью, ни кротостью. Его основным недостатком в общении (некоторые, наоборот, считали это достоинством) была неприкрытая откровенность. Если он считал идею ошибочной или глупой, то таковой ее и называл.

«Джеймс видел мир в черно-белых красках», — говорит Кеннет Уитни, долгое время бывший партнером Blackstone. И личность Моссмана тоже, казалось, была расколота надвое. «У него было отличное чувство юмора, но стоило ему сосредоточиться на чем-либо, как он становился предельно серьезным. Совсем как Джекил и Хайд», — считает Уитни. И вспоминает, как в Моссмани проявлялась одержимость и он принуждал себя по два-три дня без сна работать над сделкой: «Он признавал только одну скорость — полный вперед!»

На Парк-авеню, 345, словесные баталии между одинаково упрямыми Моссманом и Стокманом собирали толпы зевак. «Сотрудники специально приходили на заседания инвестиционного комитета, чтобы посмотреть на дебаты между Дэвидом и Джеймсом, — вспоминает партнер Blackstone Чин Чу. — Напряжение просто висело в воздухе». Когда Стокман оборонялся, то казалось, что из его ушей валит пар. Его нога резко раскачивалась вверх-вниз, речь ускорялась, тело пробирало дрожь. Моссман на протяжении всего спора сохранял хладнокровие, нанося логически выверенные элегантные контрудары.

«Джеймс излагал свою точку зрения в профессорской манере, но умел убедительно ее доказать, — говорит Чу. — Мог за несколько минут провести анализ и выделить три ключевых аспекта в любой проблеме. Это у него врожденная способность». В отличие от него, Стокман, любитель точек на графике и линий тренда, фонтанировал данными страховой статистики по пенсионному обеспечению за десятилетия или потоками показателей нефтеперерабатывающей промышленности, но часто терял за деревьями лес, вспоминают его бывшие коллеги.

Через три года после прихода в компанию Моссман стал партнером и фактически начал исполнять функцию директора по инвестициям — регулировщика, через которого должны были проходить все сделки. В этом качестве он полностью самоустранился от неприятных мелочей и волнений, сопровождающих проведение сделок. За исключением Transtar и CNW, он больше никогда не участвовал в поиске объектов для LBO или организации выкупа. В лучшем случае время от времени наскоро набрасывал оригинальную схему обеспеченного активами финансирования или что-нибудь еще в этом роде. Он никогда не встречался с руководством компаний — потенциальных объектов для выкупа и не

* Главный герой телесериала «Тайны Смолвиля». — Прим. ред.

общался с инвесторами фондов Blackstone. Вместо этого, словно в нору, забирался в свой кабинет, где изучали инвестиционные предложения партнеров в печатном виде.

Это был специфический метод работы для директора по инвестициям, но он выполнял свою функцию, поскольку таким образом Моссман мог эмоционально дистанцироваться от получаемой информации и не позволять компании двигаться по инерции, как это часто бывает, когда сотрудники неделями и месяцами исследуют объекты на предмет инвестиций. «Он не поддавался лихорадке, сопровождающей сделки, — вспоминает Саймон Лонерган, работавший в Blackstone с 1996 по 2004 г. — По мнению Джеймса, устраняться от дела так же полезно, как и заниматься им. Он парень с жестким аналитическим умом, очень дисциплинированный».

Хотя окончательное решение по инвестициям оставалось за Шварцманом, он редко пересматривал мнение своего молодого адъютанта. Моссман стал закулисным арбитром, от которого зависела судьба сделки, и его рассудочный подход оказывал пусть и не явное, но глубокое влияние на инвестиционную деятельность Blackstone в течение большей части 1990-х гг. и в следующем десятилетии²⁵.

BLACKSTONE ОСВАИВАЕТ НОВЫЕ НИШИ

Пока бизнес LBO пребывал в замороженном состоянии на фоне экономического спада в начале 1990-х гг., Шварцман занялся освоением новых направлений деятельности, более подходящих к условиям падающих рынков и нехватки кредитов. В мае 1991 г. он сколотил команду из шести специалистов по реструктуризации долгов из Chemical Bank во главе с Артуром Ньюманом, настоящим асом в данной области. Этот шаг вскоре окупился за счет заказов, посыпавшихся от America West Airlines, R. H. Macy & Company, сталелитейного гиганта LTV Corporation и других стоящих на грани банкротства компаний, нуждавшихся в советах по реорганизации своих финансов. Со временем группа консультантов по реструктуризации выросла до 44 профессионалов и провела несколько самых сложных реструктуризаций в начале 2000-х гг. и затем — уже в конце десятилетия.

Шварцман также взялся за создание группы инвестиций в недвижимость, когда федеральное агентство Resolution Trust Corporation, которому было поручено разгрести завалы в ссудо-сберегательной отрасли, приготовилось распродавать тысячи объектов недвижимости и портфелей проблемных кредитов, забранных правительством у обанкротившихся ссудо-сберегательных касс. Быстрый уход Джо Роберта в 1992 г. приостановил осуществление плана, но Шварцман начал искать ему замену, и в скором времени судьба свела его с Джоном Шрайбером, 46-летним бывшим директором по поглощениям в JMB Realty Corporation, чикагской империи, специализировавшейся на синдицированных инвестициях в недвижимость — предшественниках сегодняшней многомиллиардной отрасли прямых инвестиций в недвижимость. JMB первой стала применять разновидность прямых инвестиций в недвижимость (в том виде, в каком их подразумевал

Шварцман) — покупала дешевые или нуждающиеся в реставрации объекты, а через несколько лет их продавала. Первоначально Шварцман связался со Шрайбером, чтобы посоветоваться с ним насчет возможной кандидатуры руководителя этого направления, но после разговоров с другими инвесторами и банкирами перезвонил Шрайберу летом 1992 г. и попытался заманить уже его самого.

«Я ответил, что не заинтересован в его предложении», — вспоминает Шрайбер. Ведь он обещал жене, что больше не будет работать с утра до вечера, к тому же ему надоело руководить и он ни за что не переедет в Нью-Йорк. Но Шварцман осаждал его и осаждал. В конце концов супруга предложила Шрайберу выдвинуть, на их взгляд, совершенно неприемлемые условия. Он сообщил Шварцману, что готов консультировать его и поможет сформировать профессиональную управленческую команду в обмен на долю в бизнесе, но при этом будет работать всего 40 дней в году и из Чикаго. К изумлению супругов, Шварцман согласился.

Бизнес был структурирован так же, как и группа инвестиций в бумаги с фиксированным доходом Blackstone Financial Management, которой управлял Ларри Финк. Blackstone получила 80%, Шрайбер — 20%, причем Blackstone согласилась отдавать часть своей доли менеджерам по мере их найма, чтобы в конечном итоге бизнес стал принадлежать наполовину его менеджменту и наполовину — Blackstone. Шрайбер, по его словам, должен был играть роль «тренера у третьей базы»*.

В конце 1992 г. JMB Realty, некогда управлявшая \$24 млрд активов, переживала трудные времена из-за того, что некоторые из начатых в хорошие времена сделок с высокой долей заемных средств стали убыточными, и поэтому многие ее руководители подыскивали себе новое место работы. Выбор Шрайбера пал на одного из них, Барри Стернлихта, которому он и предложил возглавить новый бизнес. «Мы фактически договорились об условиях найма Барри и его группы, — вспоминает Шрайбер, — но в последнюю минуту он изменил решение». Стернлихт занялся созданием собственной инвестиционной компании Starwood Capital. Вместо него в 1993 г. Шрайбер нанял Томаса Сейлака из другой крупной компании по работе с недвижимостью, Trammell Crow, а год спустя принял на работу бывшего сотрудника JMB Realty Джона Кукрела, передав им непосредственное руководство бизнесом¹.

Шварцман считал, что теперь, когда продолжавшийся все 1980-е гг. бум на рынке недвижимости закончился крахом, проблемная недвижимость обещала стать новой золотой жилой. Девелоперы и кредиторы боролись за выживание, а правительство продавало с молотка

* В бейсболе тренер, находящийся у третьей базы, руководит действиями бьющего и бегунов, причем должен мгновенно принимать ключевые решения. — *Прим. пер.*

многомиллиардные активы ссудо-сберегательных учреждений любому, кто предлагал за них более или менее приемлемую цену. Проблема заключалась в том, что Blackstone располагала весьма скудным капиталом, чтобы вкладываться в такие сделки. В 1991 г. компания попыталась убедить инвесторов своего первичного фонда выделить до \$400 млн — почти половину капитала — под покупку недвижимости, распродаваемой Resolution Trust. Но поскольку среди них было много американских и японских финансовых институтов, чьи портфели и без того отягощала проблемная недвижимость, они отвергли эту идею. Теперь же, располагая новой командой, Blackstone планировала привлечь сотни миллионов долларов для специального фонда недвижимости².

В конце 1993 г. Шрайбер заключил свою первую сделку. Корпорация Edward J. De Bartolo, владевшая долями в 57 региональных торговых центрах, сетью супермаркетов Ralphs и многочисленными земельными участками, оказалась в трудном финансовом положении, и кредиторы De Bartolo стремились избавиться от ее долгов. Через свои давние связи в First National Bank of Chicago Шрайбер договорился купить у банка обеспеченный долг компании на \$196 млн по 56% от номинала. Поскольку портфель De Bartolo включал не только недвижимость, но и корпоративные активы, Blackstone смогла привлечь средства из своего фонда LBO.

Сделка оказалась удачной. Когда компания оказывается неплатежеспособной, то при ее реструктуризации кредиторы часто могут обменивать долги на акции. В апреле 1994 г. Blackstone именно так и поступила, а в 1996 г. продала свою долю, более чем удвоив вложенные \$109 млн³.

Следующая крупная сделка Шрайбера затрагивала слишком хорошо знакомые ему неудачные инвестиции JMB Realty в Cadillac Fairview. Канадская компания — владелец крупнейших торговых центров, таких как Eaton и Toronto-Dominion в Торонто и Pacific в Ванкувере, была жемчужиной JMB. В свое время Шрайбер помогал JMB разработать схему покупки Cadillac Fairview за \$5,1 млрд, что стало самой крупной сделкой в сфере недвижимости в 1980-е гг., но в 1991 г. в условиях экономического спада компания прогнулась под долговой нагрузкой. Финансовый крах Cadillac Fairview сильнее, чем любое другое событие, способствовал разорению JMB. Теперь у Шрайбера появился шанс опробовать себя в роли инвестора-стервятника. Как и Леон Блэк, упрочивший репутацию Apollo за счет того, что подбирал остатки от сделок, которые сам же курировал во время работы в Drexel, Шрайбер мог воспользоваться своим знанием Cadillac Fairview, чтобы заработать на ее реструктуризации.

Итак, отлично зная свою мишень, команда Blackstone в феврале 1995 г. уверенно налетела на Cadillac Fairview и отхватила кусочек в \$10 млн от ее банковского долга. Разумеется, конечной целью была доля в реструктурированной компании. К тому времени группа

Шрайбера уже купалась в деньгах: в 1994 г. она сформировала фонд инвестиций в недвижимость с капиталом \$330 млн, а в 1995 г. объединила силы с гигантским Пенсионным фондом учителей штата Онтарио, чтобы реализовать план вывода из кризиса Cadillac Fairview, к разработке которого приложил руку сам Шрайбер. В обмен на вливание \$200 млн партнеры вдвоем получали 32%-ную долю в компании, а ее крупнейший кредитор Goldman Sachs обменивал причитающийся ему долг на 22%-ную долю. Через два года Cadillac Fairview вышла на публичный рынок. Освобожденная от долгового бремени компания процветала, и когда Blackstone впоследствии продала свою долю, то получила прибыль в размере \$73 млн на вложенные ею \$65,5 млн.

Хотя JMB проложила путь для прямых инвестиций в недвижимость задолго до Blackstone, но именно Blackstone первой из крупных, специализирующихся на LBO компаний создала группу инвестиций в недвижимость, ставшую единственным по-настоящему крупным игроком в этой области. В 1993 г. Apollo и Carlyle Group тоже создали аналогичные подразделения, но Apollo Real Estate Advisors в конечном итоге откололась от компании Леона Блэка и сменила название, а операции с недвижимостью Carlyle оставались относительно небольшими по объему.

Если прием на работу Шрайбера, Сейлака и Кукрела почти не привлек к себе внимания, то приход в Blackstone давнего друга и бывшего коллеги Питерсона и Шварцмана по Lehman Дж. Томилсона Хилла-третьего («Тома») сопровождался немалой шумихой. Хилл показал себя несгибаемым гладиатором на арене M&A, участвуя в самой гуще сражений во время нескольких самых громких враждебных поглощений 1980-х гг.: вместе с Federated Department Stores он оборонялся против Роберта Кампо и помогал Россу Джонсону в борьбе за RJR Nabisco. Хилл также выступил архитектором нескольких самых впечатляющих дружественных слияний той эпохи: объединения Bendix Corp. с Allied Corp. за \$1,8 млрд в 1983 г., поглощения American Stores сети магазинов Lucky Stores за \$2,5 млрд и слияния Time Incorporated с Warner Communications за \$14 млрд в 1989 г.

Хилл всегда выглядел безупречно — от зачесанных назад волос до идеально сидящих на нем костюмов от Пола Стюарта и лоферов с кисточкой. Ходили слухи, что именно с Хилла был списан образ Гордона Гекко в фильме «Уолл-стрит».

В 1993 г. Хилл был уволен с поста гендиректора Lehman, и Blackstone поспешила нанять его соруководителем группы M&A. Хилл должен был заменить Альтмана в роли представителя Blackstone на рынке слияний и поглощений. С момента ухода Альтмана Шварцман и Питерсон усиленно искали ему достойную замену, и, когда Blackstone наняла Хилла, Шварцман заметил: «Том отлично подошел на это место»⁴.

Момент казался благоприятным. В сфере слияний и поглощений после спада 1991–1992 гг. началось восстановление активности, которая практически утроилась в период с 1992 по 1995 г.⁵, и Хилл строил смелые планы по расширению бизнеса на этом подъеме. Blackstone надеялась, что Хилл поможет ей переманить клиентов даже у таких влиятельных конкурентов, как Goldman и Merrill Lynch. Мало кто сомневался, что Хилл трансформирует группу M&A в четвертую прочную опору бизнес-платформы Blackstone.

Но этого не произошло. Несмотря на то, что новая волна слияний и поглощений набирала силу, Хилл и другой соруководитель группы Майкл Хоффман не воплотили в жизнь амбициозных ожиданий Шварцмана. И в этом нельзя было винить только их. Когда регулирующие барьеры между коммерческими и инвестиционными банками были устранены*, последние получили возможность заняться коммерческим кредитованием, а первые вступили на заповедную территорию инвестиционных банков, занявшись консультированием по слияниям и поглощениям, а также привлечением капитала. Дерегулирование привело к появлению финансового супермаркета — банка или небольшой группы банков, предоставляющих полный комплекс услуг по проведению слияний и поглощений — от разработки стратегии и организации сделки до андеррайтинга и вывода на рынок как кредитов, так и облигаций. С одной стороны, спонсоры LBO ликовали, что отныне их избавили от тягостной необходимости собирать долговой капитал из множества разных источников. Но, с другой стороны, новые многопрофильные банки перехватывали консультационный бизнес у таких компаний, как Blackstone, которые не предоставляли услуг по кредитованию и андеррайтингу.

Некоторые специализирующиеся на M&A компании с солидной репутацией, такие как Lazard Frères, сохранили свое прочное положение, занимаясь только консультациями. Wasserstein Perella, которая, подобно Blackstone, совмещала консультирование по слияниям и поглощениям с прямым инвестированием, также собирала приличные гонорары. Но группа M&A в составе Blackstone демонстрировала скромные результаты, что оставалось большой темой для Шварцмана. Всякий раз, когда срывался многообещающий договор или случалась какая-нибудь другая неприятность, он взрывался от ярости. Чаще всего Шварцман обрушивал свой гнев на Хоффмана, бывшего директора по M&A в Smith Barney, работавшего в Blackstone с 1989 г. «Вражда между Майклом и Стивом была просто невероятной. Надо отдать должное Майклу. Он стойко переносил нападки. Стив изливал на него

* В 1999 г. был отменен принятый в 1933 г. закон Гласса–Стиголла, в частности запрещавший банкам совмещать коммерческую и инвестиционную деятельность. — *Прим. ред.*

КОРОЛЬ КАПИТАЛА

свое недовольство едва ли не каждый день»⁶, — вспоминает бывший партнер компании.

По словам Хоффмана, сильнее всего Шварцмана раздражало, что его старый соперник Брюс Вассерштайн «съедал обед Blackstone» на рынке слияний и поглощений. «Я же считал, что мы работали хорошо»⁷, — утверждает Хоффман. По его словам, за 1990-е гг. годовой объем комиссионных за услуги по M&A почти утроился — с \$25 млн в начале десятилетия до \$70 млн в конце. Но все же это составляло меньше 1/5 от тех \$400 млн, что ежегодно зарабатывала Wasserstein Perella. Шварцман «впадал в уныние от того, что Blackstone так сильно отставала от компании Вассерштайна в области слияний и поглощений», вспоминает Хоффман. Тот факт, что группа Хоффмана приносила прибыль, нисколько не успокаивал Шварцмана. В 2001 г. Хоффман покинул компанию, занявшись консультированием властей штата Калифорния в связи с финансовым кризисом, и впоследствии перешел на работу в Riverstone Holdings, компанию прямых инвестиций, специализирующуюся на работе в энергетическом секторе.

Хилл в конце концов отличился и оставил-таки след в Blackstone, но не в области M&A. К середине 1990-х гг. фонд хедж-фондов — бизнес, придуманный в 1990 г. Дэвидом Баттенем для того, чтобы инвестировать деньги, полученные Blackstone от Nikko, — начал привлекать под управление средства внешних инвесторов. Он брал с них комиссию за анализ хедж-фондов и распределял по ним средства, сам по себе превратившись в прибыльный бизнес. Подразделение, названное Blackstone Alternative Asset Management (БААМ), однако, работало кое-как и меняло одного управляющего за другим, пока в 2000 г. его не возглавил Хилл, оставивший свой пост руководителя группы M&A. Именно в БААМ Хилл в полной мере и проявил свои способности.

ВОЗВРАЩЕНИЕ В БИЗНЕС

Возвращение к жизни рынка LBO не было похоже на предшествовавший ему внезапный крах. О возрождении бизнеса прямых инвестиций не возвестила громкая сделка, не гремели и фанфары. Оттепель наступала постепенно.

В 1992–1993 гг. начал оживать рынок мусорных облигаций, когда Donaldson, Lufkin & Jenrette и другие банки наняли лучших профессионалов из обанкротившегося в 1990 г. Drexel Burnham и дали им работу. Но лишь небольшая доля из всего объема средств, привлекаемых через выпуск мусорных облигаций, шла на финансирование новых сделок по выкупу компаний. LBO по-прежнему оставалось бранным словом. Было очевидно, что практика щедрых заимствований 1980-х гг. устарела. Банки Уолл-стрит, напуганные банкротством множества компаний, которые они закредитовали до предела, поумнели и ужесточили режим кредитования. В отличие от прежних времен, когда инициатору LBO достаточно было вложить 10%, а то и меньше средств от цены покупки, теперь кредиторы требовали, чтобы он брал на себя намного больше риска. Начиная с 1993 г. и до середины 2000-х гг. кредиторы почти всегда требовали, чтобы не менее 20%, а зачастую все 30% от стоимости сделки финансировались за счет собственного капитала.

Компаниям, осуществляющим LBO, пришлось заняться перерасчетами. Они больше не могли приобретать контроль над крупными компаниями практически за гроши, как получилось у KKR с RJR Nabisco и Beatrice. Поскольку теперь при том же объеме собственных средств можно было привлечь меньше долгового капитала, то и средний размер LBO неизбежно сократился. Уменьшение кредитного плеча привело и к уменьшению доходности для инициаторов сделок, поскольку стоимость покупаемой компании теперь вырастала незначительно, а не в 10 и даже в 20 раз, как прежде. Единственная хорошая новость состояла в том, что цены на компании снизились.

Новые условия заставили компании, занимающиеся выкупом на заемные средства, пересмотреть подходы к извлечению прибыли, да и к принципам этой деятельности в целом. Медленно, но верно они все больше сосредотачивались на улучшении функционирования купленных компаний: если раньше они просто сокращали затраты и продавали активы, чья ценность скрадывалась в масштабах крупной организации, то теперь начали фокусироваться на главном — доходах. Они стали задаваться вопросами о том, как можно изменить состав прибылей компании, чтобы развить самые доходные виды деятельности; как расширить ее географический охват или заполнить пробелы в бизнесе посредством приобретений; как улучшить отношения с клиентами.

Некоторые, например Clayton Dubilier & Rice, сформировали у себя команды менеджеров и десантировали их в приобретенные компании для помощи в проведении реформ. CD&R наглядно продемонстрировала свой подход в амбициозном проекте, призванном выделить подразделение по разработке и производству средств информатизации из компании IBM в 1991 г. Когда IBM обратилась к CD&R с предложением о приобретении активов, такого подразделения, по сути, не существовало. А была мешанина из медленно растущих или умирающих производств, например печатных машинок Selectric и матричных принтеров, от которых IBM хотела избавиться.

CD&R предстояло создать на их основе компанию, способную соперничать с такими крупными и оборотистыми конкурентами, как Hewlett Packard, доминировавшими на рынке струйных принтеров. Это была трудная задача, за которую другие компании, занимающиеся LBO, никогда бы не взялись. Но CD&R преуспела: создала из ненужных IBM активов новую компанию под названием Lexmark, ускорила процесс разработки новых продуктов и превратила ее в серьезного конкурента на рынке струйных и лазерных принтеров, после чего в 1995 г. вывела на публичный рынок. (В CD&R вспоминают, что на первой встрече ее партнеров с председателем совета директоров IBM Джоном Эйкерсом тот помахал перед ними книгой «Варвары у ворот» и сказал: «Я обратился именно к вам потому, что в этой книге вы не упомянуть»¹.) Так возник совсем иной подход к инвестированию, требующий гораздо более ручного управления, чем тот, к которому привыкли компании, занимающиеся LBO, и постепенно конкуренты CD&R начали следовать ее примеру — на практике или хотя бы на словах.

Новый акцент на создании стоимости привел к появлению и новой терминологии. LBO и «выкуп» настолько себя запятнали, что занимающиеся этим компании перешли к брендированию своей деятельности как «прямого инвестирования». Тем временем британцы стали называть свои сделки «выкупом компании менеджментом», подчеркивая

тот факт, что после сделки компания управляется теми же людьми, хотя на деле менеджерам редко доставался контрольный пакет акций.

Термин «прямые инвестиции» был далеко не новым, но традиционно под ним понимались венчурные инвестиции в стартапы и другие начинающие компании — инвестиционный подход, который широко превозносился как двигатель инноваций и роста. Но теперь этот термин приспособили для обозначения более спорного процесса приобретения компаний на заемные средства. Новое название прижилось, однако это не избавило бизнес LBO от клейма, связанного с наиболее знаковыми сделками 1980-х гг.

В своей новой реинкарнации — с уменьшенным кредитным плечом, с увеличенным собственным капиталом и с большей осмотрительностью — в 1993–1994 гг. бизнес LBO начал пробуждаться от спячки. На фондовых рынках все еще преобладали боковые тренды, но экономика постепенно восстанавливалась после резкого падения в 1991–1992 гг. Как впоследствии стало ясно, это было фантастическое время для вложения капитала.

За четыре года, прошедших после закрытия сделки с CNW в конце 1989 г., Blackstone сделала всего лишь три значительных приобретения: Hospitality Franchise Systems, Six Flags и Great Lakes Dredge & Dock Company (этот чикагский подрядчик по экскаваторным работам был приобретен за \$177 млн в октябре 1991 г.). Но в конце 1994 г. Blackstone возобновила охоту и записала на свой счет две новые инвестиции: небольшую сделку с радиовещательной компанией US Radio и крупную — в сталелитейной отрасли. Последняя, как и самая первая инвестиция Blackstone в перевозчика железной руды и стали Transtar, впоследствии принесла запредельную доходность. И аналогично тому, как Blackstone воспользовалась успехом сделки по Transtar для формирования второго, более крупного фонда, так и приобретение UCAR International за \$1,2 млрд заложило фундамент для формирования третьего фонда — и в целом для доминирования Blackstone в конце 1990-х гг.

UCAR, совместное предприятие Union Carbide и японской корпорации Mitsubishi, была, собственно, не сталелитейной компанией, а крупнейшим в мире производителем графитированных электродов, используемых в производстве стали. Графитированные электроды — это толстые пруты, которые нагреваются до 2760 градусов Цельсия и опускаются в огромные котлы величиной с дом, где они расплавляют металлическую стружку в жидкую сталь. Поскольку электроды требуют частой замены, UCAR был гарантирован стабильный поток заказов до тех пор, пока держится спрос на сталь. Но окончательно Blackstone пленило то обстоятельство, что за предыдущее десятилетие UCAR и ее главный конкурент, немецкая SGL Group, на треть сократили производственные мощности, при этом агрессивно повышая цены.

«Дэвид Стокман провел анализ, который показал, что цена на электроды будет только расти, поскольку больше не осталось незадействованных мощностей, — вспоминает Говард Липсон. — Он разобрался в модели бизнеса, проанализировал его с точки зрения рынков сбыта и производственных мощностей. Его анализ придал нам уверенности в проведении сделки»².

Когда Blackstone нацелилась на UCAR, владельцы последней готовились через несколько недель вывести ее на биржу, и Blackstone пришлось действовать быстро, чтобы предотвратить IPO. Пит Питерсон уже консультировал генерального директора Carbide Union Боба Кеннеди в 1991 г., когда тот решил продать половину UCAR японской Mitsubishi, и теперь он немедленно связался со своим старым знакомым и попросил его не проводить IPO, а продать компанию Blackstone. Любое первичное размещение акций рискованно по определению, поскольку цена предложения может меняться до последней минуты, и, как правило, в самом начале продается лишь незначительное количество акций. В отличие от этого, продажа по договоренности придает уверенности и приносит продавцу больше наличности, потому что он может продать столько акций, сколько захочет.

Питерсон предположил, что Union Carbide, возможно, захочет сохранить небольшую долю в UCAR на тот случай, если ее дела пойдут хорошо. «Я сказал Бобу, что есть смысл оставить себе небольшой пакет, потому что, если мы получим большую прибыль, он не будет кусать себе локти, как RCA, после того как продала Wesray свою Gibson Greeting»³, — вспоминает он.

Кеннеди согласился на предложение Питерсона, но теперь окончательная судьба сделки зависела от Джимми Ли из Chemical Bank. Пытаясь остановить тикающие часы IPO, Ли решился пойти на риск, который до сих пор не позволял себе ни один коммерческий банк, — предложил не только привлечь заемные средства для LBO, но и организовать финансирование за счет выпуска мусорных облигаций. Это был первый такой случай, помимо прочего свидетельствующий о том, что некогда жесткая граница между операциями с ценными бумагами инвестиционных банков и кредитованием со стороны коммерческих банков начала исчезать. Но Ли сделал свое предложение еще более привлекательным: добавил банковскую гарантию Chemical под весь пакет финансирования в размере \$1,1 млрд.

«Мы сможем отговорить Боба Кеннеди от вывода компании на публичный рынок только под гарантии финансирования, — сказал Шварцман Джеймсу Ли. — Хочешь провести крупную прибыльную сделку? Вот твой шанс».

Ли оказался в сложном положении. Если он не сможет синдицировать займы или продать облигации, а Chemical придется восполнить нехватку за счет бридж-финансирования, то банк подвергнется гораздо

большему риску при ставке на одну компанию, чем когда-либо прежде в обычных обстоятельствах: «Мы никогда раньше не предоставляли бридж-кредита в таком размере, и я понимал, что, если пойду на это и не смогу продать облигации, мне конец. Я испарюсь. Джимми Ли поджарят, и вполне возможно, что Chemical тоже».

Шварцман немного ослабил страхи Ли, заверив его в том, что, если Chemical придется предоставить бридж-финансирование, «мы будем в одной упряжке», вспоминает Ли. Хотя Шварцман не конкретизировал свои слова, Ли понял их так, что при необходимости Blackstone сможет выделить больше денег на покупку облигаций или согласится на уступки по условиям бридж-кредита. «Именно эти волшебные слова мне и нужно было услышать», — говорит Ли. Помимо прочего, его успокаивал тот факт, что у Шварцмана был свой интерес в успехе Chemical: «Он знал, что если сможет сделать меня крупным игроком на рынке высокодоходных облигаций, то при получении займов будет иметь преимущество перед другими фондами прямых инвестиций». Blackstone при поддержке Chemical было бы легче переигрывать конкурентов на торгах⁴.

Сделка была подписана в ноябре 1994 г. и завершена два месяца спустя. Blackstone выложила \$187 млн за 75% акций, приобретя половину пакета Union Carbide и весь пакет Mitsubishi.

Сделка с UCAR ознаменовала наступление новой эпохи на Уолл-стрит. Успешно осуществленное Ли размещение мусорных облигаций для обеспечения сделки создало ситуацию, когда крупные LBO стали финансироваться из одного источника. На этом рынке стал доминировать узкий круг банков во главе с Chemical Bank и впоследствии — его преемником JPMorgan Chase. До этого Ли изобрел модель синдицирования кредитов, которая позволила коммерческим банкам превратиться из кредиторов в платформы для распределения долгового капитала, разрезая займы на куски и продавая их многочисленным инвесторам, паевым и хедж-фондам и т. п. Теперь же Ли объединил под одной крышей кредитование и выпуск облигаций.

Придуманый Ли механизм синдицирования долга стал щедрым источником прибыли для Chemical и других банков Уолл-стрит. Теперь они могли управлять огромными объемами долгового финансирования и загребать комиссионные, не обременяя свои балансы рискованными кредитами. Созданный ими рынок также привлек потоки капитала от нетрадиционных кредиторов, таких как хедж-фонды, что вызвало скачок активности в сфере LBO и позволило финансировать все более и более крупные сделки. К концу 1990-х гг. рынок синдицированных кредитов, в том числе не связанных с LBO корпоративных кредитов, оценивался более чем в \$1 трлн, и треть его контролировала группа Ли из Chase⁵. В 2000-х гг. механизм финансирования из одного источника и синдицирования кредитов накачал рынок LBO сотнями

миллиардов долларов и запустил волну рекордных по величине мегасделок. Более чем кто-либо иной на Уолл-стрит, Джимми Ли подготовил почву для феерии LBO в 2005–2007 гг.

Купив UCAR, Blackstone сорвала банк. Весной и летом 1995 г. сокращение производства и рост цен существенно подтолкнули вверх прибыли UCAR, и в августе собственники приняли решение выйти в кэш, выведя компанию на биржу. Когда Blackstone продала последние из принадлежавших ей акций в апреле 1997 г. после резкого подъема цены, она положила в карман ошеломляющую прибыль в размере \$675 млн, окупив в 3,6 раза свои инвестиции и заработав среднегодовую доходность почти в 200%. В тот день на Парк-авеню, 345 царило ликование.

Но в скором времени на сделку с UCAR была брошена тень. 5 июня, меньше чем через два месяца после того, как Blackstone полностью продала свою долю в компании, федеральные следователи затребовали у UCAR информацию в рамках расследования дела о ценовом сговоре. В марте 1998 г. UCAR уволила председателя совета директоров и генерального директора Роберта Красса и директора по производству Роберта Харта, а в апреле 1998 г. признала себя виновной в нарушении антимонопольного законодательства, согласившись заплатить правительству США штраф в размере \$110 млн. Красс и Харт отправились в тюрьму.

Сокращение производства и последующий рост цен, которые так очаровали Стокмана, когда он исследовал компанию в качестве потенциального объекта для выкупа, и которые послужили основным стимулом для роста прибылей UCAR, оказались плодом незаконного тайного сговора. В 1992 г., перед приобретением ее Blackstone, UCAR и ее главный конкурент SGL, контролировавшие 2/3 мирового рынка графитированных электродов, договорились о совместном сокращении производственных мощностей. По крайней мере один партнер Blackstone, Говард Липсон, вызывался на допрос по делу Красса и Харта, но никому из сотрудников Blackstone, Union Carbide и Mitsubishi обвинение не предъявлялось. «Мы и не подозревали, что многие схемы с фиксированием цен включают и схемы с фиксированием производственных мощностей, — поясняет Липсон. — Для нас это стало шоком»⁶.

К счастью, Blackstone успела подписать большую часть обязательств по финансированию своего третьего фонда прямых инвестиций, Blackstone Capital Partners III, к началу лета, до того как скандал вокруг UCAR разгорелся в полную силу. Для инвесторов колоссальная прибыль, полученная компанией на огромных инвестициях в UCAR, стала мощной приманкой. Почти все 80% доходности в годовом исчислении, которыми Blackstone похвлялась перед инвесторами, приходилось на UCAR. По тому же принципу функционировали и следующие

фонды: одна-две крупные инвестиции на самой низкой точке деловой активности могут обеспечить фонду громкий успех.

Третий фонд прямых инвестиций с капиталом \$4 млрд, окончательно закрытый в октябре 1997 г., выдвинул Blackstone на второе место в этой сфере. Только бессменный лидер KKR имел более крупный фонд с активами в \$5,7 млрд, сформированный в 1996 г. Forstmann Little, давний соперник KKR, в 1997 г. собрал для своего последнего фонда всего \$3,2 млрд. Другие мегафонды того времени изрядно отставали от Blackstone: \$3 млрд под управлением группы прямых инвестиций Donaldson Lufkin & Jenrette; \$3,2 млрд у Welsh Carson Anderson & Stowe; \$3,5 млрд у Thomas H. Lee Company. Только в 1999 г. компания Тома Хикса и Джона Мьюза, которая теперь называлась Hicks Muse Tate & Furst, закрыла фонд на показателе \$4,1 млрд и опередила Blackstone.

С таким новым фондом Blackstone больше нельзя было назвать амбициозной выскочкой. Она стала влиятельным игроком, и Шварцман не стеснялся вещать в СМИ об успехах своей компании. В интервью *Business Week* в апреле 1998 г. он привлек внимание репортера к комплексному характеру деятельности Blackstone, охватывающей консультации, хедж-фонды, недвижимость и LBO. В отличие от нас, пренебрежительно заявил он, KKR — это «лошадка, которая умеет делать только один трюк»⁷. Если кто и сомневался в том, что Шварцман жаждет отобрать у Крависа корону короля прямых инвестиций, этот оскорбительный выпад развеял все сомнения.

Однако блеск триумфальных успехов в связи с UCAR и созданием нового фонда скоро померк. Инвестиции во владельца похоронных бюро и кладбищ Prime Succession & Rose Hills, которого компания купила в партнерстве с гигантом похоронной отрасли Loewen Group, обернулись полным провалом. Blackstone заплатила за похоронный дом завышенную цену в размере 14-кратного денежного потока, причем когда в похоронном бизнесе начался спад. Blackstone предусмотрела в договоре защиту от убытков в форме опциона «пут», позволявшего ей продать Loewen свою долю в компании с прибылью. Но в тот момент, когда Prime Succession & Rose Hills оказалась на грани банкротства, такая же участь постигла и саму Loewen, ставшую жертвой общего спада в отрасли и судебного решения о выплате огромной компенсации. В 1999 г. Loewen объявила себя банкротом, что сделало опцион «пут» бесполезным. Blackstone потеряла на этих инвестициях \$58 млн. Но беда не приходит одна. Компанию оштрафовали на \$2,8 млн за то, что в 1996 г. при получении разрешения на приобретение Prime Succession & Rose Hills она не сообщила антимонопольному ведомству о внутреннем документе, подтверждавшем, что Loewen и Prime являются конкурентами. Липсон, в свое время засвидетельствовавший перед антимонопольщиками, что в заявлении Blackstone содержится вся известная ей информация, был лично оштрафован на \$50 тыс.

Еще в общей сложности \$441 млн из средств второго и третьего фондов Blackstone промотала в 1997–1999 гг. на компанию Allied Waste Industries, занимающуюся сбором, вывозом и переработкой мусора. Это было самое крупное вложение в одну компанию, когда-либо предпринятое Blackstone. Однако исходная предпосылка инвестиций оказалась в корне неверной. Blackstone и руководство Allied прогнозировали, что сокращение числа неиспользуемых свалок приведет к росту цен. Но вместо этого разгорелась ожесточенная ценовая война. 10 с лишним лет спустя Blackstone все еще сидела на своей доле. «Мы сохранили капитал, но это были мертвые деньги»⁸, — признает Говард Липсон, руководивший сделкой.

Шварцман до сих пор болезненно содрогается при упоминании таких «ценных» приобретений Blackstone конца 1990-х гг, как производитель сплавов аэрокосмического назначения Haynes International, производитель пластиковой тары Graham Packaging и крупнейший в мире производитель обоев с величественным названием Imperial Home Décor. Haynes и Imperial в итоге обанкротились, и на этих сделках, которые курировал Стокман, Blackstone потеряла \$127 млн.

Graham Packaging, еще одна компания, приобретенная с подачи Липсона, выжила, но продолжала бороться с трудностями. Стратегическое слияние с другим производителем упаковки, которое Blackstone профинансировала в надежде увеличить рыночную долю Graham, возымело обратный эффект. Часть клиентов Graham, производители продуктов и напитков, были обеспокоены тем, что попали в слишком сильную зависимость от одной компании, и сменили поставщика. Graham, как и Allied Waste, чахла в портфеле Blackstone более 10 лет — фактически целую вечность для динамичного бизнеса прямых инвестиций.

Оглядываясь назад, можно сказать, что неудачи Blackstone того периода были закономерными. Во всех случаях приобретаемые компании представляли собой высокоциклический бизнес и их благосостояние колебалось вместе с экономикой. Ни одна из них в своей сфере не доминировала и даже не была очень уж конкурентоспособной. Как раз наоборот: некоторые компании сталкивались с трудноустраняемыми проблемами, из-за чего оказывались не в состоянии соперничать с более крупными и сильными конкурентами. Никто в Blackstone не разбирался хорошо в их бизнесе. Но, самое главное, Blackstone покупала большинство этих компаний в неподходящее время экономического цикла. Раз за разом она переплачивала и взваливала на них слишком много долгов, тем самым играя против себя.

«Это были компании среднего размера с циклическим бизнесом, которые мы купили через два-три года после прохождения вершины экономического цикла, — признает Шварцман. — За некоторые мы заплатили слишком много. У нас были амбициозные планы по их

оздоровлению, но эти планы оказалось почти невозможно реализовать». Неудачи, по словам Шварцмана, преподали Blackstone несколько важных уроков. Во-первых, «никогда не платите слишком много за циклический бизнес», советует он. Во-вторых, «не стройте великих планов по оздоровлению компаний среднего размера; не думайте, что вам удастся их переделать». В-третьих, если все же требуется коренная реорганизация, «не используйте собственный план изготовления, как это делала Blackstone». Привлеките для консультаций опытных менеджеров и квалифицированных экспертов, способных определить, действительно ли план работоспособен⁹.

У нескольких провальных инвестиций Blackstone была еще одна общая черта: все их инициировал и курировал Дэвид Стокман, уроженец Среднего Запада. Его приверженность родным краям породила в нем ревностное стремление восстановить деловую среду «Ржавого пояса»^{*}.

Его 11-летняя карьера в Blackstone была весьма переменчивой. В 1997 г., исходя из своей уверенности в том, что спрос на внедорожники продолжит быстро расти, он убедил компанию купить American Axle, бывшее подразделение General Motors, специализирующееся на производстве деталей ходовой части для внедорожников. Когда в январе 1999 г., чуть больше чем через год после покупки, компания вышла на публичный рынок, она была оценена вчетверо выше, чем за нее заплатила Blackstone. Но такие точные попадания являлись скорее исключением, а не правилом, и летом 1999 г. кредит доверия к Стокману в Blackstone иссяк.

Предположение о росте спроса на внедорожники повлияло на другие инвестиции, осуществленные Blackstone в том же 1997 г., — на этот раз в нефтеперерабатывающую компанию Premcor USA, оказавшуюся настолько же проблемной, насколько успешной была American Axle. Когда в 1997–1998 гг. перенасыщение рынка обрушило цены на нефть, Premcor застряла со старыми товарными запасами, купленными по более высоким ценам, и ее прибыли ушли в минус. Несколько лет спустя цены на нефть снова выросли, и убежденность Стокмана в том, что возникнет нехватка нефтеперерабатывающих мощностей, оправдала себя, но в 1999 г. казалось, что еще одна витиевато аргументированная им сделка обернулась против него¹⁰.

Прогнозы Стокмана относительно Naupes, производителя сплавов для нужд авиационной и химической отраслей, также оказались чересчур оптимистичными, и к 1999 г. компания почти обанкротилась.

^{*} Неофициальное название индустриального региона, охватывающего северо-восточные районы и районы Среднего Запада, где были сконцентрированы сталелитейное производство и предприятия других отраслей тяжелой промышленности, многие из которых закрылись, начиная с 1970-х гг. — *Прим. пер.*

Сделка с Imperial Home Décor оказалась столь же катастрофической, но с долей комизма. В 1998 г. Стокман спрогнозировал значительный рост продаж обоев в постсоветской России и Восточной Европе на фоне роста доходов населения. Работавший над сделкой молодой банкир вспоминает, как Стокман объяснял всем, что людям потребуются обои, чтобы заклеивать стены с растрескавшейся штукатуркой и облезшей краской. Не только это предположение казалось притянутым за уши, но и сами обои представлялись банкиру, молодому человеку двадцати с небольшим лет, чем-то устаревшим. «Я привык оценивать известные мне вещи, но не знал никого, кто покупал бы обои»¹¹, — вспоминает он. И оказался прав. В 1998 г. Россия объявила дефолт, восточноевропейские экономики сжались, и мировой объем продаж обоев снизился на 10–15%. Продажи в Западной Европе и Соединенных Штатах оставались вялыми, и в январе 2000 г. компания была вынуждена прибегнуть к банкротству, чтобы освободиться от долгов, забрав с собой \$84,5 млн из денег Blackstone.

Наконец, гораздо более громким фиаско обернулись инвестиции в Republic Technologies International. Стокман придумал схему создания прибыльного специализированного сталелитейного бизнеса из ставших ненужными подразделений крупных металлургических компаний. Свой покупательский кутеж он начал в апреле 1996 г. с приобретения за \$30 млн Bar Technologies, бывшего подразделения по производству проволоки и стержней Bethlehem Steel, а затем присоединил две более крупные компании — Republic Engineering Steels и производителя стальных прутьев, ранее принадлежавшего U. S. Steel и японской Kobe Steel. Когда в 1998 г. было проведено слияние Bar Technologies и Republic, обе компании находились в столь плачевном состоянии, что один остряк с Уолл-стрит назвал эту сделку «столкновением двух мусоровозов»¹².

План Стокмана состоял в том, чтобы закрыть некоторые заводы и уволить тысячи рабочих, что он и сделал. Но ценой сотрудничества с профсоюзами стало соглашение о выплате \$178 млн для профсоюзной пенсионной программы. Когда радикальные сокращения не привели к тем прибылям, которые прогнозировал Стокман, бремя пенсионных обязательств всей тяжестью легло на компанию и стало оттягивать на себя денежные средства. «Пенсионные выплаты высасывали всю нашу ликвидность, — вспоминает участник той сделки. — А объединение с Kobe–U.S. Steel окончательно убило компанию. Это оказалось ей не по силам»¹³. В 1999 г. Republic едва держалась на плаву, хотя прошло еще два года, прежде чем она объявила о банкротстве.

Blackstone влила в Republic \$190 млн — это были самые крупные инвестиции из ее второго фонда. И все эти миллионы развеялись как дым.

Помимо потока тревожных финансовых новостей, касавшихся инвестиционного портфеля Стокмана, в Blackstone просачивались жалобы от менеджеров приобретенных компаний, недовольных постоянными придирками и вмешательством Стокмана. Он подвергал сомнению решения руководителей, которые знали свои компании намного лучше него, а его предложения иногда их просто ошеломяли¹⁴.

В августе 1999 г., когда Стокман уехал в двухнедельное турне по Африке, Шварцман решил поиграть в детектива. Он лично обзвонил руководителей всех компаний, которые курировал Стокман, чтобы выяснить их взаимоотношения. Из этого опроса «Стив сделал вывод, что Дэвид начал превышать свои полномочия», вспоминает бывший партнер Blackstone. Когда Стокман вернулся из поездки, Шварцман сказал партнеру, что приготовил для него новую роль — отныне он займется определением трендов и исследованием потенциальных объектов для инвестиций. Его дни в качестве куратора компаний были сочтены.

Хотя это не было увольнением, Стокман понимал, что его оттеснили на второстепенные роли. 16 сентября 1999 г. он объявил, что уходит из Blackstone, чтобы создать собственную компанию прямых инвестиций Heartland Industrial Partners. В пресс-релизе Шварцман и Питерсон расхвалили его успешную сделку по American Axle. Blackstone вложила в Heartland часть своего капитала, а Питерсон вошел в ее консультативный совет. Расставание прошло настолько гладко, что даже спустя несколько лет Стокман продолжал время от времени заходить в офисы Blackstone. Но немногие в Blackstone, если таковые вообще имелись, сожалели о его уходе.

В Heartland Стокман был волен бесконтрольно следовать своим умозаключениям и влил деньги инвесторов в промышленные компании Среднего Запада, в основном связанные с автомобильной отраслью. Почти все они обанкротились. Самыми катастрофическими стали его инвестиции в производителя материалов для отделки салонов автомобилей Collins & Aikman (бывший конгломерат Wickes), с которого началась его карьера в Blackstone в 1988 г. и который продолжал сохранять для него свою притягательность. Менее чем через два года после создания Heartland Стокман купил контроль над Collins & Aikman у Blackstone и Wasserstein & Company, выведших компанию на публичный рынок еще в 1994 г., но так и не сумевших полностью реализовать свои пакеты. Спустя десяток лет они были несказанно рады от нее избавиться, хотя и вернули меньше половины вложенных средств.

Стокман присоединил к Collins & Aikman несколько меньших по размеру производителей автокомпонентов, но в 2003 г. компания оказалась зажатой в тиски между растущими ценами на сырье и снижением прибылей у ее клиентов — General Motors, Ford и Chrysler. Стокман сам встал у руля в качестве генерального директора, но так

КОРОЛЬ КАПИТАЛА

и не сумел удержать на плаву тонущий бизнес, обремененный долгами в результате LBO и многочисленных приобретений. В 2005 г. Collins & Aikman объявила о банкротстве, превратив в прах вложенные Heartland \$360 млн. В 2007 г. Стокману предъявили обвинения в сокрытии от инвесторов фонда истинного финансового состояния Collins & Aikman. Спустя два долгих года федеральные прокуроры сняли обвинения, заявив, что «дальнейшее судебное преследование по этому делу не отвечает интересам правосудия». Но к тому времени от былой репутации Стокмана как проницательного ловкача в сфере прямых инвестиций не осталось и следа.

ВПЕРЕД, К ПРИБЫЛЯМ

Если не заглядывать слишком далеко за пределы центра финансовой вселенной на Манхэттене, то может сложиться впечатление, что в конце 1990-х гг. для Blackstone наступила золотая эпоха. На волне впечатляющей доходности ее второго фонда, созданного в 1992 г., компания собрала в 1998 г. новый инвестиционный пул с \$4 млрд капитала. Крупнейшая в мире страховая компания American International Group приобрела 7%-ную долю в Blackstone, оценив ее в целом в \$2,1 млрд, и пообещала вложить еще \$1,2 млрд в ее инвестиционные фонды¹. *Forbes* и *Business Week* в главных статьях номера провозглашали возрождение LBO².

В реальности же к тому времени Blackstone и прямые инвестиции отошли на второй план. Традиционные, генерирующие денежный поток компании, которые были хлебом насущным для направления прямых инвестиций, такие как железнодорожная Transtar, производитель графитированных электродов UCAR, производители автокомпонентов Collins & Aikman и American Axle, вышли из моды. «Старая экономика» со своими прибыльными, но «приземленными» и медленно растущими компаниями затмевалась «новой экономикой» высоких технологий.

Принято считать, что поворотным событием стало первичное размещение акций Netscape Communications в апреле 1995 г.³. В то время Интернет находился еще в младенческом возрасте. Для большинства людей он сводился к электронной почте и, возможно, к чатам America Online. Браузер Netscape, распространявшийся компанией бесплатно, сделал возможным появление веб-сайтов нового поколения с броским оформлением и фотографиями, а потом открыл перед людьми пространство, которое до сих пор некоторые именуют его официальным названием — Всемирная паутина. Основатели Netscape рассматривали компанию как нечто большее, нежели просто разработчика программного обеспечения. Они заявляли, что их миссия — «демократизировать

доступ к информации» посредством Интернета, и продали эту миссию публике, предложив ей себя — в буквальном смысле слова. Компания разместила акции по \$28 за штуку, стартап был оценен в \$1,1 млрд. Однако инвесторы, не сумевшие купить акции при IPO, так отчаянно хотели получить долю в компании, что в первый же день торгов подтолкнули цену акций до \$75.

С точки зрения одержимого денежным потоком финансиста, осуществляющего прямые инвестиции, — да и, откровенно говоря, с точки зрения любого традиционного экономического анализа — такая цена была абсурдной. За предыдущие шесть месяцев Netscape заработала всего \$16,6 млн дохода, понесла убыток в \$4,3 млн. Однако ее IPO продемонстрировало, насколько сильно инвесторы жаждут стартапов, обещающих переделать мир при помощи технологий, и положило начало новой эпохе в инвестировании. В следующем году Yahoo!, объединившая поисковую систему и портал, пошла по стопам Netscape и получила столь же щедрую оценку публичного рынка, несмотря на всего лишь \$1,4 млн доходов, и убытки, равные почти половине этой суммы⁴.

Зарабатывать деньги? *Устаревший* подход. Теперь в этом не было никакой необходимости. Всего лишь *перспективы* огромных прибылей в будущем было достаточно для того, чтобы заманить инвесторов. На смену традиционной прибыли пришел новый финансовый показатель — так называемая скорость «сжигания» капитала, показывающая, сколько денег своих инвесторов компания «съедала» за месяц или год.

Но при всей фантастичности курсов акций технологическая революция действительно перекраивала существующую реальность. Развитие персональных компьютеров и доступ к информации онлайн повышали производительность труда и создавали новые виды досуга. Это стимулировало спрос на телекоммуникационные услуги, что, в свою очередь, вызывало спрос на новое коммутационное оборудование и программное обеспечение, позволявшее обмениваться возрастающими объемами информации, графики и видео через Интернет, что приводило к появлению в нем новых видов бизнеса. На новом витке этого магического круговорота люди захотели более мощных компьютеров и более быстрого подключения к Интернету.

Компании прямых инвестиций, подобные Blackstone, наблюдали за происходящей революцией со стороны. В карманы предпринимателей и спонсировавших их венчурных инвесторов текли заоблачные прибыли от IPO компаний вроде Netscape, Yahoo!, Amazon.com и eBay. Эти словно с неба свалившиеся доходы неизбежно оказывали влияние на компании, занимавшиеся LBO, — глубокое и, в некоторых случаях, губительное.

Фонды венчурного капитала имеют такую же организационно-правовую форму, как и фонды прямых инвестиций. Это партнерства с ограниченной ответственностью, где управляющие активами, как правило,

получают 1,5–2% комиссионных в год и 20% инвестиционной прибыли. Средства они получают от тех же самых пенсионных и университетских фондов, других финансовых институтов, что и фонды прямых инвестиций. Но на этом сходство между ними заканчивается. Программисты, производители чипов, исследователи в сфере биотехнологий, электронные коммерсанты и венчурные инвесторы работали в своей вселенной, на другом побережье Соединенных Штатов, по собственным правилам.

Эпицентр американской отрасли LBO — это средний Манхэттен, где на территории в несколько кварталов расположены штаб-квартиры десятков компаний, таких как Blackstone, KKR, Apollo, Warburg Pincus и других. Это мир накрахмаленных рубашек и галстуков Hermes, «мерседесов» с личными шоферами и офисных небоскребов. Сердцевина венчурной отрасли находится на живописном бульваре Сэнд-Хилл-роуд, поднимающемся на пологие холмы в пригороде Пало-Альто, штат Калифорния. Здесь ходят в неброской одежде вроде хаки и теннисок, а работают в малоэтажных офисных комплексах, окруженных рощами виргинского дуба и высоченными эвкалиптами. Венчурные инвесторы сами водят свои «феррари» и «порше».

Их инвестиционные стили были столь же различны, как и дресс-коды. Венчурное инвестирование сопряжено с совершенно иными видами риска. Венчурные фонды просеивают десятки мелких компаний с небольшими доходами или вообще без оных; причем многие из них, даже при наличии доходов, все равно теряют деньги. Ни один банк не соглашается кредитовать такие компании, однако им нужен акционерный капитал для финансирования исследований и развития бизнеса. Венчурные инвесторы знают, что многие из этих компаний погаснут, не успев разгореться, но надеются на то, что хотя бы несколько из них окажутся чрезвычайно успешными. Это все равно что бросить в землю горсть яблочных семечек и ожидать, что из них вырастут одно-два крепких дерева. Фактически венчурные фонды делают ставки на тех, кто первым совершит технологический прорыв, кто быстрее других выйдет на рынок и чей продукт будет доминировать на рынке, — события, вероятность которых не поддается точному прогнозированию.

В сфере LBO дела обстоят совершенно иначе. Если венчурное инвестирование — это игра с длинными рискованными перепасовками, зачастую неточными, то игра LBO состоит в том, чтобы отвоевывать площадку метр за метром. Для достижения успеха фонд прямых инвестиций должен быть перестраховщиком — прежде всего, он терпеливо рассмотрит все возможные сценарии, хорошие и плохие, во-первых, чтобы удостовериться, что покупаемая компания не обанкротится, и, во-вторых, чтобы понять, какие улучшения предстоит провести с целью повышения ее стоимости. При инвестировании первоочередное значение имеет денежный поток, потому что банки не дадут

кредиты, а инвесторы не купят облигации, если не будут уверены в том, что компания окажется способна платить кредиторам в любых обстоятельствах. Прямое инвестирование требует погружения в специфику бизнеса и скрупулезного анализа. Можно ли увеличить доходы на один-два пункта? Сколько их в итоге перейдет в баланс прибылей и убытков? Какие затраты можно сократить, чтобы повысить норму прибыли на долю процента? Можно ли уменьшить нашу процентную ставку по долговым обязательствам на четверть пункта? Какой финансовой подушкой располагает проблемная компания, прежде чем станет неплатежеспособной? Если фонд прямых инвестиций хорошо выполнит свою работу, ситуация чаще всего будет развиваться в соответствии с его прогнозами.

Поскольку венчурное инвестирование гораздо более непредсказуемо, оно требует определенной степени энтузиазма: веры в продукт, в его потенциал и, очень часто, в его ценность для общества. Венчурные инвесторы часто говорят о развитии «прорывных технологий», которые совершат революцию в существующих отраслях и подготовят почву для появления новых: подобно тому, как дизельные локомотивы в свое время заменили паровозы, так персональные компьютеры вкупе с лазерными и струйными принтерами сделали устаревшими печатные машинки, а цифровая фотография вытеснила пленку. Однако, сколько ни изучай показатели, невозможно предсказать, привлечет ли новый веб-сайт внимание Интернет-публики или преуспеет ли биотехнологический стартап в своих исследованиях, разработав лекарство для лечения рака. Отдача приходит только после того, как сделаешь несколько десятков рискованных ставок. Чтобы стойко перенести это испытание, венчурным инвесторам и предпринимателям, которых они поддерживают, требуется *вера*, и во время бума 1990-х гг. такой веры хватало с избытком. А вот компании, занимающиеся LBO, предлагали пространственные аналитические таблицы и тщательно проработанные структуры долгового финансирования, но никогда не обещали изменить мир. Они не могли предложить религии, способной увлечь за собой широкие массы инвесторов.

Во второй половине 1990-х гг. страсть к новым технологиям стала всеобщим поветрием и принялась ломать расчеты компаний, занимающихся LBO, хотя они и находились далеко от Кремниевой долины. Капитал, который мог бы прийти в фонды прямых инвестиций, теперь потек в венчурные фонды. Менеджеры и выпускники бизнес-школ также устремлялись в технологические компании, рассчитывая получить долю в бизнесе и обогатиться, когда компании станут публичными.

Blackstone не была подготовлена для того, чтобы конкурировать с фондами венчурных инвестиций на их поле в чисто технологической игре. Но Марку Галлогли, самому молодому партнеру в группе LBO, удалось, частично благодаря случаю, оседлать Интернет-волну.

Галлогли был белой вороной среди окружавших его ярких личностей и самолюбцев. Он не заражал окружающих энергией, как властный и блистательный Дэвид Стокман. Марк любил анализировать, но при этом не относился к разряду «безумных ученых» и «пожирателей цифр», как Джеймс Моссман. И не мог соперничать в остроумии с общительным шутником Говардом Липсоном. Начиная свою карьеру как специалист по кредитованию в банке Manufacturers Hanover, Галлогли был трудолюбивым, сдержанным и учтивым. По натуре осторожный, он сохранил присущую кредитным специалистам боязнь риска, тщательно взвешивая слова и мучительно обдумывая инвестиции.

В Blackstone его ценили как толкового инвестора, проникнутого духом товарищества и, что было нетипично, озабоченного моральным состоянием сослуживцев. В компании, известной пренебрежительным отношением к молодым сотрудникам, именно Галлогли проводил летние корпоративные вечеринки в своем доме на Род-Айленде и организовывал ежегодные лыжные вылазки. Однажды он даже предложил повесить в холле табличку с именами всех молодых аналитиков, которые когда-либо обживали выгородки в офисе Blackstone. (Эта идея так и не нашла воплощения.)⁵

В середине 1990-х гг. Галлогли заинтересовался кабельным телевидением и поручил подчиненным собрать информацию по этой теме. В то время отрасль столкнулась с проблемами. Клиенты бунтовали против растущих тарифов, которые политики и контролирующие органы обещали обуздать, а операторы кабельного телевидения, долгое время обладавшие монополией на своих территориях, внезапно ощутили новую угрозу со стороны спутникового телевидения. «Они называли его звездой смерти. Спутниковое телевидение собиралось уничтожить кабельное», — вспоминает партнер Blackstone Лоренс Гаффи, в то время работавший заместителем Галлогли. Однако Галлогли считал, что рынок отреагировал чрезмерно. В частности, кабельные сети в сельской местности казались превосходным объектом для LBO благодаря стабильным денежным потокам и очень незначительной угрозе конкуренции⁶.

Первая сделка была осуществлена через классическое для Blackstone корпоративное партнерство. Компания кабельного телевидения, «дочка» медиаконгломерата Time Warner, планировала провести слияние нескольких своих малорентабельных сельских кабельных сетей с аналогичным бизнесом, управлявшимся ветераном кабельного телевидения Бобом Фанчем, с которым команда Галлогли хотела подружиться. В прошлом Blackstone уже доводилось сотрудничать с Time Warner в сделке по приобретению тематических парков Six Flags в 1991 г., и теперь она снова предложила свою помощь. Blackstone вложила \$50 млн в обмен на 50%-ную долю в новой объединенной компании Time Warner и Фанча, охватывавшей своими сетями частично

территории Пенсильвании, Западной Виргинии, Техаса, Огайо и Северной Каролины. Затем компания привлекла долговой капитал, чтобы заменить часть акционерного капитала, вложенного Time Warner, чтобы конгломерат мог изъять денежные средства. В качестве дополнительного бонуса Time Warner, больше не владевшая контрольным пакетом, теперь могла не отражать долг кабельной компании в своем балансовом отчете, которому, впрочем, в то время не придавали большого значения⁷.

Объединенная кабельная сеть, получившая название TW Fanch-One, во многом устарела и транслировала всего 30 каналов. План состоял в том, чтобы модернизировать сети, предложить больше программ, в основном производства Time Warner, по выгодным тарифам и убедить клиентов платить за возросшее число каналов.

«В некоторых местах системы были откровенно примитивны, — говорит Галлогли. — Однако мы считали, что у бизнеса есть реальный потенциал роста как за счет цен, так и за счет модернизации технологий. Даже если бы спутниковое телевидение забрало большую долю рынка, чем мы предполагали, бизнес кабельного телевидения все равно генерировал большой денежный поток и мы считали, что сможем преуспеть, несмотря ни на что».

Дальнейшие события не были учтены в бизнес-плане, но обернулись для Blackstone чрезвычайной удачей.

В 1996 г., когда была закрыта сделка с TW Fanch-One, большинство людей подключались к Интернету, дозваниваясь до своих провайдеров, таких как America Online, CompuServe и других, по телефонным линиям общего пользования. Но по мере того как веб-сайты все более обогащали свой контент и появилась возможность передавать изображение и другие крупные файлы через Интернет, подключение по обычным телефонным линиям стало мучительно медленным, и пользователи начали требовать высокоскоростного доступа. Компании кабельного телевидения, чьи сети, предназначенные для передачи видеосигнала, уже имели огромную пропускную способность, обнаружили, что легко могут адаптировать свои системы под передачу телефонных звонков и Интернет-трафика. Другими словами, им было гораздо проще, чем традиционным телефонным компаниям, модернизировать свои системы, чтобы предложить высокоскоростной доступ в Интернет.

«В 1996 г. мы еще не знали, что нас ожидает бум Интернета, но уже понимали, что сумеем извлечь выгоду из того обстоятельства, что владеем одной из всего лишь двух абонентских линий, идущих почти в каждый дом», — вспоминает Галлогли. Совместное предложение доступа в Интернет и телефонной связи выглядело словно глазурь на пироге.

Вскоре Галлогли разработал вторую сделку, объединив другие системы Time Warner и Фанча и инвестировав в две независимые компании InterMedia Partners VI и Bresnan Communications,

которые владели долями в сельских кабельных системах, принадлежащих TeleCommunications, одному из крупнейших конкурентов Time Warner в сфере кабельного телевидения.

К тому времени эта отрасль, несколько лет назад почти списанная со счетов, стала важнейшим каналом связи в Интернете, а пакет «три в одном» — телефония, интернет и кабельное телевидение на одной линии — стал изюминкой телекоммуникационной отрасли. В отрасли появился и корифей — Пол Аллен, соучредитель корпорации Microsoft. Он объединил свои знания технологий с личным состоянием примерно в \$20 млрд, чтобы воплотить в жизнь мечту — стать главным магнатом в кабельной отрасли. Начав в 1998 г. с покупки небольшой компании кабельного телевидения Charter Communications, в следующие три года Аллен, войдя в раж, скупил 20 операторов кабельных сетей, закредитовав Charter до предела и раскошелившись на \$24,6 млрд⁸. Вскоре он постучался в двери Blackstone.

Изначально Blackstone и Time Warner предполагали, что последняя когда-нибудь выкупит обратно контроль над своими сетями, но в конце 1999 г. Charter предложила им \$2,4 млрд за пару операторов TW Fanch — предложение, от которого дуэт просто не мог отказаться. Вскоре Charter также приобрела у Blackstone кабельную сеть InterMedia, а в феврале 2000 г., всего лишь год спустя после инвестирования Blackstone в Bresnan, Charter прихватила и ее за \$3,1 млрд. Убеденный, что новые технологии будут стимулировать спрос на его перспективные кабельные сети, Аллен приобрел TW Fanch из расчета сногшибательных \$4500 за каждого клиента сети и \$4400 за каждого клиента InterMedia — примерно вдвое больше, чем выложила за них Blackstone всего пару лет назад⁹.

«Казалось, Пол Аллен считал, что по кабельным трубопроводам к нему потечет лекарство от рака, — шутит Саймон Лонерган, в то время помощник Галлогли, работавший с ним по этим инвестициям. — Он платил за эти активы просто немыслимые цены. Трудно было представить, какими разумными соображениями он руководствовался, выкладывая такие деньги за инфраструктуру».

«Каждое утро, просыпаясь, мы благодарили Пола Аллена, — вспоминает Брет Перлман, работавший над сделкой по InterMedia и ставший партнером Blackstone в 2000 г., когда Charter забрасывала ее миллиардами долларов. — Аллилуйя!»¹⁰

Как оказалось, такие цены действительно *не имели* смысла: два года спустя Charter очутилась на грани банкротства¹¹. (Окончательно она рухнула во время следующей рецессии в 2009 г.) Но в 2000 г. сумасбродство Аллена сыграло на руку Blackstone, позволив ей заработать на TW Fanch-One \$400 млн (в восемь раз больше первоначальных инвестиций), что превысило даже ее доходы в сделке с UCAR¹². На Bresnan она заработала \$747 млн, окупив вложения в 5,5 раза.

Помимо сделок с кабельными сетями Галлогли сорвал еще один большой куш на операторе сотовой связи, обслуживавшем Монтану, Вайоминг, Дакоту и Колорадо. Как и в случае с кабельными сетями, Blackstone сумела купить CommNet Cellular задешево в 1998 г., когда владельцы акций стали от них избавляться из опасений, что на рынок компании могут войти новые конкуренты. Галлогли скептически отнесся к этим страхам, подсчитав, что строительство новой инфраструктуры мобильной связи на малонаселенной территории, которую обслуживает CommNet, экономически невыгодно. В 1999 г., меньше чем через полтора года после заключения сделки, Vodafone AirTouch, строившая национального оператора, и за несколько лет до этого приобретшая компанию сотовой связи в регионе Денвера, купила CommNet за \$1,4 млрд. Blackstone заработала \$463 млн прибыли и окупила свои вложения в 3,6 раза¹³.

К середине 2000 г. Blackstone вышла практически из всех инвестиций в телекоммуникационной отрасли. Галлогли, благодаря которому на пяти сделках она положила в карман \$1,5 млрд прибыли, стал новой звездой компании. Эти успехи были жизненно необходимы Blackstone, поскольку как раз тогда начали идти ко дну компании, купленные другими партнерами в результате, как впоследствии оказалось, неудачных сделок, заключенных в 1997 и 1998 гг.: сеть похоронных бюро Prime Succession & Rose Hills, производитель обоев Imperial Home Decor, нефтеперерабатывающая компания Premcor и производитель стальных прутьев Republic Technologies — все они столкнулись с серьезными проблемами.

Однако успехи Галлогли в итоге обернулись для компании проблемой. Видя, как инвесторы настойчиво стремятся вложить деньги в коммуникационные компании, Галлогли решил открыть собственное дело и в 1999 г. предупредил Шварцмана о планируемом уходе. Это было последнее, что хотел услышать Шварцман, потому что в тот период Blackstone не могла позволить себе потерять еще одного ведущего организатора сделок¹⁴. Гленн Хатчинс, ставший партнером в 1994 г., ушел из Blackstone в конце 1998 г., чтобы создать собственную фирму Silver Lake Partners. Энтони Грилло, перешедший в группу LBO из команды реструктуризации, ушел в 1999 г. Без Галлогли группа LBO сократилась бы до двух занятых полный рабочий день, партнеров — Липсона и Моссмана, причем последний практически не покидал своего кабинета!

«Нас все больше беспокоила репутация компании как проходного двора»¹⁵, — говорит Питерсон.

«Мы оказались на перепутье», — подчеркивает Шварцман.

Шварцман взялся переубедить Галлогли, пообещав ему создать и отдать под его управление новый фонд, который будет специализироваться на инвестициях только в телекоммуникационные и медиакомпании. Галлогли получит практически все, что хочет, но под вывеской

Blackstone. Для Шварцмана это означало удержать Галлогли в рядах своей паствы и в то же время воспользоваться манией на телекоммуникационном рынке, но при этом избежать риска, не вкладывая слишком много денег из основного фонда Blackstone в один сектор. Сбор средств, стартовавший в начале 2000 г., продвигался быстро, и уже к июню фонд Blackstone Communications Partners, известный как BCOM, достиг целевого показателя в \$2 млрд.

Тем не менее в группе LBO оставалось слишком мало людей. Всю осень 1999 г. управляющий комитет и партнеры, занимавшиеся прямыми инвестициями, обсуждали, как поступить — нанимать ли специалистов со стороны или продвигать собственных сотрудников. В конце концов решили сделать ставку на выращенные в компании таланты и создать большую группу партнеров.

«В найме людей со стороны было больше риска, потому что мы не знали, впишутся ли они в нашу корпоративную культуру», — поясняет Шварцман. В январе 2000 г. компания, где на тот момент насчитывалось только 12 партнеров, расширила их ряды на пять человек — новыми партнерами стали 30-летний Дэвид Блитцер, 33-летний Чин Чу, 31-летний Ларри Гаффи, 33-летний Брет Перлман и 33-летний Нил Симпкинс.

Разумеется, было рискованно возлагать повышенную ответственность на такую молодую команду. «Мы понимали, что потребуется больше надзора, — говорит Шварцман, — и что нам придется уделять им больше внимания». Для присмотра за ними Шварцман нанял Роберта Фридмана, ведущего внешнего юрисконсульта Blackstone из Simpson Thacher & Barlett. В группе LBO он должен был обеспечить, чтобы «ничего не просочилось сквозь щели»¹⁶.

Также оставалось неясным, насколько хорошо новые партнеры смогут проявить себя в формировании бизнеса. «Модель корпоративного партнерства предполагала, что мы должны были на равных с генеральным директором и советом директоров организовывать деловые встречи, вести по телефону переговоры и принимать решения на совещаниях», — вспоминает Саймон Лонерган, ставший партнером в 2001 г. Но если это хорошо получалось у Питерсона, Шварцмана и Стокмана, то «как это сделать, когда тебе едва за тридцать?»¹⁷

Это был риск, но Шварцман и другие партнеры понимали, что у них нет выбора.

ДОРОГОСТОЯЩИЙ ВОЯЖ В ГЕРМАНИЮ

Поначалу технологический бум, стремительно набиравший обороты после выхода на публичный рынок Netscape, Yahoo! и первого поколения крупных Интернет-компаний, казался не более чем очередной причудой, пришедшей с Западного побережья США. Однако к концу 1990-х гг. технологические отрасли, поддерживающие их венчурные инвесторы и проповедуемый ими культ информационных технологий совершили переворот в мире финансов, а их новации — в мире традиционных устоявшихся компаний. Microsoft сместила General Electric с позиции самой дорогой в мире компании, и семь мест в первой десятке отошли представителям компьютерной и телекоммуникационной отраслей¹. Coca-Cola, Toyota, нефтяным и фармацевтическим компаниям — гигантам старой экономики, доминировавшим в этом списке в течение многих лет, — пришлось подвинуться.

С доходностью в 100, 200 и даже 300%, которую записывали на свой счет некоторые венчурные фонды, мало кто мог устоять перед соблазном венчурного инвестирования². Вот и пенсионные фонды, и эндаументы стали перенаправлять все больше средств в инвестиционные фонды, специализирующиеся на стартапах и других технологических компаниях. Для этих инвесторов и венчурный капитал, и прямые инвестиции, и недвижимость относились к категории «альтернативных активов», предлагавших более высокую доходность, чем традиционные инвестиции в акции и облигации.

Если в 1995 г. венчурным фондам удалось собрать в общей сложности всего \$10 млрд, то в 1999 г. они подтянули более \$59 млрд, почти сравнявшись с активами фондов прямых инвестиций. За 1998 и 1999 гг. было привлечено больше венчурного капитала, чем за всю историю отрасли, включая 1997 г., а в 2000 г. венчурные фонды загребли

\$105 млрд, впервые опередив фонды прямых инвестиций, собравшие всего \$82 млрд³. Подобно тому как кучки покерных фишек передвигаются через стол от проигравшего к победителю, так и горы капитала переместились из традиционных отраслей и инвестиционных компаний в технологические отрасли и венчурные фонды — из Нью-Йорка в Калифорнию.

Это изменило географию распределения богатства. По данным *Forbes*, в 1998 г. почти четверть самых состоятельных американцев проживали в Калифорнии. В следующем году Джон Дерр и Винод Хосла из Kleiner Perkins Caufield & Byers, возможно самой известной венчурной компании, стоили по \$1 млрд каждый — столько же, сколько Генри Кравис и Джордж Робертс, и значительно больше, чем другие звезды, занимавшиеся LBO, такие как Тедди Форстман, Том Ли и Том Хикс. Пит Питерсон и Стив Шварцман даже не вошли в список *Forbes*⁴.

В Blackstone тоже ощущали настоятельную необходимость прикнуть к новому повальному увлечению. Брет Перлман, ставший партнером компании в 2000 г., и другие молодые организаторы сделок настаивали на том, чтобы увеличить инвестиции в технологическую сферу, а младшие сотрудники требовали, чтобы в их зарплатный пакет включались акции Интернет-компаний — излюбленный денежный эквивалент «новой экономики».

Некоторые инвесторы высказывались в том же духе. Когда в 1999 г. Шварцман начал кампанию по сбору средств в новый фонд мезонинного долгового капитала, который должен был предоставлять кредиты среднему бизнесу, потенциальный инвестор с усмешкой заявил ему: «Да я в венчурном фонде, если дела пойдут хорошо, за месяц заработаю больше, чем вы со своим мезонинным фондом за год».

«Мы чувствовали у себя в компании огромное давление, подталкивавшее нас к этим сделкам, — вспоминает Шварцман. — Нас считали несовременными».

Все это раздражало Шварцмана, поскольку он считал нелепыми те невероятно высокие цены, что платились за Интернет-компания. Но на фоне умопомрачительной доходности, пожираемой такими фондами, как фонд Дерра и Хослы, когда те выводили свои технологические стартапы на IPO, трудно было оставаться в стороне от всеобщего безумия. «В 1999-м и в начале 2000 г. суммы, которые люди быстро зарабатывали за счет того, что вкладывались в какую-нибудь инновационную компанию и сбрасывали ее на IPO, — такие суммы оказывали сильнейшее давление на фонды прямых инвестиций и заставляли их в какой-то степени принять участие в этом процессе, — рассказывает Шварцман. — Иначе можно было потерять своих сотрудников и конкурентоспособную доходность»⁵.

Но, по правде говоря, конкурировать с венчурными инвесторами было невозможно. Для этого требовалось глубокое знание

технологических отраслей — от производства полупроводников и программного обеспечения до веб-сайтов и биотехнологий — секторов, где у фондов прямых инвестиций практически отсутствовали профессиональные компетенции и было мало связей. Кроме того, предприниматели толпились у дверей венчурных фондов, поддерживавших самые успешные инвестиции. С какой стати они обратятся к Blackstone, новичку в этом деле, да к тому же расположенной «не на том» побережье США? Занимавшиеся LBO компании, попытавшиеся вторгнуться на финансовую территорию Калифорнии, могли рассчитывать разве что на работу с компаниями, уже отвергнутыми ведущими венчурными инвесторами. Например, KKR создала совместное предприятие с венчурной компанией Accel, а Carlyle запустила свои венчурные фонды, но впечатляющих результатов они не добились.

Шварцман тоже пошел навстречу своему воинству и разрешил выделить \$7 млн из собственных средств Blackstone под инвестиции в технологические сектора. Инвестиционный комитет также дал основному фонду прямых инвестиций зеленый свет на несколько сделок с технологическими компаниями. Большинство из них в конечном итоге пришлось полностью списать со счетов. К счастью, все они были скромными. «К чести Стива, сколько бы ни твердили ему о том, что мы упускаем шансы, предоставляемые Интернетом, Стив всегда возражал: “Мы не умеем это делать”»⁶, — вспоминает Перлман.

Но в телекоммуникационной отрасли сложилась иная ситуация. Многие традиционные телефонные компании, операторы сотовой связи и кабельных сетей зарабатывали деньги, но нуждались в дополнительном капитале. Многие были достаточно крупными, так что фонды прямых инвестиций могли предоставить одной компании сотни миллионов долларов, что было почти невозможно со стартапами. Поэтому, как только Blackstone вышла из инвестиций в компании кабельного телевидения и мобильной связи, приобретенные ею в 1996–1998 гг., она тут же вернулась обратно, используя свой основной фонд, а также новый телекоммуникационный и медиафонд с капиталом \$2 млрд, которым управлял Марк Галлогли.

На этот раз многие из ее инвестиций существенно отличались от вложений в стабильных сельских операторов кабельных и сотовых сетей 1990-х гг. Некоторые новые сделки больше смахивали на спекулятивную венчурную игру в крупном масштабе — значительные ставки делались на стартапы, где Blackstone покупала меньшую долю и не получала контроля над бизнесом. Но, в отличие от стандартного венчурного инвестирования, эти сделки обычно финансировались с привлечением крупных заемных средств.

Blackstone вложила \$227 млн в Sirius Satellite Radio — стартап, занимающийся строительством спутниковой радиовещательной сети, — получив за эти деньги всего лишь 9% акций. Еще \$176 млн

были инвестированы в трех кабельных операторов, занимавшихся так называемыми «надстройками» сетей в надежде составить конкуренцию существующим кабельным операторам, — это были амбициозные и рискованные сделки, основанные на предположении, что стартапам удастся переманить достаточно клиентов, чтобы окупить огромные затраты на надстройки. «Сектор определенно был из разряда “Кто не рискует, тот не пьет шампанского”»⁷, — говорит Перлман.

Еще за \$187 млн была куплена небольшая доля в аргентинском операторе мобильной связи и \$23 млн вложено в бразильский онлайн-сервис.

Самый грандиозный план второго раунда телекоммуникационных сделок и первые крупные инвестиции нового фонда Галлогли были связаны с Германией. Ричард Каллахан, топ-менеджер компании кабельных сетей из Денвера и хороший знакомый Галлогли, открыл собственный фонд прямых инвестиций и занялся инвестированием в кабельных операторов во Франции, Бельгии и Испании. В 1999 г. он предложил Галлогли помочь ему профинансировать попытку поглощения двух региональных кабельных сетей, выставленных на продажу немецкой государственной телефонной компанией Deutsche Telekom. Регулирующие органы обязали ее избавиться от этих активов, чтобы новые владельцы могли предлагать услуги телефонной связи и доступа в Интернет по кабельным сетям и составить конкуренцию Deutsche Telekom, которая долгое время была монополистом.

Blackstone уже несколько лет активно инвестировала в европейскую недвижимость, но у нее не было офиса на континенте, и она отставала от Carlyle, KKR, TPG и других американских компаний прямых инвестиций в проникновении на местный рынок LBO. Предлагаемые Каллаханом сделки общей стоимостью \$5,2 млрд должны были стать крупнейшими прямыми инвестициями, осуществленными на тот момент американскими компаниями в Европе, и громким дебютом Blackstone на континенте.

Blackstone и государственный пенсионный фонд Квебека Caisse de Dépôt et Placement du Québec стали ведущими инвесторами; также в финансировании участвовали подразделение прямых инвестиций Bank of America и семейство Басс из Техаса. Сделка выглядела необычно для Blackstone, потому что она получала всего лишь 14%-ную долю в большом консорциуме инвесторов, а управление проектом возлагалось на сотрудников Каллахана. Caisse de Dépôt и Bank of America уже финансировали Каллахана, когда тот построил с нуля кабельную систему в Испании, и были высокого мнения о Дэвиде Колли, британском топ-менеджере, который выступал инициатором испанского проекта и теперь должен был возглавить бизнес в Германии. Причем в Германии кабельные сети уже были проложены, имелась и клиентская база, поэтому в сравнении с испанской эта сделка казалась легко осуществимой⁸.

«Мы посмотрели на проект и ахнули: Боже, да это же огромный рынок, и там всего лишь один оператор, Deutsche Telekom, предлагает услуги местной телефонной связи. Если мы модернизируем инфраструктуру и захватим хотя бы малую часть рынка телефонной связи, задача может быть огромной», — вспоминает партнер Саймон Лонерган. В 2000 г. он переехал на свою родину в Великобританию и стал связующим звеном между Blackstone и менеджерами Каллахана.

Эти две сети (одна, в земле Северный Рейн-Вестфалия, пролегла вдоль Рейна в среднем течении, вторая, в земле Баден-Вюртемберг, — на восток от Южного Рейна до Штутгарта) охватывали самые густонаселенные и процветающие городские районы. Сделки-близнецы были подписаны в начале 2000 г., а в июле Каллахан закрыл покупку сети в Северном Рейне и на следующий год — в Баден-Вюртемберге. Совместно третий фонд прямых инвестиций и телекоммуникационный фонд Галлогли вложили \$320 млн — вторую по величине сумму, когда-либо инвестированную Blackstone.

Тарифы за услуги телефонной связи Deutsche Telekom были настолько высоки, что новые инвесторы рассчитывали легко переманить часть ее клиентов. «Базовые экономические расчеты получились невероятно привлекательными, — говорит Лонерган. — И основные положения проекта были очень разумными. Проблема заключалась в исполнении».

На первый же год Каллахан и Колли запланировали капиталовложения в \$1 млрд, чтобы поскорее установить новое оборудование. Однако управленческая команда, так успешно сработавшая в Испании, столкнулась в Германии с трудностями. Колли и другие старшие менеджеры не говорили по-немецки и ездили на работу из Великобритании и Испании, прилетая в понедельник и улетая в пятницу. В скором времени все, что могло разладиться, разладилось. Начались задержки с поставкой оборудования и проблемы с программным обеспечением, в результате чего не удалось получить в запланированном объеме доходы от новых услуг, которые, как предполагалось, должны были частично покрывать текущие затраты на модернизацию. Менеджеры также обнаружили, что являются заложниками Deutsche Telekom, владевшей кабелепроводами. Инженеры Каллахана сталкивались с проблемами при получении к ним доступа и на собственном горьком опыте узнали, что предоставленные телефонной компанией схемы кабельных трасс не всегда соответствовали реальности. Поэтому иногда при установке нового оборудования они непреднамеренно отключали целые районы. А однажды оставили без кабельного телевидения большую часть Кельна во время решающего футбольного матча, и на следующий же день компанию пригвоздили к позорному столбу на первых полосах местных газет.

Кроме того, у Каллахана не было посредников в жилищных кооперативах, владеющих в Германии многими крупными

многоквартирными комплексами и контролирующими подключения кабельных сетей в десятках тысяч домов. Deutsche Telekom и Каллахан зависели от кооперативов, которые должны были обеспечивать оплату их арендаторами счетов за услуги телефонной связи, кабельного телевидения и Интернета, но кооперативы не торопились напоминать жильцам об этой их задолженности, поэтому приток доходов все больше отставал от запланированных в бюджете показателей.

В конце 2001 г. команда Колли сообщила Blackstone и другим инвесторам, что дела идут более или менее хорошо, тогда как на самом деле сеть в Северном Рейне-Вестфалии, с одной стороны, сжигала деньги с тревожаще быстрой скоростью, а с другой — отставала от конкурентов из-за того, что модернизацию не провели в достаточном объеме и не продали достаточного объема новых услуг. Хуже того, менеджмент не создал на местах надлежащих систем бухгалтерского учета, чтобы контролировать денежные потоки.

В начале 2002 г. инвесторы стали давить на Колли и его людей, требуя прояснить финансовую ситуацию, но четкого ответа так и не получили. «Только после нескольких встреч с ними, когда мы подолгу разбирались в цифрах, нас внезапно осенило: здесь что-то неладно, — вспоминает Уильям Обеншайн, курировавший эти инвестиции в Bank of America. — Либо нас вводили в заблуждение, либо руководство само было не в курсе дела... Эти разбирательства были очень неприятными»⁹.

Когда команда Каллахана наконец-то подсчитала объем денежных средств у компании, их оказалось более чем на €100 млн меньше, чем должно было быть, и она уже находилась в опасной близости к тому, чтобы нарушить условия кредитов, требовавшие наличия минимальных денежных потоков и определенной доли денежных средств в активах. Огромные инвестиции, казалось бы, внезапно сбились с курса и угодили в кризис. Два года назад, в разгар телекоммуникационного бума, компании, возможно, удалось бы сделать дополнительные займы или рефинансировать долг, чтобы завершить модернизацию. Но в 2002 г. это было уже невозможно.

Галлогли, Лонерган, Обеншайн и другие инвесторы попытались взять ситуацию под контроль. Им удалось обуздать расходы в Баден-Вюртемберге, где модернизация только началась. Но было слишком поздно. Из-за нехватки денежных средств компании Каллахана нарушили условия кредитов. Стало ясно, что вложенные Blackstone средства вскоре пропадут, и в конце 2002 г. ей пришлось списать все инвестиции в убыток.

Когда Каллахан явился в кабинет Шварцмана, чтобы обсудить случившееся, он получил по полной программе. «Где мои гребаные деньги, тупица?!»¹⁰ — были первые слова, вылетевшие из уст Шварцмана, как утверждает близкий к Каллахану человек.

«Я был по-настоящему зол на него, потому что он лично занимался множеством других сделок, вместо того чтобы не спускать глаз с этих инвестиций, — вспоминает Шварцман (он называет ту встречу “прохладной”). — По моему мнению, он все провалил — я так ему и сказал»¹¹.

Этот провал оказался катастрофическим для нового телекоммуникационного фонда Blackstone, поскольку вложенные им \$159 млн составляли более 70% его инвестированного на тот момент капитала. Через два года после создания фонд находился в глубокой яме, вся телекоммуникационная отрасль к 2003 г. переживала длительный и глубокий спад, и было непонятно, как фонд сможет проложить путь к новым инвестициям.

Сделка Каллахана была самой крупной, но далеко не единственной неудачей. Две трети инвестиций, сделанных Blackstone на пике рынка в 2000 г., растворились в воздухе¹². Эти неудачи стали наглядным уроком того, как рискованно делать ставки на раздутом рынке, — уроком, который аукнется в 2007 г., когда рухнут кредитные рынки и экономика покатится по наклонной плоскости.

Большинство других ошибок были незначительными, но не все. Аргентинский оператор мобильной связи CTI Holdings обошелся Blackstone в \$185 млн, а инвестиции в две компании, строившие с нуля новые кабельные сети, — Utilicom Networks и Knology — обернулись сплошными убытками. Как и инвестиции в оператора спутникового радиовещания Sirius Satellite Radio.

«Болезненные потери инвестиций 2000 г. стали для нас переломным моментом, — считает Дэвид Блитцер, который, закончив университет, пришел в Blackstone вскоре после катастрофического провала ее инвестиций в Edgcomb и стал партнером в 2000 г., когда компания снова начала сбиваться с пути. — Новые денежные потери стали встряской для всей системы. Как мы такое допустили? Что мы делаем неправильно?» Это было время «кардинальной переоценки ценностей»¹³, говорит он.

Пострадала не только Blackstone. Ее потери в 2001–2002 гг. стали следствием того, что лопнули пузыри в технологическом и телекоммуникационном секторах, а вместе с ними со свистом вышел воздух из всего фондового рынка. Европейские акции достигли пика зимой 1999–2000 г. Рынок IPO в Соединенных Штатах остыл в начале 2000 г. В марте того же года технологический индекс Nasdaq поднялся до своего исторического максимума, в пять раз превысив уровень 1995 г. Индекс широкого рынка S&P 500, утроившийся за предыдущие пять лет, медленно рос вплоть до августа. И вот с этой вершины начался скоростной спуск.

Скептические настроения, обрушившиеся, словно ушат холодной воды, на американский рынок IPO, распространились на рынок мусорных облигаций. Весной 2000 г. объем их эмиссий упал на три четверти по сравнению с показателем на пике два года назад¹⁴. Вслед за ними все рынки капитала охватило растущее беспокойство: боялись, что экономика может замедлиться и чудеса, творившиеся на рынках в течение последних пяти лет, подходят к концу, — точно так же, как это случилось в конце 1980-х гг. после длительного периода роста. Инвесторы больше не хотели делать ставки на бесприбыльные стартапы, а также ссужать деньгами компании с высокой долей заемных средств, чьи денежные потоки могли испариться при замедлении экономики.

Спад деловой активности сильнее всего ударил по технологическим компаниям и их инвесторам, но и на компании, занимающиеся LBO, особенно те, что глубоко погрузились в телекоммуникационный сектор, тоже в скором времени посыпались удары. Осуществлявшие «надстройки» телекоммуникационные компании из разряда «тех, кто хочет иметь шампанское», финансируемые Blackstone и другими инвесторами, начали шататься и рушиться одна за другой. Они стали жертвами как чересчур оптимистичных прогнозов фондов прямых инвестиций, так и обвала на фондовом и долговом рынках, сделавшего невозможным привлечение дополнительного капитала, если реализация проектов сталкивалась с трудностями.

Но, какими бы болезненными ни были потери Blackstone, они меркли по сравнению с катастрофами некоторых ее конкурентов¹⁵. В техасской компании Hicks Muse Tate & Furst, ставшей крупным игроком в конце 1990-х гг., больше \$2 млрд средств инвесторов испарились в 11 злополучных сделках, проведенных за три года, главным образом в телекоммуникационном секторе.

Тед Форстман, в 1980-е гг. публично обрушивавшийся на KKR и ей подобные компании за то, что брали на себя чрезмерные риски вместе с огромными займами, показал себя одним из самых беспечных игроков в 1990-е гг. Он вбухал \$2,5 млрд (большую часть своего капитала) всего в две компании, XO Communications и McLeod-USA, занимавшиеся строительством телефонных, кабельных и Интернет-сетей, чтобы конкурировать с ведущими телефонными компаниями. Forstmann Little потеряла все, когда в 2002 г. обе компании попали под реструктуризацию.

Welsh Carson, J. P. Morgan Partners, DLJ Merchant Banking, Madison Dearborn, принадлежавшие к числу лучших в данной области, наблюдали за тем, как одна за другой прогорают их инвестиции в телекоммуникации. Многие столкнулись с трудностями, когда попытались собрать новые фонды, но обнаружили, что опустились на один-два уровня в неофициальной иерархии. Из-за понесенных убытков компании

Форстмана и Хикса оказались на грани гибели. После 2000 г. Forstmann Little сделала всего две значительные инвестиции и медленно распродала старые активы. Вдобавок к этим бедам власти штата Коннектикут, вложившие деньги в фонд Форстмана, в феврале 2002 г. обратились в суд с жалобой на то, что компания нарушила свои договоренности с инвесторами, когда вложила так много капитала всего в две рискованные инвестиции. Так в 2004 г. Тед Форстман оказался в качестве свидетеля в суде, где его публично допрашивали по поводу тех пагубных решений. (Присяжные вынесли странный вердикт — признали, что компания нарушила инвестиционный договор, но не назначили возмещения убытков.)¹⁶

Когда в 2000 г. Том Хикс попытался собрать новый фонд, соразмерный фонду 1998 г. с активами в \$4,1 млрд, его инвесторы отклонили предложение. Большинство считали, что компания не заслуживает второго шанса, и в 2002 г. ей пришлось удовольствоваться \$1,6 млрд. В 2004 г. Том Хикс объявил об уходе в отставку. Лондонская команда, у которой был хороший послужной список, откололась в 2005 г. Оставшаяся американская часть компании переименовалась в HM Capital Partners, перегруппировалась и сосредоточилась на более мелких инвестициях¹⁷.

Кровавая бойня распространялась далеко за пределы телекоммуникационного сектора. Среди крупнейших провалов — приобретение производителя оборудования для боулинга и оператора боулинг-центров AMF Bowling Worldwide, осуществленное за \$1,4 млрд в 1996 г. Сделка стала гаттерболом* стоимостью \$560 млн для группы прямых инвестиций Goldman Sachs, выступившей ведущим инвестором. Blackstone, которая также присоединилась к сделке в качестве миноритарного инвестора, потеряла \$73,5 млн¹⁸. Между тем KKR, Hicks Muse Tate & Furst и DLJ распрощались более чем с \$1 млрд, вложенным в сеть кинотеатров Regal Cinemas¹⁹.

В 2001 г. обанкротились 62 крупные компании, профинансированные фондами прямых инвестиций, в общей сложности пустив на ветер \$12 млрд их собственного капитала. Та же участь постигла в первой половине 2002 г. еще 46 компаний, что стоило их инвесторам \$7,6 млрд²⁰. А мелких неудачных сделок, которые остались в стороне от внимания общественности, было намного больше.

В конце 2000 г. в Соединенных Штатах не было проведено ни одного выкупа на заемные средства. Затем произошли теракты 11 сентября 2001 г., после чего фондовый и долговой рынки, сотрясавшиеся на протяжении года, казалось, испустили последний вздох. Люди

* Гаттербол — шар, скатившийся с дорожки в желоб при неудачном броске. — Прим. пер.

стали бояться летать, в результате у авиакомпаний и всей индустрии путешествий сократились источники доходов, что повлекло за собой цепную реакцию банкротств, начиная с самих авиакомпаний и заканчивая производителем предметов багажа Samsonite, частично принадлежавшим Apollo. Blackstone едва избежала потери одной из своих жемчужин в сфере недвижимости — Savoy Group, владевшей четырьмя шикарными отелями в Лондоне. Настал день, когда, пожалуй, в самой фешенебельной гостинице города Claridge's не было зарегистрировано ни одного постояльца²¹.

Настроения были мрачными. На фоне руин Всемирного торгового центра, медленно тлевших в течение пяти месяцев после терактов, люди открыто задавались вопросом: выживет ли Нью-Йорк как мировой финансовый центр? Постепенно экономический спад все сильнее отражался на компаниях с заемным капиталом. К 2002 г. по 13% мусорных облигаций был объявлен дефолт. К сентябрю 2002 г. индекс S&P 500 упал почти наполовину по сравнению с пиком два года назад, а Nasdaq рухнул на 75% с некогда достигнутого максимума²².

Доверие к финансовой системе еще сильнее подрывали корпоративные скандалы. В декабре 2001 г. любимица Уолл-стрит корпорация Enron, оператор трубопроводов и продавец энергоносителей, рухнула после того, как стало известно о сокрытии ею долгов на миллиарды долларов. В июле 2002 г. объявил о банкротстве телекоммуникационный гигант WorldCom, который за счет поглощений стал главным конкурентом AT&T на рынке услуг междугородной телефонной связи, — его бухгалтерские отчеты тоже оказались подделанными. Лопнула и крупная кабельная компания Adelphi Communications — как было установлено, она втайне выдала кредитные гарантии на несколько миллиардов долларов своим контролирующим акционерам, семейству Рига. А когда американское правительство обвинило международную аудиторскую фирму Arthur Anderson, обслуживавшую Enron и WorldCom, в уничтожении документации Enron, это только усилило растущее ощущение того, насколько ничтожна корпоративная финансовая отчетность.

Между тем спад деловой активности обернулся благом для групп Blackstone по слияниям и поглощениям и реструктуризации, которые заполучили ключевые роли в процессе банкротства Enron — одной из крупнейших и сложнейших реорганизаций в американском бизнесе. За помощью к команде Артура Ньюмана также обратилась авиакомпания Delta Airlines, чье банкротство осложнялось спорами в сфере трудовых отношений, и Global Crossing, одна из самых успешных международных телекоммуникационных компаний 1990-х гг.

Однако бизнес LBO Blackstone во второй раз за десятилетие оказался в подвешенном состоянии. Практически невозможно было получить финансирование, а продавцы не могли смириться с падением

стоимости их компаний. Крупные сделки LBO продолжались в Европе, где ситуация на кредитных рынках была не в пример лучше, и в 2001–2003 гг. Европа опережала Соединенные Штаты по объему таких операций. Но поскольку Blackstone медлила с активизацией деятельности на европейском рынке, открывшиеся возможности использовали ее американские конкуренты и крупные британские компании, занимавшиеся LBO, такие как Arah Partners, VC Partners, CVC Capital Partners, Cinven и Permiga, имевшие в Европе налаженные связи и солидную репутацию.

Начиная с лета 2000 г. Blackstone в течение почти двух лет не провела ни одной традиционной сделки LBO²³. И прошло четыре года со времени участия компании в проектах Каллахана в Германии, прежде чем ее телекоммуникационный фонд осуществил новые инвестиции.

ОПЕРЕЖАЯ СОБЫТИЯ

Поскольку в конце 2001 г. и в 2002 г. на фондовом и долговом рынках сохранялась кризисная ситуация, осуществить типичный выкуп на заемные средства было почти невозможно. Компании по-прежнему боролись с трудностями, а денежные потоки обмелели, поэтому, чтобы привлечь финансирование для сделок, требовалось пройти тяжелые испытания. Но Blackstone сидела на миллиардах долларов, собранных в лучшие времена. На начало 2001 г. у нее еще оставалось больше \$1 млрд от \$4 млрд фонда прямых инвестиций 1997 г., а также почти все \$2 млрд телекоммуникационного фонда, и она собиралась сформировать четвертый универсальный фонд. Рано или поздно ей нужно было запускать эти деньги в работу. Разумеется, Blackstone могла подождать, пока не восстановятся кредитные рынки, или же найти альтернативы классическому LBO. Но избранная ею стратегия раскрыла истинную суть прямого инвестирования, которую редко замечают те, кто не причастен к финансовому миру: эту сферу определяют скорее предприимчивость и умение извлекать выгоду в любых обстоятельствах, чем традиционные LBO. При прочих равных условиях выкуп компаний — это нормальная практика. Но в 2001–2002 гг. условия были далеко не равными.

На растущем рынке приложение к собственному капиталу кредитного «плеча» резко повышает доходность, потому что в разы увеличивает любое повышение стоимости капитала. Но в смутные времена имеет смысл инвестировать на других уровнях структуры корпоративного капитала или же инвестировать собственные средства без использования заемных. Относительно безрисковый старший долг компании может приносить 15% доходности, что немногим меньше доходности в 20% с небольшим, на которую обычно ориентируются занимающиеся LBO компании. Более рискованный младший долг способен приносить еще больше, и, кроме того, в будущем его можно обменять на акции. Когда фондовый и облигационный рынки падают, цена капитала растет:

инвесторы требуют повышенной доходности, чтобы компенсировать повышенные риски. Поэтому компаниям приходится предлагать для продажи больше акций, чтобы привлечь такой же объем нового акционерного капитала, и платить повышенные процентные ставки, чтобы привлечь займы. Когда все вокруг боятся ошибиться и, соответственно, вкладывать деньги, то смельчак, решившийся на инвестиции, вправе запросить очень высокую цену. Сделки, заключенные Blackstone в 2001–2002 гг., подтверждают эти реалии экономической жизни.

События 11 сентября 2001 г. — наглядный тому пример. Одной из побочных жертв атак террористов стала страховая отрасль, которая столкнулась с незапланированным потоком страховых случаев на много миллиардов долларов — не только от пострадавших непосредственно во Всемирном торговом центре, но и от людей и компаний, хотя и находящихся далеко от Нью-Йорка и Вашингтона, однако потребовавших возмещения убытков в связи с прерыванием деятельности и по другим коммерческим полисам. Резервы капитала, создававшиеся на протяжении многих лет для компенсации убытков, были исчерпаны в мгновение ока. Перестраховочные компании, защищающие страховщиков от аномальных или катастрофических случаев, пострадали особенно сильно, так как теракты выходили далеко за рамки любых актуарных прогнозов и нанесенный ими ущерб был настолько велик, что страховщики не справились с его покрытием и часть потерь пришлось компенсировать перестраховщикам. Поскольку по закону страховые компании обязаны поддерживать определенный резерв капитала для обеспечения заключаемых ими договоров страхования, понесенные убытки вынудили многих страховщиков сократить бизнес, заключая меньше новых договоров. В результате страховые премии резко выросли.

Компании, управляющие фондами прямых инвестиций, такие как KKR, Hellman & Friedman, TPG, Warburg Pincus и прочие, ухватились за предоставившуюся возможность и принялись вливать деньги в страховой сектор. Но вместо того чтобы инвестировать в существующие компании, пытавшиеся осилить крупные страховые выплаты, они создали новых перестраховщиков с чистыми бухгалтерскими балансами, рассчитывая, что израненные ветераны могут составить им лишь слабую конкуренцию.

Спустя два месяца после атак террористов Blackstone инвестировала \$201 млн в новую перестраховочную компанию Axis Capital, которую создала вместе с четырьмя другими компаниями прямых инвестиций. А в июне 2002 г. вместе с лондонской Candover Investments и другими вложила \$268 млн еще в одного перестраховщика, Aspen Insurance, созданного на основе активов, которые была вынуждена продать лондонская перестраховочная компания Wellington Re. Инвестиции на 100% состояли из собственного капитала без привлечения заемных средств. Но в этой парализованной сфере деятельности их потенциал обещал

быть сопоставим с доходностью LBO в хорошие времена, потому что новые игроки должны были оказаться небывало прибыльными.

На тот момент «мы оценивали возможность успешной работы в этой области примерно в три года», рассказывает Шварцман. Потом приток капитала должен был увеличиться, что стимулировало бы конкуренцию, привело к снижению страховых премий и вернуло доходность к историческим уровням. «Мы понимали, что в силу характера страхового бизнеса не сможем рассчитывать на баснословную доходность, но вот на 21, 22 или 23% в год на протяжении нескольких лет рассчитывать могли»¹, — говорит Шварцман.

На Axis Capital в конечном итоге Blackstone получила среднегодовую доходность в 30,2%. Aspen, вероятно, могла бы принести столько же, если бы не понесла большие убытки из-за урагана «Катрина» в 2005 г. В результате Blackstone заработала на ней всего лишь 15%.

В середине 2002 г., когда фондовые рынки продолжали падать, Blackstone еще дальше отошла от своих привычных принципов инвестирования и примерила на себя роль стервятника — инвестора в долговые инструменты. Прежде на эту неизведанную территорию она осмеливалась ступить всего дважды, когда покупала долг оператора торговых центров DeBartolo в 1993 г. и канадского девелопера Cadillac Fairview в 1995 г.

На финансовом жаргоне стервятниками называют инвесторов, которые набрасываются на обанкротившиеся или проблемные компании, покупая их долги и облигации. Инвестирование в проблемные долги требует проведения во многом такого же анализа, как при LBO, — нужно оценить стоимость активов компании и ее способность генерировать достаточный денежный поток, чтобы покрыть долг. Но когда положение дел в компании постоянно ухудшается, намного сложнее определить, сколько ее стоимости может быть спасено и какие именно кредиторы ее получают.

В соответствии с корпоративным законодательством кредиторы ранжируются согласно иерархии, которая определяет, кто и сколько получит в случае неплатежеспособности компании. Верхний уровень занимают банки, чьи так называемые старшие кредиты (кредиты первой очереди) обеспечены активами компании. За ними следуют держатели облигаций, поставщики и сотрудники. В конце очереди стоят акционеры, ожидающие, пока выплаты будут произведены всем кредиторам. Когда активы компании будут подсчитаны или распроданы, с кредиторами первой очереди проводится полный расчет, тогда как находящимся в конце очереди может мало что достаться или не достаться ничего. Требования промежуточных кредиторов могут быть оплачены только частично, поэтому при реструктуризации компании эти группы нередко обменивают свой долг на долю в капитале, что дает им шанс возместить убытки.

Инвесторы-стервятники могут заработать деньги несколькими способами. Некоторые играют на понижении процентной ставки. Например, если по облигации выплачивается ставка 10% от номинальной стоимости и она продается с дисконтом по цене 67% от номинала из-за риска неплатежеспособности эмитента, то покупатель зарабатывает 15%-ную доходность на свои инвестиции; фактическая процентная ставка получается на 50% выше номинальной благодаря снижению цены. Уже одно только это может привлечь инвесторов. Если же компания остается платежеспособной и полностью погашает облигации, инвесторы получают всю номинальную стоимость в \$1 и получают 50%-ную доходность на вложенные ими 67 центов. С другой стороны, если положение компании улучшится, инвестору необязательно ждать, когда наступит срок погашения, потому что рыночная цена облигации вырастет и он сможет продать ее с прибылью.

Другой способ — сделать ставку на те категории долга компании, которые могут быть не выплачены в полном объеме, но могут быть обменены на долю в акционерном капитале при реструктуризации. Но эта игра только для отважных, потому что выигрыш зависит не только от юридического статуса долга, но и от результатов деятельности проблемной компании и волатильности рынка проблемных долгов. Реструктуризация и реорганизация, проводимые согласно главе 11 закона о банкротстве, часто сопровождаются ожесточенными спорами между кредиторами по поводу того, кому и сколько заплатят сейчас и кто и сколько получит потом, когда компания пройдет через процедуру банкротства, — подобные схватки могут существенно затянуть восстановление компании. Сколько бы цифр вы ни обработали в своих электронных таблицах, рассчитать размер выплаты по определенной категории долга будет непросто.

«Сделки с проблемными компаниями требуют совершенно иного подхода, — утверждает партнер Blackstone Чин Чу. — Переговоры здесь проходят гораздо сложнее, потому что вам приходится играть, скажем так, в трехмерные шахматы с акционерами и кредиторами — многочисленными владельцами траншей займа»².

Но, не видя на горизонте подходящих вариантов для LBO, Blackstone была готова рискнуть. «Мы инвестируем в стоимость, а потому для нас не важно, где именно в структуре капитала мы окажемся, — объясняет Шварцман. — В 2002 г. нам стало абсолютно очевидно, что во многих компаниях субординированный долг — необычайно притягательное место»³. Другими словами, покупка задешево проблемных займов и облигаций была столь же выгодным делом, как и покупка долей в акционерном капитале, — при условии, что за счет этого можно было получить прибыль.

Свою новую стратегию Blackstone испытала на компании Adelphia Communications, которая объявила о банкротстве в 2002 г., признавшись

в фальсификации бухгалтерской отчетности с целью сокрытия долгов. Марк Галлогли, чья команда работала в телекоммуникационной отрасли с середины 1990-х гг., хорошо разбирался в этом бизнесе и был уверен в ставке на долги Adelphia. Помочь с разработкой стратегии сделки призвали Арта Ньюмана, возглавлявшего в Blackstone группу консультантов по реструктуризации. «Эти парни хорошо знали активы, а я до тонкостей разбирался в процессе банкротства»⁴, — говорит Ньюман.

На вторичном рынке Blackstone скупила значительный пакет долгов Adelphia и получила место в комитете кредиторов, где стала настаивать на продаже компании.

Несколько месяцев спустя, в сентябре 2002 г., Blackstone начала скупать долги Charter Communications, принадлежавшей сооснователю Microsoft Полу Аллену гигантской компании, которая под завязку набрала долгов, чтобы купить по запредельным ценам кабельные сети, в том числе и у Blackstone — холдинги TW Fanch, Bresnan и InterMedia. В обоих случаях основной бизнес был весьма и весьма устойчивым, просто компании несли слишком много долговой нагрузки, а ее можно было уменьшать путем реструктуризации.

«На тот момент “кабель” выглядел относительно защищенным, — вспоминает Шварцман. — Его системы были расширены, и их трудно было скопировать конкурентам. Клиентам нравилось смотреть телевизор без помех, а многие новые игроки, попытавшиеся бросить вызов кабельному телевидению, обанкротились».

Blackstone потратила на долги Adelphia и Charter весомую сумму в \$516 млн из фонда прямых инвестиций 1997 г. и телекоммуникационного фонда. Это была крупная ставка, но поначалу казалось, что время компания выбрала крайне неудачно. Шварцману оставалось только наблюдать, как падают цены на долги, вспоминает Ларри Гаффи, в то время молодой партнер, работавший над этими сделками: «Стоимость их долговых обязательств упала на рынке ниже цены нашей покупки. Это было мучительно осознавать, особенно когда звонил Стив и требовал ответа — почему долги торгуются ниже цены их приобретения? Я отчетливо это помню»⁵.

В середине 2003 г., когда все еще было неясно, окупятся ли ставки на Adelphia и Charter, Blackstone начала изучать возможность третьей крупной инвестиции в проблемные долги кабельных сетей. Она представлялась не менее рискованной, но в то же время сулила избавление от проблемных активов, поскольку рассматривались две кабельные сети Каллахана в Германии, стоимость которых Blackstone списала всего несколько месяцев назад.

Как и в случае с Adelphia и Charter, кабельные операторы в Северном Рейне-Вестфалии и Баден-Вюртемберге в основе своей были здоровыми компаниями. Просто они исчерпали ликвидность, потому что потратили слишком много и слишком быстро на модернизацию сетей

и не успели привлечь достаточно новых клиентов, чтобы идти в ногу с конкурентами. Blackstone считала, что, если сменить в них руководство и взять затраты под контроль, появится шанс компенсировать предыдущие потери.

Гаффи, переехавший в Лондон в 2002 г., принял дела у Марка Галлогли и Саймона Лонергана, которые курировали первоначальные инвестиции в немецких кабельных операторов. Хотя официально банки не обратили взыскание на их заложенное имущество, компании находились в таком стесненном финансовом положении, что фактически принадлежали банкам. Вместе со своими соинвесторами по 2000 г. — пенсионным фондом Квебека Caisse de Dépôt и Bank of America — Blackstone обратилась к одному из кредиторов сети в Баден-Вюртемберге и договорилась о покупке значительной части ее долгов по мизерной цене из расчета 19% от номинала, а еще больше долгов купила на открытом рынке с огромным дисконтом. Также на открытом рынке трио инвесторов приобрело долги компании в Северном Рейне-Вестфалии на \$20 млн.

На этот раз выбор времени оказался настолько же точным, насколько злополучным он был в 2000 г. Инвесторы обменяли купленные ими долги сети в Баден-Вюртемберге на доли в акционерном капитале при реструктуризации компании, а затем Blackstone приобрела у Caisse de Dépôt и Bank of America принадлежавшие им доли, став контролирующим акционером сети. Работая с новым генеральным директором, который был нанят незадолго до окончания участия Каллахана в управлении, они сбалансировали капиталовложения и доходы. «Мы сокращали вложения до тех пор, пока доходы их не догнали», — поясняет Гаффи.

Реструктуризация сократила задолженность компании до приемлемого уровня, и в скором времени бизнес снова встал на ноги. К 2005 г. прибыли уже выросли, и компания смогла занять деньги, чтобы рефинансировать долг и выплатить огромные дивиденды Blackstone и другим акционерам. Продав последние акции этих двух сетей в 2006 г., Blackstone получила \$381 млн прибыли — в три раза больше того, что вложила в долги компаний, и тем самым с лихвой компенсировала убыток в размере \$264 млн, понесенный на первоначальных инвестициях. Вдобавок к этому ее телекоммуникационный фонд заработал \$312 млн прибыли на долгах еще одной проблемной немецкой компании кабельных сетей, Primacom. Наконец, Blackstone удалось вернуть часть денег, потерянных на инвестициях в компанию спутникового радиовещания Sirius Satellite Radio, также купив задешево ее долги. Таким образом, ее телекоммуникационный фонд, который в 2002 г., казалось, находился в отчаянном положении, залатал дыры и начал генерировать прибыли.

«Когда мы только собрали этот фонд с капиталом в \$2 млрд, первая его сделка под управлением Каллахана пошла ко дну, — вспоминает

Гаффи. — Это составляло 15% от капитала фонда, который, казалось, может обратиться в ноль. Мы проигрывали со счетом 1:8 в седьмом иннинге*, но сумели отыграться».

Adelphia и Charter обрушили на Blackstone еще более щедрый золотой дождь — почти \$1 млрд прибыли. В целом же Blackstone почти удвоила те примерно \$800 млн, которыми решилась рискнуть, инвестируя в проблемные долги⁶.

На протяжении нескольких лет телекоммуникационный фонд оставался наименее прибыльным из всех фондов Blackstone с годовой доходностью менее 10%. Но, благодаря сделкам в роли инвестора-стервятника и некоторым более поздним инвестициям, к 2007 г. он достиг приличной, если не сказать превосходной доходности в 17% годовых — даже больше, чем фонд 1997 г.⁷

Постепенно снова стало возможным инвестировать в акционерный капитал, что во многих случаях стало побочным следствием необходимости компаниям сокращать расходы в напряженной экономической ситуации.

По всей Америке и Европе корпорации, которые в конце 1990-х гг. ударились в разгул поглощений, теперь страдали от несварения. Многие слияния оказались неудачными, но даже те, что работали, зачастую оставляли покупателей с чрезмерным долговым бременем. Многие компании были вынуждены продавать активы, чтобы заплатить долги и укрепить балансы, но покупателей находилось немного. На рынках не возникало спроса на IPO, поэтому продать через него дочерние компании не представлялось возможным. И корпоративный мир в целом после покупательского бума конца 1990-х гг. не желал больше расширяться за счет поглощений. Имея солидный капитал, Blackstone и другие фонды прямых инвестиций вошли в число немногочисленных покупателей и начали заполнять вакуум.

Чтобы найти сделки, которые в принципе можно было структурировать и провести, потребовалось проявить изобретательность, и в течение нового раунда инвестиций в акционерный капитал Blackstone так или иначе отклонялась от стандартной модели LBO.

Когда в октябре 2002 г. Blackstone приобрела миноритарный пакет в датской фармацевтической компании Nycomed, консорциум покупателей, в который она входила, вложил почти 40% в виде собственного капитала — намного больше привычных 25% и даже 30%. Ставку сделали на рост: согласно их расчетам, если бизнес будет расширяться достаточно быстро, инвесторы смогут заработать прибыль на уровне LBO даже без значительных заемных средств⁸.

* Бейсбольный матч состоит из девяти иннингов. — *Прим. ред.*

Нетипичным получилось и финансирование покупки производителя автокомпонентов TRW Automotive за \$4,6 млрд осенью того же года. Оборонный подрядчик Northrop Grumman в то время находился в процессе приобретения материнской компании TRW, также оборонного поставщика, и ему потребовалось как можно быстрее продать дочернюю компанию, чтобы погасить кредиты, взятые для основного поглощения. Blackstone не хотела инвестировать из собственных средств больше \$500 млн, поэтому Нил Симпкинс, молодой партнер, проводивший сделку, убедил Northrop сохранить 45%-ную долю, пока Blackstone после закрытия сделки будет привлекать других инвесторов. Фактически продавец обеспечивал финансирование продажи собственного актива в рассрочку. Более того, Northrop частично ссудила Blackstone деньгами на покупку ее 55%-ной доли. Однако найти долговой капитал, чтобы покрыть оставшуюся часть сделки, оказалось трудно. В конечном итоге Blackstone нашла соинвесторов, позволив Northrop сократить свою долю до 19%, как она и планировала⁹.

В другом случае Blackstone успешно помогла публичной компании осуществить поглощение. Компания по страхованию облигаций PMI Group хотела купить у General Electric страховщика муниципальных облигаций Financial Guaranty Insurance Company, но рейтинги облигаций были ниже, чем у FGIC, и прямое поглощение могло негативно отразиться на FGIC. Чтобы защитить кредитный рейтинг FGIC, Blackstone и еще одна компания прямых инвестиций, Cypress Group, согласились приобрести по 23% акций, чтобы FGIC не считалась дочерней компанией PMI. Планировалось, что через какое-то время PMI будет в состоянии приобрести FGIC полностью¹⁰.

Blackstone также сделала две ставки на энергетический сектор. В 2004 г. она рискнула вложиться в начинающую нефтегазоразведывательную компанию Kosmos Energy, которая планировала разведку нефти у западного побережья Африки, а также купила Foundation Coal, американскую дочернюю компанию немецкой RAW, распродававшей активы.

В конце 2001 г. и в 2002 г., когда рынки еще шатались от последствий терактов, Blackstone удалось вложить более \$1 млрд капитала из своих фондов, а в 2003 г. запустить в работу еще \$1,5 млрд.

Помимо прибылей, заработанных Blackstone и ее инвесторами, эти сделки, как и сделки других фондов прямых инвестиций, способствовали вливанию столь необходимого капитала в компании, когда рынки капитала фактически были закрыты. Например, именно деньги Blackstone позволили Northrop и PMI осуществить ключевые приобретения. Также Blackstone помогла профинансировать две новые страховые компании и энергетический стартап Kosmos Energy. В других случаях она покупала активы, от которых проблемные компании срочно хотели избавиться в то время, когда на рынке было мало покупателей.

Например, сделка в партнерстве с Bain Capital и Thomas H. Lee Partners по покупке в 2002 г. за \$1,7 млрд издателя учебной литературы Houghton Mifflin обеспечила средствами ее материнскую компанию, французского медиагиганта Vivendi, оказавшегося на грани краха после необдуманной серии поглощений. Еще одна сделка, с производителем продуктов для водоочистки Ondeo Nalco SA, выросла из реструктуризации его французской материнской компании Suez SA.

Разумеется, не одна только Blackstone приходила на выручку продавцам в условиях нехватки покупателей. В Европе, Соединенных Штатах и Канаде фонды прямых инвестиций заплатили весомые суммы за издателей телефонных справочников — дочерние компании телекоммуникационных корпораций, которым требовалось сократить долги. В Германии KKR загрэбла скопом промышленные компании — изготовителя оборудования для штамповки пластмассовых изделий, производителя подъемных кранов и другие, приобретенные всего несколько лет назад немецким конгломератом Siemens, в тот период испытывавшим затруднения.

Покупатели были виртуозными конъюнктурщиками, использовавшими царившее на рынках смятение и экономические проблемы корпоративного мира к собственной выгоде и выгоде своих инвесторов. В то же время миллиарды долларов, вложенные ими на дне рынка, обеспечили продавцов капиталом, позволившим им пережить рецессию и остановить падение рыночной стоимости. Имея значительные средства, фонды прямых инвестиций взяли на себя функцию, которую основные рынки капитала в то время перестали выполнять.

ТРЕБУЕТСЯ ПОМОЩЬ

Потрясения на рынках были далеко не единственной проблемой, с которой Шварцман столкнулся в первые годы нового тысячелетия. Он ломал голову над тем, как управлять бизнесом, давно переросшим свой менеджмент. Blackstone больше не была маленькой компанией, которой они с Питерсоном без труда руководили в течение первых 10 лет. За период с 1996 по 2000 г. ее штат удвоился, достигнув 350 человек¹. Помимо гигантского фонда прямых инвестиций теперь она владела одной из крупнейших на Уолл-стрит группой инвестиций в недвижимость и недавно собрала новый мезонинный фонд, призванный предоставлять займы среднему бизнесу. Группа недвижимости управляла несколькими элитными отелями в Лондоне, покупала офисные центры и склады во Франции, земельные участки в Германии. Blackstone наконец-то открыла свой офис в Лондоне и теперь планировала заняться прямыми инвестициями по всей Европе. Было ясно, что такая экспансия повлечет за собой массу деловых, культурных и юридических вопросов.

Между тем в головном офисе хватало своих проблем. Группа M&A прозябала уже несколько лет, а в группе LBO осталось всего два опытных организатора сделок — Марк Галлогли, специализировавшийся на телекоммуникациях, и Говард Липсон, эксперт широкого профиля. Эксцентричный, привязанный к своему кабинету Джеймс Моссман выносил решения и координировал сделки.

Всем этим руководил Шварцман, который просто выбивался из сил. «Я работал по 14 часов в сутки, зачастую по субботам и воскресеньям. В конце концов я мог стать препятствием для дальнейшего роста компании. Я понял, что мне нужен помощник, но в то же время понимал, что ни один человек внутри компании не подходит для этого. Мы обсуждали данный вопрос с партнерами, поэтому проблема не была секретом», — рассказывает он.

Действительно, Шварцман без обиняков заявил об этом Моссману, Липсону и Галлогли. «По правде говоря, никто из нас троих

не был по натуре управленцем, — признает Липсон. — Стив так и сказал: “Кто-то должен управлять всем этим, но я не думаю, что кто-то из вас”»².

Смирившись с тем, что ему придется искать человека на стороне, в 2000 г. Шварцман счел, что он нашел решение в лице банкира Джими Ли, который финансировал многие сделки Blackstone. В то время Ли находился на вершине своей карьеры. После того как он сделал Chase Manhattan ведущим игроком в сфере финансирования M&A, его назначили в банке директором по инвестиционно-банковским операциям, а весной того года *Forbes* поместил на обложке его фото с заголовком «Знакомьтесь: новый Майкл Милкен»³.

Но уже через несколько недель после торжественного помазания в журнале Ли отодвинули в сторону, вследствие того что Chase с целью укрепления своего инвестиционно-банковского бизнеса поглотил Weacon Group, консультанта по слияниям и поглощениям. Председатель совета директоров и гендиректор Chase Билл Харрисон, наставник Ли, назначил главу Weacon Group Джеффри Бойзи, некогда влиятельную фигуру в группе M&A в Goldman Sachs, руководителем инвестиционно-банковского направления Chase. Харрисон попросил Ли остаться в качестве главного генератора идей для бизнеса, но управленческие функции — и титул — отныне переходили к Бойзи. Осенью того года Ли и остальные инвестиционные банкиры Chase были еще дальше задвинуты в тень, когда Chase договорился о поглощении J. P. Morgan. Chase жаждал заполучить первоклассный бизнес J. P. Morgan в области слияний и поглощений и операций с ценными бумагами, который дополнял бы крепкие позиции в сфере кредитования, но никто не подумал о том, к чему приведет неизбежная борьба за власть, которая развернется после объединения двух организаций⁴.

В мастерстве кредитования LBO и операций на рынке мусорных облигаций Ли не было равных, и он хорошо разбирался в инвестиционной деятельности Blackstone. В ходе многолетнего сотрудничества Ли установил тесные отношения с ее партнерами. «В решающие моменты истории Blackstone мы чувствовали, что Джими всегда был рядом с нами»⁵, — говорит бывший партнер Blackstone Брет Перлман, работавший в компании с 1989 по 2004 г.

Ли, который до того работал в намного более крупных и зрелых организациях, считал, что сможет сразу же принести пользу Blackstone. «Большинство компаний прямых инвестиций выросли из маленьких фирм-бутиков, — рассказывает Ли. — Там партнеры собирались на заседание и обсуждали: “Давайте заключим эту сделку, давайте заключим ту сделку”. Там не было ни структуры, ни инфраструктуры, не было и управления персоналом и рисками. Но к 2000 г. та же Blackstone находилась в бизнесе уже 15 лет, и ее деятельность расширялась. Она выходила на глобальный уровень и многое была готова сделать».

Питерсон и Шварцман предложили ему весомую долю в Blackstone и пост вице-председателя вкупе с функциями непосредственного руководителя текущей деятельностью компании. К ноябрю они выработали объемное соглашение, составили пресс-релиз, и Ли был готов к переходу. Он уже поставил Харрисона в известность о том, что ведет переговоры с Blackstone. Но сказал Шварцману, что, прежде чем подписывать контракт, хотел бы лично встретиться с Харрисоном и сообщить ему об уходе. В один из ноябрьских дней Ли передал своему патрону сообщение с предложением о встрече. Харрисон сбежал с заседания комитета иностранных советников банка, чтобы услышать, что же хотел сказать ему Ли.

«Я сказал: “Мне здесь отлично работалось. Это мое самое любимое место в мире. Но теперь я собираюсь заняться другим делом”, — вспоминает Ли. — Харрисон ответил: “Пожалуйста, дай нам денек, чтобы справиться с мыслями и постараться отговорить тебя от этого решения”».

Хотя Харрисон сам отстранил Ли от управления делами, он не хотел терять одну из ключевых фигур, от которых зависел успех Chase. Харрисон пустил в ход все средства и постарался затронуть все эмоциональные струны. «Собрались директора и другие старшие менеджеры, — рассказывает Ли. — Они отвели меня в помещение, которое я называю “комнатой без углов”, куда приводят собирающегося увольняться сотрудника и начинают бомбардировать его фразами типа “О! Я помню тебя еще ребенком!”. “Старшие друзья” играют на твоей привязанности: “Твой дом здесь, Джимми Ли!”».

Уговоры сработали. В конце встречи от готовности Ли спрыгнуть с корабля Chase не осталось и следа. Вечером он дозвонился до Шварцмана, который находился в отеле Ritz Carlton в Неаполе, штат Флорида. Звонок застал Шварцмана на веранде. «Джимми сказал: “Я просто не могу так поступить. Билл попросил меня остаться. Я работал с Биллом на протяжении всей своей карьеры”», — вспоминает Шварцман.

Он не мог поверить своим ушам. «Стив воскликнул: “Эй! Что случилось? Я был уверен, что ты уволишься, а потом придешь к нам и подпишешь контракт!” — вспоминает Ли. — Он спросил: “Дело в деньгах? Тебе нужно больше денег?”» Ли ответил, что деньги тут ни при чем.

«Джимми исключительно преданный человек, — отмечает Шварцман, — и людям, и организациям». Но в тот момент Шварцман чрезвычайно расстроился и, поскольку у него не было других кандидатов, приостановил поиски своего номера два⁶.

Но нехватка управленческих кадров продолжала остро ощущаться в Blackstone. Нагрузка на Шварцмана только усилилась, когда в 2001–2002 гг. Blackstone развернула кампанию по сбору средств для очередного фонда Blackstone Capital Partners IV с капиталом \$6 млрд. Поэтому в середине 2002 г., два года спустя после неудачи с Ли, Шварцман снова занялся поисками подходящего человека. Хедхантер Том Нефф

предложил ему встретиться с Тони Джеймсом, который тогда возглавлял в Credit Suisse First Boston инвестбанковское подразделение и группу альтернативных инвестиций⁷. Шварцман и Джеймс были знакомы еще с 1989 г., когда Donaldson, Lufkin & Jenrette, где в то время работал Джеймс, и Blackstone спорили о параметрах облигаций для финансирования покупки железнодорожной компании CNW, но с тех пор их пути не пересекались.

Теоретически Джеймс обладал всеми необходимыми компетенциями⁸. В DLJ он был суперзвездой. Всего через семь лет после окончания школы бизнеса, в 1982 г., его назначили в банке главой группы по слияниям и поглощениям — примерно в то же время Шварцман занял аналогичную должность в Lehman Brothers. Спустя три года Джеймс создал подразделение DLJ Merchant Banking, где собрал инвестиционных банкиров, призванных искать компании, в которые банк мог бы инвестировать собственные средства. В 1990-е гг. DLJ Merchant Banking привлекал деньги внешних инвесторов для нескольких фондов, по объему лишь немногим уступавших фондам Blackstone. В процессе этого Джеймс, непосредственно курировавший инвестиционную деятельность DLJ до конца 1990-х, показал одни из лучших результатов в данной области. Когда Шварцман связался с ним в 2002 г., инвесторы сформированного в 1992 г. фонда DLJ с капиталом в \$1 млрд получили после вычета комиссий банка среднегодовую доходность более 70% — астрономический показатель, особенно если учесть, что он поддерживался на протяжении столь длительного периода. Это вдвое превышало достижение фонда Blackstone 1993 г., показавшего весьма приличную среднегодовую доходность 34%⁹.

Джеймс преуспел и как менеджер — в 1995 г. он возглавил весь инвестиционно-банковский бизнес DLJ. Хотя над ним находились еще два уровня руководства, многие внутри и вне банка рассматривали его как фактического главу DLJ и считали той движущей силой, которая привела к трансформации банка из небольшой аналитической компании в крупного игрока на Уолл-стрит. «Официально он не управлял банком, но, вероятно, был в нем главной фигурой, и благодаря ему банк стал тем, чем стал, — утверждает Сабин Стритер, бывший банкир DLJ и крестный отец одного из детей Джеймса. — Тони был самым ценным специалистом, когда-либо работавшим в DLJ»¹⁰.

«Он блистал в DLJ, — подтверждает другой банкир, работавший в банке в 1990-е гг. — Он руководил инвестиционным комитетом, а когда управлял DLJ Merchant Banking, подразделение целиком зависело от него». Джеймс всегда считался «самым умным парнем в банке», подчеркивает его бывший коллега.

Когда в 1990 г. обанкротился Drexel Burnham Lambert, Джеймс поспешил нанять многих его лучших банкиров, включая Кена Моэлиса, звезду M&A, и трейдера Беннета Гудмена, который помог DLJ создать

группу инвестирования в высокодоходные облигации. При Джеймсе DLJ добавил подразделения по реструктуризации и мезонинному кредитованию, фонд фондов и даже небольшой отдел инвестиций в недвижимость — бизнес-портфель, очень похожий на тот, что сформировали у себя Питерсон и Шварцман.

Но главным достижением Джеймса в DLJ стало проведенное при его непосредственном участии слияние DLJ с Credit Suisse First Boston в 2000 г. Швейцарская материнская компания CSFB, Credit Suisse, выложила \$11,5 млрд стремясь вывести свой второразрядный американский банк в первые ряды с помощью банкиров и клиентов DLJ. Джеймса назначили соруководителем инвестиционно-банковского подразделения CSFB и направления альтернативных инвестиций. Но к 2002 г. дела в CSFB резко покатались под гору. Тогда весь инвестбанковский сектор, кормившийся на буме M&A и IPO конца 1990-х гг., переживал спад. Банки теряли огромные деньги и тысячами увольняли сотрудников.

CSFB значительно переплатил за DLJ на пике рынка, и многие из ведущих фигур DLJ, положив в карман миллионы долларов от продажи своих акций, вскоре после слияния покинули банк. Некоторые в CSFB обвиняли Джеймса в том, что именно он убедил швейцарскую компанию заплатить такую высокую цену, а затем позволил сбежать талантливым специалистам. Когда после серии стычек с регулирующими органами CSFB возглавил новый генеральный директор Джон Мэк, он как бы продвинул Джеймса по служебной лестнице, создав для него новую должность председателя глобальных инвестбанковских операций, где ему, однако, никто не подчинялся, а на его место назначил нового человека. Хотя Джеймса не уволили, как многих других банкиров в тот период, его коллега в DLJ назвал новое назначение «достойной смертью»¹¹.

Хотя Джеймсу после слияния и достался пакет на \$1,1 млн акций DLJ, он не мог им воспользоваться до лета 2002 г., а пока что ему оставалось сидеть и ждать, но было очевидно, что пришло время искать новую работу.

С точки зрения Шварцмана, Джеймс обладал идеальным набором навыков и опыта: «В сущности, Тони был прирожденным предпринимателем. И на протяжении многих лет он в DLJ, как говорится, нажимал на курок — в качестве главного инвестора принимал все ключевые решения». Сходство между деятельностью DLJ и бизнесом, выстроенным Blackstone, также поражало: «Его карьера была точной копией моей. Крайне удивительное совпадение».

Первая встреча состоялась в офисе Blackstone. Оба были немного удивлены, но сочли перспективы их взаимоотношений многообещающими. «Каждый из нас вышел с той встречи думая: “Хм, я и не подозревал, что мы настолько подходим друг другу”», — вспоминает Джеймс.

Чтобы лучше узнать Джеймса в непринужденной и спокойной обстановке, Шварцман пригласил его на обед к себе домой на Парк-авеню, 740. «Я не хотел снова встречаться с ним на работе. И хотел понять ход его мыслей», — объясняет Шварцман.

Во время длинного обеда они живо обменивались своим опытом и взглядами на мир. «Я прекрасно провел время, потому что мы смогли затронуть в разговоре буквально все, что связано с миром финансов, — рассказывает Шварцман. — “Рассмотрим вот такую ситуацию. Как, по-твоему, нужно из нее выходить? Что, по-твоему, пошло не так? А как бы поступил ты?” Думаю, что мы оба обнаружили невероятное совпадение наших инвестиционных стилей, результатов и консервативных подходов».

Беседы продолжались на протяжении еще нескольких обедов дома у Шварцмана, во время которых каждый из них оценивал другого. «Мы очень много говорили, и далеко не только о работе, — вспоминает Джеймс. — Разговаривали о жизни, обменивались мнениями, просто настраиваясь на одну волну, в общем-то без всякой определенной цели».

Взаимопонимание они наладили, хотя во многих отношениях очень отличались. Высокий худощавый Джеймс (официально Гамильтон Джеймс) вырос в провинциальной Новой Англии, где окончил частную среднюю школу, и был выходцем из семьи высокооплачиваемых менеджеров. Его отец возглавлял подразделение управленческого консалтинга в уважаемой консалтинговой фирме Arthur D. Little, а Джеймс готовился в школе Choate Rosemary Hall к поступлению в Гарвардский университет, где впоследствии получил степень бакалавра и мастера делового администрирования. Он нес на себе печать аристократизма, которого не доставало Шварцману. По словам бывшей сотрудницы Джеймса, он относился к тому редкому типу мужчин, кто способен явиться в офис в светлом костюме в полосочку и окружающие воспримут это как должное.

Джеймс исповедовал более интеллектуальный подход. В отличие от Шварцмана, который, хотя и поглощал данные, предоставленные его подчиненными, и вникал в детали их исследований, но в конечном итоге принимал решения, руководствуясь интуицией, Джеймс получал наслаждение от самого процесса анализа.

Если Шварцман с трудом притворялся, что его интересуют и заботят дела подчиненных, то Джеймс, казалось, искренне интересовался всеми, от почтовой службы до топ-менеджмента. Он любил играть в учителя и наставника, охотно выполнял тяжелую работу в моменты аврала, за что подчиненные платили ему глубочайшей преданностью. Когда он был погружен в работу, его умственные способности и трудоспособность поражали окружающих. Но в то же время он любил повеселиться и чувствовал себя абсолютно комфортно и с кружкой пива в руках, развлекая коллег в своем доме в Коннектикуте, и на корпоративных

вечеринках, где неистово отплясывал, заставляя собравшихся удивленно поднимать брови.

Самолюбие Джеймса было под стать самолюбию Шварцмана — некоторые сотрудники из других компаний даже считали его высокомерным, — но оно проявлялось совершенно иначе. Так, Джеймс, фактически бывший главой DLJ, с удовольствием управлял банком, оставляя более высокопоставленным менеджерам возможность пребывать в центре общественного внимания. Он не испытывал потребности видеть свое имя в газетах, и, действительно, оно редко появлялось в прессе. Ему хватало того благоговейного восхищения, которое вызывали у подчиненных его впечатляющие интеллект, трудоспособность и обаяние.

Джеймс спокойно пренебрегал условностями, которых, по общему мнению, должны придерживаться супербанкиры. Он ездил на метро и, будучи на протяжении многих лет членом совета директоров розничного дискаунтера Costco, часто появлялся в офисе в дешевых рубашках от Costco. В то время как Шварцман проводил отпуск в своих домах, расположенных в традиционных местах отдыха богачей — в Хэмптоне на Лонг-Айленде, Палм-Бич во Флориде и Сен-Тропе во Франции, или на своей яхте в Карибском море, Джеймс был страстным любителем рыбалки нахлыстом. Он собственноручно изготавливал искусственных мушек и отправлялся в рискованные путешествия по бассейну Амазонки и рекам Монголии вместе со своим другом Дэвидом Бондерманом, не терпящим авторитетов основателем компании TRG.

В то же время между этими двумя людьми наблюдалось много общего. Как и Шварцман, Джеймс был заядлым спортсменом; играл за университетскую футбольную команду в Гарварде и теперь, когда ему перевалило за пятьдесят, продолжал играть в футбол по выходным. Он был не менее амбициозным и честолюбивым, чем Шварцман, и ему точно так же был присущ дух предпринимательства.

Поскольку Шварцман после окончания колледжа тоже начинал карьеру в DLJ, он знал многих топ-менеджеров банка, которые впоследствии стали боссами Джеймса. Поэтому сразу же после первой застольной беседы он решил собрать дополнительную информацию и позвонил пятерым из них, включая основателей DLJ Билла Дональдсона и Дика Дженретта, чтобы узнать их мнение о Джеймсе.

«Все они сказали одно и то же: Тони — блестящий профессионал, трудоголик, проницательный инвестор и прирожденный лидер, а работавшие на него люди бесконечно ему преданы. И что он блестящий менеджер, в высшей степени преданный своей организации. И что он никогда меня не предаст. “Вы полностью подходите друг другу”, — твердили они в унисон», — рассказывает Шварцман. Тот факт, что пять человек, которые хорошо знали и его, и Джеймса на протяжении нескольких десятилетий, верили в успех их тандема, придавал Шварцману уверенности.

И все же это был рискованный шаг для них обоих. Шварцман никогда не боялся привлекать под свое начало ярких личностей со своими амбициями и планами. Так, он нанял в Blackstone на раннем этапе Роджера Альтмана, Дэвида Стокмана, Ларри Финка и Тома Хилла. Но на этот раз ситуация была иной. Теперь он искал не просто влиятельную фигуру со связями или подходящего человека для запуска нового направления бизнеса. Этот найм на работу должен был оказать гораздо более глубокое влияние на всю компанию. На протяжении 10 лет Blackstone оставалась шоу Стива Шварцмана, и теперь он хотел поделиться своей главной ролью. По степени ответственности это больше походило на поиск спутника жизни, нежели заместителя. Ни один из его коллег в других компаниях не пытался нанять руководителя такого уровня извне, и мало у кого был четкий план сохранения преемственности внутри организации, поэтому Шварцману предстояло проторить оба пути первому.

Джеймс хорошо представлял, что это значило: «Blackstone — очень сильная компания с очень сильным лидером и сильными сотрудниками. То, что Стивен собирался передать мне руководство основными направлениями бизнеса и сделать меня своей правой рукой, представляло для него огромный шаг — он должен был довериться постороннему человеку, которого, по существу, не знал».

Blackstone была не единственным вариантом для Джеймса. Параллельно он обсуждал возможность открытия новой компании вместе с Гарретом Мораном и Беннетом Гудманом, двумя старшими банкирами DLJ. Также он вел переговоры с основателями TPG Дэвидом Бондерманом и Джимом Коултером о присоединении к ним. Он понимал, что работа в Blackstone несет особые риски. Предпринимателям и основателям компаний, таким как Шварцман, часто бывает трудно уступить контроль над своим детищем другому человеку, и они могут наломать дров, пытаясь внедрить заместителей и назначенных преемников. Нанимаемые ими восходящие звезды нередко оказываются обескровленными и выброшенными на обочину корпоративной магистрали через год или два. Для Джеймса, который в DLJ пользовался широкой автономией, это было вопросом особой важности.

«Он и вправду имеет это в виду? — рассуждал Джеймс. — Собирается предоставить мне свободу действий? Последние 12 лет я работал так, будто надо мной не было начальства. Я был в высшей степени независим как менеджер и управлял вверенным мне бизнесом так, как считал нужным. Для меня это очень важно. Я не очень-то почитаю иерархию и начальство. Мне нравится принимать решения самому. Нравится управлять бизнесом по-своему и нести ответственность за результат. Я хочу иметь возможность принимать решения и изменять порядок вещей».

Друзья говорят, что Джеймс сомневался¹². О том, что Шварцман рассорился из-за денег с Ларри Финком и Ральфом Шлосстейном, топ-менеджерами BlackRock, было хорошо известно на Уолл-стрит, как

и о том факте, что между Шварцманом и Альтманом никогда не наблюдалось особой любви. Растущая трещина в его отношениях с Питерсоном также не осталась секретом для финансового мира. И, разумеется, никому никогда и в голову бы не пришло назвать Шварцмана боссом своей мечты. Окажется ли он способен предоставить Джеймсу реальные полномочия для ежедневного руководства компанией? Эта тема красной нитью проходила через их застольные разговоры.

«От него не стоило ждать откровений или твердых обещаний, — говорит Джеймс. — Когда вы имеете дело с предпринимателем и генеральным директором в одном лице, вы должны оценить его намерение, а также способность воплотить это намерение в жизнь с эмоциональной и личностной точек зрения». В конце концов Джеймс пришел к выводу, что игра стоит свеч: «Я сделал ставку на то, что он действительно собирается и способен так поступить, и он это сделал».

Во время последнего обеда Шварцман также уверился в правильности своего выбора: «В конце встречи я сказал: “Думаю, это будет идеальным партнерством. Мне кажется, что в процессе совместной работы между нами могут возникнуть разногласия только по одному поводу. Ты будешь стремиться открыть много новых направлений бизнеса, и некоторые из них окажутся недостаточно весомыми для того, чтобы представлять для нас интерес. Потому что ты превосходишь меня как менеджер. Я же предпочитаю если и начинать, так по-крупному. Это дело вкуса. Просто разный подход к ведению бизнеса. Но у нас никогда не будет разногласий по поводу сделок и инвестиций”».

В конце лета Джеймс дал согласие, в частности, соблазнившись предложенной ему весомой долей в компании. (К моменту проведения ее IPO в 2007 г. ему принадлежало 6,2% акций, немного больше, чем Питерсону.) Они со Шварцманом договорились, что до конца года Джеймс доработает в CSFB, но вскоре Шварцман начал активно теревить его просьбами о совете и помощи. «Как только я согласился на переход, Стив принялся постоянно звонить мне: “У нас кризис! Не мог бы ты подойти и обсудить с нами ситуацию?” Или: “Мы собираемся сделать крупные инвестиции. Что ты думаешь по этому поводу?” Или: “Мы хотим изменить нашу систему вознаграждения. Ты должен в этом участвовать” и так далее», — рассказывает Джеймс. Он был просто не в состоянии нести двойную ответственность и перешел в Blackstone раньше намеченного срока, в начале ноября¹³.

Джеймс не стал терять времени даром. «Он пришел, и мы почувствовали его присутствие с первого же дня, — говорит бывший партнер Blackstone Брет Перлман. — Он не сидел полгода в своем кабинете, разрабатывая идеи насчет того, что хотел бы предпринять»¹⁴.

Хотя его мандат предусматривал управление всей компанией, Шварцман хотел, чтобы в первую очередь Джеймс сосредоточился

на оживлении консультационного бизнеса в сфере слияний и поглощений, а также довел до нужного состояния группу прямых инвестиций¹⁵.

Одним из первых шагов Джеймса стало укрепление порядка в инвестиционном процессе. Он ввел процедуру предварительного отбора, согласно которой партнеры, которые раньше могли заниматься исследованием заинтересовавших их инвестиционных возможностей в течение многих недель и даже месяцев без всякого контроля, теперь были обязаны в самом начале представлять краткое описание проекта на рассмотрение руководства, и уже оно решало, является ли эта возможность достаточно перспективной, чтобы партнер тратил на нее свое время.

Он также потребовал от партнеров тщательнее анализировать присутствующие сделкам риски. Подобно коллегам в других компаниях, партнеры Blackstone были приучены разрабатывать пространные сценарии, часто на 100–150 страниц, расписывая «каждую мелочь для каждого подразделения вплоть до того, сколько бутылок кока-колы будет покупаться для конференц-зала и по какой цене», вспоминает Джеймс, чтобы в итоге выдать базовый прогноз по минимальным финансовым показателям. Но он настоял на том, чтобы партнеры шли в своем анализе еще дальше и уделяли больше внимания возможности наступления случайных событий, способных потопить инвестиции или, наоборот, обеспечить их успех, — тому, что экономисты называют опциональностью^{*16}.

В качестве примера Джеймс приводит инвестиции в авиакомпанию: «Вы допускаете вероятность крупного теракта, который может обанкротить авиакомпанию, но такие события происходят один раз в 20 лет, поэтому вы не рассматриваете их в своем базовом прогнозе. Также существует вероятность взлета цен на нефть за год с \$30 до \$140 за баррель. Но такого никогда не происходило прежде — максимально цены повышались за год на \$20. Как же они могут подняться на \$100? Тем не менее вероятность этого существует». Наконец, есть риск возникновения проблем с трудовым коллективом, «но, господа, у нас замечательные отношения с профсоюзами, да к тому же у нас в распоряжении есть целых три года до истечения трудового соглашения».

«Шансы на то, что такие маловероятные события наступят, равны одному к десяти, одному к двадцати, одному к пятидесяти и т. д., поэтому вы не рассматриваете их в своем базовом прогнозе, — говорил он, но тем не менее они остаются источниками опасности. — Хотя вероятность наступления любого из них крайне невелика, но невелика и вероятность того, что ни одно из них не произойдет. Вы умножаете все шансы и получаете, что вероятность одного из таких событий составляет, скажем, 55%, и это вас ошеломляет».

Такой же анализ следует проводить и в отношении благоприятных событий. Некоторые инвестиции схожи с опционами «колл», дающими

* Способ организации управления, при котором работникам предлагается выбор из нескольких предлагаемых способов действия. — *Прим. ред.*

вам право на покупку акций по установленной цене в будущем. Если Blackstone может использовать достаточно большое кредитное плечо, чтобы рисковать минимумом своих средств, и если вероятность негативных событий невелика, тогда как потенциальный выигрыш от наступления некоего положительного события огромен, как это было с кабельными операторами Blackstone, которые Пол Аллен приобрел у нее по завышенным ценам в 1999–2000 гг., — эту сделку можно рассматривать как выгодный опцион колл. Джеймс втолковывал, что «огромная стоимость опциона позволяет нам отделаться малой кровью»¹⁷, говорит партнер Ларри Гаффи, курировавший первый неудачный раунд инвестиций в немецкие компании кабельных сетей.

Хотя сама по себе эта концепция не была для компании в новинку, однако новым был подход: Джеймс требовал, чтобы анализ негативных и позитивных последствий проводился со всей строгостью и последовательностью. (Шварцман подходил к этому вопросу менее формально. «Ну и какой сценарий предлагает нам зубная фея?» — любил он спрашивать у партнеров, продвигающих свои инвестиции.)

Одновременно Джеймс запустил внутри компании серию семинаров и стратегических обзоров. Несмотря на внедрение новых процедур, он ускорил процесс принятия решений, который до его прихода был тягучим, как патока. До введения процедуры предварительного отбора функцию куратора выполнял Моссман и все предложения проходили через него. «Восемь железнодорожных путей сходились к одной станции»¹⁸, — вспоминает партнер Blackstone Чин Чу. Каждое предложение об инвестициях проходило через стол Моссмана по многу раз, прежде чем получало одобрение инвестиционного комитета. Джеймс умел лучше, чем ветераны Blackstone, принимать решения и продвигать их.

Он также поставил целью улучшить личностную динамику в корпоративной культуре Blackstone, которую он назвал «раздражающей». Джеймс настоял на введении метода «360 градусов» (метод текущей оценки персонала, который заключается в выявлении степени соответствия сотрудника занимаемой должности посредством опроса его делового окружения) для оценки партнеров — они должны были оцениваться своими коллегами, подчиненными и руководством. Он «хотел, чтобы партнеров оценивали не только на основе их профессиональных навыков, но и с учетом того, как они обучают своих сотрудников, и т. п.», говорит Гаффи.

Джеймс поручил провести исчерпывающее исследование прошлых инвестиций компании, чтобы точно узнать, где и за счет чего она зарабатывала деньги и где и почему их теряла. Отчет об исследовании содержал ряд неожиданных выводов.

Как и следовало ожидать, Blackstone зарабатывала самые большие прибыли, когда правильно выбирала время для сделки — покупала на дне рынка и продавала на пике. Но с годами вырисовывались

удивительные закономерности. Например, оказалось, что партнеры были склонны переоценивать способности менеджмента приобретаемых компаний. В сделках, где ответственные за них партнеры изначально высоко оценивали менеджмент, достигнутая доходность неизменно разочаровывала. «Профессионализм менеджмента определяет его способность выполнить бизнес-план», — говорилось в отчете. И далее с оттенком сухой иронии: «К сожалению, складывается впечатление, что мы не умеем точно оценивать этот параметр и в соответствии с ним корректировать наши операционные прогнозы»¹⁹.

Результаты исследования заставили Blackstone привлекать внешних консультантов и психологов для оценки управленческих команд в компаниях, представляющих потенциальный интерес для инвестиций. Оно также ясно показало, что Blackstone отстает от конкурентов в улучшении операционной деятельности приобретенных компаний, и это открытие привело к расширению ее группы консалтинга и поддержки менеджмента.

Внимательно изучил Джеймс и отношения Blackstone с ее банкерами. Он начал отслеживать, сколько компания платила отдельным инвестиционным банкам и какие из них обеспечивали ей новые сделки, а какие нет. Параллельно он начал устанавливать дружеские отношения с банками, чтобы изменить сложившуюся репутацию компании как упрямого и трудного клиента²⁰.

«Тони сказал: “Мы не собираемся биться до последнего за каждый базисный пункт и торговаться из-за крохотной разницы в процентных ставках”, — вспоминает банкир Blackstone. — Вы знаете Стива — он бы такого не сказал»²¹.

Джеймс во многом изменил и структуру организации. «До прихода Джеймса Blackstone управлялась как маленькая компания, выросшая в большую, — как пять разрозненных бутиков, — говорит партнер Чад Пайк, занимающийся инвестициями в недвижимость. — У нас не было стандартизированных рабочих процессов. Теперь же концы сведены с концами»²².

Улучшения признавали все и, в частности, Шварцман. Разумеется, время от времени ему приходилось прикусывать язык, когда он не соглашался с инициативами Джеймса, но вскоре он понял, что напарник незаменим. Со своей стороны, Джеймс никогда не оспаривал статуса Шварцмана как главного босса и уважительно относился к его прерогативам. Через какое-то время между ними установились тесные отношения — они разговаривали друг с другом или оставляли друг другу длинные голосовые сообщения по десятку раз на день. Шварцмана часто можно было увидеть комфортно устроившимся в кресле перед столом Джеймса.

Шварцман понимал, что внедрение Джеймса в топ-менеджмент между ним и партнерами — дело деликатное и требует осторожного подхода.

«Тони не пришел в компанию в качестве президента, которому все должны подчиняться, как это происходит при обычном корпоративном назначении, — говорит Шварцман. — Мы поступили по-другому». Хотя решение нанять Джеймса принадлежало Шварцману, он обсудил его назначение со всеми партнерами, чтобы они не чувствовали, будто новый руководитель навязан им сверху. Он также понимал, что приход Джеймса перетряхнет существующие связи между управленцами. «Мне пришлось продумать, как выстроить его взаимоотношения с каждой ключевой фигурой»²³, — вспоминает Шварцман.

Некоторые партнеры испытывали беспокойство, пытаясь предугадать, как отразится на них приход Джеймса²⁴. Непосредственно же попал под удар Моссман. Он весьма узко воспринимал свои обязанности как директора по инвестициям, что расстраивало Шварцмана. Моссман не только не общался с посторонними, но и был мало заинтересован в руководстве людьми внутри компании, да к тому же хотел работать один день в неделю дома. Помимо личных причуд сама его роль — фильтра, через который должны были проходить все инвестиционные предложения, — становилась все более непрактичной, поскольку компания расширялась и выходила на глобальный уровень. С приходом Джеймса управление прямыми инвестициями перешло к нему. Моссман еще некоторое время оставался в компании, но в 2003 г. уволился и уехал в Коннектикут заниматься научными изысканиями²⁵.

Не случилось никакого кровопролития, никаких зачисток в корпоративном стиле. Но фактически, хотя Шварцман и оставался главным боссом, теперь все *подчинялись* Джеймсу. В тех редких случаях, когда сотрудники пытались действовать через его голову, обращаясь напрямую к Шварцману, тот поддерживал Джеймса. Для многих ветеранов компании кардинальные перемены были налицо.

«Раньше у каждого были свои особые отношения со Стивом и понимание своего места в организации, — вспоминает экс-партнер Говард Липсон. — Для старших парней внезапный переход в систему, которая гораздо больше походила на иерархию, оказался шоком».

Один за другим они начали покидать компанию. «Мотивы и чувства были разными, варьируясь от “не знаю, хочу ли я вообще работать”, как у Джеймса Моссмана, до “я хочу быть сам себе боссом и командовать своим парадом”, как у Марка Галлогли, включая различные промежуточные варианты», — рассказывает Липсон.

Они признавали, что Blackstone нужно расти и что Джеймс выводит ее «на следующий уровень» — шаблонное для делового мира суждение, которое почти все они использовали для оправдания происходивших перемен. Но у них уже не доставало желания и дальше тянуть эту лямку. «Люди заработали деньги, создали семьи и, как говорится, были уже не мальчиками, — поясняет Липсон. — Поэтому они сказали себе:

“Если я хочу попробовать заняться чем-то новым, то сейчас как раз настал подходящий момент”»²⁶.

Этому способствовало и то, что они баснословно разбогатели, и то, что, в отличие от других компаний прямых инвестиций, партнеры Blackstone не теряли свою долю участия в прибылях от прошлых инвестиций после ухода из компании. Они могли начать новую карьеру и продолжать получать чеки от Blackstone на протяжении многих лет до тех пор, пока не будут проданы все инвестиции, сделанные во время их работы на компанию.

Брет Перлман и Марк Галлогли воспользовались бумом в секторе прямых инвестиций, начавшимся сразу после прихода Джеймса в Blackstone, чтобы создать собственные фонды. В этот период инвесторы наводнили рынок прямых инвестиций потоками нового капитала, а пенсионные фонды и другие институциональные инвесторы, и не подумавшие бы несколько лет назад отдать свои деньги в управление компании без солидного досье, вдруг начали благосклонно относиться к новичкам. В 2004 г. Перлман, который еще в конце 1990-х гг. убеждал Шварцмана глубже врать в технологический и медиасектора, объединился с группой топ-менеджеров и инвесторов из Кремниевой долины, а также с Боно, солистом рок-группы U2, чтобы создать компанию Elevation Partners для инвестирования в сферы медиа, развлечений и потребления. В следующем году Elevation привлекла под управление \$1,9 млрд. В октябре 2005 г. Галлогли, который хотел отправиться в самостоятельное плавание еще с 1999 г., наконец-то воплотил свою мечту в жизнь и вместе с опытным инвестором в проблемные активы открыл компанию Centerbridge Partners. К следующему году в их распоряжении уже имелся фонд с капиталом \$3,2 млрд — в полтора с лишним раза большим по размеру, чем телекоммуникационный фонд Blackstone 2000 г. под управлением Галлогли²⁷.

Липсон в том же 2005-м перешел в компанию прямых инвестиций Pilot Group, специализирующуюся на сделках в медиасекторе, к бывшему руководителю Time Warner Бобу Питтману, знакомому ему по приобретению оператора тематических парков Six Flags. Джон Какрел, вернувшийся из Лондона в 2002 г., когда его соруководитель группы инвестиций в недвижимость Томас Сейлак покинул Blackstone, известил о своем уходе в том же месяце, что и Галлогли. Помимо Питерсона и Шварцмана к концу 2005 г. в Blackstone оставался всего один партнер, пришедший в нее до 1990 г., — Кеннет Уитни, который курировал взаимоотношения компании с инвесторами.

Среди старших менеджеров Blackstone вскоре появились новые лица. В 2003 г. в команду LBO пришел Пракаш Мелвани, авторитетный инвестор и один из основателей Vestar Capital Partners. В 2005 г. к компании присоединился Пол Шорр-четвертый, известный как «Чип»; ранее в подразделении прямых инвестиций Citigroup он отвечал

за инвестиции в технологический сектор. В том же году Джеймс нанял Гаррета Морана, одну из ключевых фигур в DLJ, на должность операционного директора в команде LBO, что еще больше усилило влияние Джеймса на ее деятельность. Наконец, тогда же был нанят Джеймс Квелла, опытный консультант по вопросам управления (до этого он работал консультантом по инвестициям в DLJ Merchant Banking); ему поручили создать в Blackstone команду корпоративных менеджеров для работы в приобретенных компаниях.

Спустя три года после того, как Джеймс взял бразды правления в свои руки, Blackstone преобразилась до неузнаваемости — стала более дисциплинированной, более коллегиальной и чуть менее колоритной. В сфере прямых инвестиций новое поколение партнеров 2000 г. — молодые люди тридцати с небольшим лет, на которых компания была вынуждена положиться в критической ситуации, — уверенно приняло на себя груз высокой ответственности. На них, как на младших партнерах, приход Джеймса отразился не так сильно, а уход Моссмана, Липсона и Галлогли расчистил им путь наверх. Еще до ухода Липсона и Галлогли молодые партнеры выступили инициаторами многих крупнейших инвестиций Blackstone в 2003–2004 гг. — сделок, которые установили новые рекорды по прибылям и заложили фундамент для подъема самой Blackstone в последующие годы. Это окончательно завершило отказ компании от вольной, ориентированной на яркие личности культуры первых лет работы.

В подразделении инвестиций в недвижимость уход Какрела освободил место для прихода нового поколения партнеров — Джонатана Грея и Чада Пайка, которые вместе стали управлять бизнесом. Они также направили свою команду по новому курсу, начав покупать целиком операторов недвижимости, а не отдельные объекты.

Успешная интеграция Джеймса в компанию, бесспорно, в значительной степени была обусловлена его талантами. Но гораздо больше она свидетельствовала об эволюции, произошедшей за эти годы с самим Шварцманом. Он совершил подвиг, который не удалось совершить никому из его коллег в других компаниях, как и подавляющему большинству предпринимателей вообще: привести преемника со стороны и наделить его реальной властью. Более того, он сумел осуществить этот переход без суматохи, разочарований и взаимных обид, характеризовавших компанию в первое десятилетие ее деятельности. Шварцман сумел умерить свои необузданные амбиции, под воздействием которых он вел Blackstone к вершине бизнеса прямых инвестиций.

«Он прекрасно знает свои сильные и слабые стороны, но хорошо это скрывает»²⁸, — так прокомментировал один банкир решение Шварцмана о найме Джеймса.

ТОЧНЫЙ ВЫБОР МЕСТА И ВРЕМЕНИ

В 2002 г., когда Шварцман и Джеймс изучали друг друга в ходе бесед за домашними обедами у основателя Blackstone, они выяснили, что всецело сходятся во взглядах на состояние рынка¹. Оба считали, что настал самый выгодный за десятилетие момент для покупки активов задешево. Джеймс заслужил репутацию проницательного инвестора благодаря своему фантастически прибыльному фонду, организованному им в DLJ в 1992 г., когда экономика еще пребывала в рецессии. Точно так же фонд Blackstone образца 1993 г., большая часть активов которого была инвестирована в начале экономического подъема 1990-х гг., оставался самым высокодоходным из всех ее фондов. К лету 2002 г. Blackstone фактически завершила формирование нового фонда с активами в \$6,9 млрд. Теперь оба партнера считали, что, когда рынки долгового капитала позволят это сделать, следует вернуться к бизнесу LBO в его классическом виде. Больше всего внимание обоих привлекали компании с циклическим бизнесом, чье состояние претерпевало резкие подъемы и спады в зависимости от экономических циклов.

Такая точка зрения шла вразрез с настроением большинства фондов прямых инвестиций, все еще зализывавших раны от своих ошибок конца 1990-х, но Шварцман доверял своей интуиции. «Помню, едва начался спад, а Стив уже загорелся: “Смотрите, что происходит! Нужно покупать!”»² — вспоминает Марио Джаннини из компании Hamilton Lane, консультирующей пенсионные фонды и других инвесторов по вопросам прямых инвестиций.

Разумеется, это было рискованно. Правильный выбор времени — решающий фактор при займе для покупки компании с циклическим бизнесом. Это как прыжки в воду со скалы в Акапулько, где неправильно выбранный момент для прыжка может стоить вам жизни. Именно поэтому многие фонды прямых инвестиций избегают циклического бизнеса. Но при точном расчете времени сделанные на дне цикла вложения с использованием заемных средств могут многократно увеличить прибыль. Кроме того, стоимость циклических компаний имеет тенденцию расти вместе с ростом их прибылей, поскольку покупатели акций готовы платить все большие по сравнению с прибылью или денежным потоком деньги, когда эти компании находятся на подъеме. Сочетание роста прибылей и роста стоимости обеспечит сверхдоходность инвестиций. Однако своевременный выход из них так же важен, как и вход, потому что, когда начинается экономический спад, коэффициенты стоимости обычно начинают снижаться параллельно со снижением прибылей. Компания, которая в хорошие времена была продана с семикратным отношением капитализации к прибыли, на падающем рынке вполне может торговаться с шестикратным коэффициентом. Если одновременно у нас падает прибыль, эти два фактора легко могут сократить стоимость компании на треть, в результате чего она будет стоить меньше своего долга, и инвестиции в ее акционерный капитал обесценятся, по крайней мере на бумаге. Таков неизбежный риск при использовании кредитного плеча.

Несмотря на всевозможные опасности, интуиция подсказывала Шварцману и Джеймсу, что нужно атаковать. «Мы действовали очень активно, даже агрессивно — вышли на рынок и скупили огромные сочные промышленные активы», — вспоминает Джеймс. В 2003 г., когда экономика развернулась от спада к росту, Blackstone уже намного опередила конкурентов, заключив сделки на \$16,5 млрд. Единственным игроком на этом рынке, следовавшим за ней по пятам, была группа прямых инвестиций банка Goldman Sachs. Следующие ближайшие конкуренты Blackstone — TPG и Apollo — отставали от нее наполовину³.

Первой крупной ставкой на циклический бизнес стала сделка с TRW Automotive⁴. Нил Симпкинс, один из пяти новых партнеров, пришедших в Blackstone в 2000 г., уже вел переговоры с ее материнской компанией, оборонным подрядчиком TRW, по поводу покупки принадлежащего ей производителя автокомпонентов, когда в 2002 г. другая военно-промышленная компания, Northrop Grumman, сделала предложение о враждебном поглощении самой TRW. Последняя в конечном счете уступила, но Northrop не нуждалась в производителе автокомпонентов и хотела продать его, даже еще не закрыв сделку по поглощению TRW. Поскольку Симпкинс уже вошел в курс дела, он смог быстро договориться с Northrop о покупке TRW Automotive за \$4,6 млрд.

В это же время Чин Чу, еще один представитель поколения новоиспеченных партнеров, исследовал две другие компании в химической отрасли, бизнес которых был подвержен не меньшей цикличности, чем автомобилестроение.

Чу попал в Blackstone необычным путем. Если большинство его коллег были выходцами из состоятельных семей, окончившими один из университетов Лиги плюща, то семья Чу бежала из Вьетнама, когда Соединенные Штаты вывели оттуда свои войска, и он получил степень бакалавра в Университете Буффало. После недолгого периода работы в банке он в 1990 г. пришел в Blackstone, где вскоре был отдан в ученики темпераментному Дэвиду Стокману. Чу не боялся подвергать сомнению взгляды своего босса и вошел в фольклор Blackstone благодаря инциденту, произошедшему в 1996 г., когда он работал вместе со Стокманом над инвестицией в производителя комплектующих для аэрокосмической промышленности Haunyes International. Когда Стокман представлял проект инвестиционному комитету, Шварцман спросил у Чу, что тот думает по поводу Haunyes. Чу откровенно заявил, что не считает эту инвестицию перспективной. Стокман разозлился на подчиненного настолько, что в течение нескольких недель не разговаривал с Чу. Наконец, Шварцману пришлось вызвать Стокмана к себе и указать, что будет практически невозможно закрыть эту сделку, если Стокман не общается со своим помощником, работавшим над проектом с самого начала.

Чу оказался прав по поводу Haunyes: Blackstone потеряла \$43 млн из вложенных \$54 млн. Теперь же, после ухода Стокмана, Чу и другие молодые партнеры должны были пройти серьезное испытание, заключив свои первые сделки.

Чу подписал таковую в сентябре 2003 г., приобретя Ondeo Nalco, производителя средств и оборудования для очистки воды из Иллинойса, принадлежавшего французской энергетической компании Suez, которая распродала непрофильные активы.

Но еще задолго до того, как Чу нацелился на Nalco, его внимание привлекла Celanese, публичная химическая компания из Франкфурта⁵. Два года ушло на то, чтобы уговорить ее согласиться на продажу, и еще два года, чтобы завершить последний этап сделки, но, когда все было закончено, Celanese принесла самую большую прибыль, которую когда-либо получала Blackstone. Сделка с Celanese стала высшим образцом искусства прямого инвестирования, блестящим сочетанием финансовой магии со значительной практической работой по улучшению операционной деятельности приобретенной компании. Вместе с Nalco, также многократно окупившей вложенные Blackstone деньги, сделка с Celanese укрепила репутацию Чу как самой яркой восходящей звезды группы LBO.

Когда Чу впервые начал изучать показатели Celanese в 2001 г., компания переживала резкий спад. Из-за проблем в экономике упал спрос на ее ключевые продукты: производные ацетила, используемые в красках, лекарствах и текстиле; ацетаты для производства сигаретных фильтров и тканей; пластмассы, используемые в автомобилях; химикаты сельскохозяйственного назначения; моющие средства, а также пищевые добавки.

Кроме того, Celanese выглядела своего рода сиротой. Первоначально это была американская компания, которую в 1987 г. приобрел немецкий производитель химической продукции и лекарственных препаратов Hoechst. Но в 1999 г. Hoechst согласился на слияние с французской фармацевтической компанией и продал Celanese через IPO на Франкфуртской фондовой бирже. Более половины операций и доходов Celanese приходилось на Соединенные Штаты и всего около 20% — на Европу, в связи с чем компания считалась немецкой лишь номинально и никогда не пользовалась особой благосклонностью на «своем» рынке. Кроме того, немецкий рынок всегда оценивал акции более скупно, чем американский. Поэтому казалось логичным перевести основной листинг Celanese в Нью-Йорк. По прогнозам Чу, там она должна была торговаться с повышенным коэффициентом стоимости: если в Германии она торговалась бы, скажем, на уровне четырехкратного денежного потока, то здесь уровень вполне мог вырасти до пятикратного.

Кроме того, Celanese казалась перспективной с точки зрения сокращения затрат. «Мы видели возможности для значительного сокращения затрат, поскольку Celanese была продуктом множества слияний и поглощений»⁶, — говорит Чу.

Но одно дело найти подходящую цель, и совсем другое — приобрести немецкую публичную компанию. Фонды прямых инвестиций встречали в Германии холодно, поскольку топ-менеджеры не хотели продавать свои компании инвесторам, которые через несколько лет снова сбудут их с рук. Частично это обуславливалось национальной корпоративной культурой. Немецкие компании больше, чем зарубежные, склонны к патернализму в защите своего персонала и сохранении корпоративных традиций. Кроме того, крупные немецкие компании по закону обязаны предоставлять почти половину мест в совете директоров представителям трудового коллектива, которые поголовно с подозрением относятся к фондам прямых инвестиций. В результате объемы прямых инвестиций в Великобритании и Франции были намного больше, чем в Германии, несмотря на то что экономики этих стран меньше по размеру.

Чу дважды делал предложение Celanese, и дважды ему отказали — сначала в 2001 г., затем в 2002-м. В мае 2003 г. он вернулся в третий раз, на этот раз в союзе с крупнейшим американским

промышленно-финансовым конгломератом General Electric. Они предложили провести слияние принадлежавшего Celanese производства пластмассы — составлявшего примерно четверть всего ее бизнеса — и глобального подразделения GE по производству пластмасс, а оставшуюся часть компании продать Blackstone. В то время акции Celanese торговались примерно на уровне четырехкратного денежного потока, что являлось выгодной ценой для приобретения компании, чьи прибыли должны были взлететь, как только экономика начнет набирать обороты.

Поскольку теперь на стороне Blackstone выступила GE, совет директоров Celanese наконец-то согласился выслушать предложение и вскоре позволил Blackstone и GE начать процедуру оценки компании. Их представители начали общаться с менеджерами и изучать внутреннюю документацию, чтобы составить представление о положении дел в компании и выявить возможные проблемы.

Но как только были сделаны первые шаги, руководство GE вдруг резко изменило свои планы и решило не расширять инвестиции в производство пластмассы. (Через четыре года GE продала свое подразделение по производству пластмассы.) Переговоры с Blackstone продолжались, но Celanese, казалось, специально тянула время, и Чу начал волноваться, что может снова быть отброшен на исходные позиции. Тогда, чтобы придать переговорам необходимый импульс, он предпринял обходной маневр, обратившись напрямую к крупнейшему акционеру Celanese, корпорации Kuwait Petroleum, владевшей 29% ее акций. Кувейтцы дали понять менеджменту, что они поддерживают продажу, и процесс снова активизировался.

Между руководителями Celanese существовал глубокий раскол по поводу продажи компании и перспективы работы на американских финансистов. «Нам потребовалось время, чтобы разобраться в том, как такие сделки структурируются, осуществляются и создают стоимость для акционеров»⁷, — поясняет Дэвид Вейдман, в то время директор по производству Celanese.

Но склонить на свою сторону менеджмент оказалось далеко не самым трудным. Сделка с Celanese состоялась, казалось, из сплошных осложнений.

Ее финансирование и проведение осложнились немецкими законами, регулирующими поглощение компаний. Как и большинство LBO, приобретение Celanese следовало осуществлять через новую холдинговую компанию, которая должна была занять деньги для покупки бизнеса и использовать его прибыли для выплат по долгу. Но немецкие законы запрещают покупателю забирать денежные средства у компании без разрешения ее акционеров, а на проведение голосования по этому вопросу мог уйти год и больше. Следовательно, Blackstone изначально требовалось вложить в компанию дополнительные средства,

чтобы ей было из чего выплачивать проценты по долгу в промежуточный период.

Раздобыть деньги тоже оказалось проблемой. Blackstone требовалось примерно \$850 млн для закрытия сделки, но эта сумма составила бы 13% средств ее нового фонда — намного больше того, чем компания была готова рискнуть по любой отдельно взятой инвестиции. Чу хотел привлечь к этой сделке другие фонды прямых инвестиций, которые могли бы выкупить меньшие доли, но вскоре обнаружил, насколько он был одинок в своем убеждении, что рынок химической продукции стоит на пороге подъема. Все шесть конкурентов Blackstone, к которым он обратился, ответили отказом. «Многие считали, что циклу еще предстоит достигнуть дна и только потом начнется улучшение. Они заявили нам: “Парни, вы переплачиваете”»⁸, — вспоминает Чу. В конце концов он собрал \$206 млн среди инвесторов Blackstone, согласившихся вложиться непосредственно в Celanese в придачу к инвестициям через фонд Blackstone. Bank of America, Deutsche Bank и Morgan Stanley, кредитовавшие LBO, также согласились купить привилегированные акции — гибрид долгового и акционерного капитала — и тем самым закрыли оставшуюся брешь.

В декабре 2003 г. все наконец-то встало на свои места, и совет директоров Celanese дал добро на продажу компании Blackstone по цене €32,50 за акцию, что в общей сумме составило €2,8 млрд (\$3,4 млрд). Это была самая крупная немецкая компания, когда-либо преобразованная из публично торгуемой в частную. Цена в €32,50 на 13% превышала среднюю цену, по которой акции Celanese торговались в последние три месяца, но Чу все равно счел ее выгодной, поскольку она была на уровне всего лишь пятикратного денежного потока⁹.

Но требовалось еще получить согласие акционеров. Кувейтцы обещали продать свой 29%-ный пакет, но другие акционеры вполне могли отклонить предложение о покупке акций за €32,50, причем немецкое законодательство о поглощении усиленно их к этому подталкивало.

В Соединенных Штатах и многих других европейских странах, если покупатель приобретает 90–95% акций компании, он по закону может вынудить оставшихся акционеров продать свои акции по цене, принятой другими акционерами. Однако в Германии акционеры имеют право отказаться и потребовать проведения оценочной экспертизы, причем используемые в ней мудреные формулы практически всегда выдают намного более высокую цену — иногда гораздо выше максимальной цены, по которой когда-либо торговались акции. Следовательно, до завершения процесса оценки Blackstone не могла точно знать, во сколько ей обойдется покупка Celanese.

Из-за этого права акционеров Чу оказался втянутым в игру «кто первым струсит» с паевыми и хедж-фондами, владевшими большей частью акций Celanese, — игру стоимостью в несколько миллиардов евро.

Одно из условий, на которых Blackstone выдвинула свое предложение, состояло в покупке не менее 75% акций по цене €32,50. Любое количество меньше этого — и сделка будет аннулирована. Паевые и хедж-фонды, разумеется, не хотели такого исхода, потому что Blackstone платила весомую премию, и акции, скорее всего, упали бы в цене намного ниже €32,50, если бы сделка не состоялась. Но если бы большинство других акционеров согласилось на €32,50, то в интересах любого оставшегося инвестора было потребовать проведения оценочной экспертизы.

«Помню, как сидел в своем кабинете и обзванивал каждый паевой и хедж-фонд, у которого были акции Celanese, — вспоминает Чу. — Все они хотели, чтобы сделка состоялась, но никто не хотел войти в обозначенные нами 75%».

29 марта 2004 г. — в день, когда истекал срок предложения, — результат все еще был неясен, и Шварцман сидел как на иголках. «Стив пришел ко мне в кабинет примерно в половине четвертого. Он не мог скрыть своего беспокойства, — говорит Чу. — Мы уже потратили на сделку \$25 млн, что было немалой суммой. Стив спросил: “Чин, ну как там дела, продвигаются или нет?” Я ответил: “Стив, я сижу на телефоне и пытаюсь договориться с каждым. Я не знаю, как там — продвигается или нет!” Тогда у нас не хватало 15%».

Шварцман вернулся снова за несколько минут до крайнего срока, наступавшего в 18.00. «Стив спросил у меня: “Каков официальный итог?” В тот момент нам не хватало 1,5%, но я сказал Стиву: “Думаю, когда ты проснешься завтра утром, все будет отлично, потому что многие парни приняли решение в последнюю минуту, и компьютерная система просто не успела обработать часть данных”».

На следующее утро Blackstone узнала, что набрала по меньшей мере 80% акций, а окончательный итог на следующий день составил 83,6%. Теперь Celanese принадлежала Blackstone. Потребовалось еще четыре месяца, чтобы провести голосование акционеров, и еще два, прежде чем денежный поток Celanese можно было использовать для обслуживания долга, и более полутора лет, чтобы скупить оставшуюся часть акций. Осенью 2004 г. Blackstone предложила €41,92 за акцию, но желающих продавать их не нашлось. Два американских хедж-фонда Paulson & Company и Arnold & S. Bleichroeder Advisers, которые вместе владели почти 12%-ным пакетом, потребовали еще больше. Наконец в августе 2005 г. оба согласились на цену в €51 за акцию. Несколько самых упрямых инвесторов продолжали держать акции и в конечном итоге получили за них по €67¹⁰. Хедж-фонд Paulson & Company впоследствии прославился тем, что в 2007 г. заработал миллиарды долларов, сделав ставку на крах ипотечного рынка.

Blackstone не стала ждать, пока полностью скупит все акции, и уже в апреле 2004 г., как только получила контроль над Celanese, приступила к ее преобразованию.

Первым шагом стала, так сказать, дегерманизация компании с целью оздоровить управленческую культуру и сделать Celanese более привлекательной для американских инвесторов с прицелом на будущее IPO. Blackstone наметила уволить генерального директора Celanese, проработавшего в ней и в Hoechst 38 лет, и на его место поставить энергичного лидера в американском стиле. Она остановила свой выбор на директоре по производству Дэвиде Вейдмане, американце, который перешел в Celanese из Honeywell/AlliedSignal всего четыре года назад и, таким образом, представлял собой свежую кровь.

Немецкие компании пользуются репутацией медлительных и бюрократических организаций. В Celanese эта проблема усугублялась тем, что у компании было три центра власти: головная штаб-квартира во Франкфурте и крупные вспомогательные офисы в Сомерсете, штат Нью-Джерси, и Далласе, которые она унаследовала за прошедшие годы, но так и не потрудились консолидировать. Некоторые топ-менеджеры работали в американских офисах, и эти три «герцогства» часто препирались между собой и боролись за верховенство. Blackstone решила централизовать власть в Далласе, чтобы уменьшить инертность организации и сократить накладные расходы¹¹.

Переезд в Даллас сэкономил \$42 млн в год¹². Оснащение новым оборудованием заводов в Северной Америке значительно повысило производительность и позволило сократить больше рабочих мест, что сэкономило еще \$81 млн в год. Celanese также избавилась от убыточного бизнеса по производству стеклоподобных пластмасс и продала долю в нерентабельном предприятии по производству топливных элементов, тем самым перекрыв два канала утечки прибыли. Еще \$27 млн в год она сэкономила благодаря перемещению большей части производства ацетатных волокон, используемых в сигаретных фильтрах, в Китай, где продажи сигарет росли, а рабочая сила была более дешевой.

В то же время, чтобы расширить бизнес, в октябре 2004 г. Celanese приобрела канадскую корпорацию Acetex за \$490 млн, а в следующем месяце договорилась о покупке Vinamul Polymers за \$208 млн. Acetex принесла новые мощности во Франции, Испании, на Ближнем Востоке и сделала Celanese ведущим производителем продуктов ацетила с 28%-ной долей на мировом рынке. Эти приобретения увеличили денежный поток еще на \$60 млн в год. Blackstone также одобрила планы Вейдмана по увеличению мощностей нескольких заводов, которые Celanese уже строила в Азии.

Скоропалительная продажа, изменение структуры и перемещение штаб-квартиры — «все эти шаги дались нам как немецкой публичной компании с преогромным трудом», говорит Вейдман, поскольку

сопряженные с ними затраты, включая выплаты уволенным сотрудникам и инвестиции в новые заводы, существенно урезали прибыль Celanese в краткосрочной перспективе. Кроме того, бюрократическая машина Celanese тормозила изменения, добавляет Вейдман, который оставался генеральным директором еще долгое время после того, как Blackstone продала Celanese.

Поскольку состояние мировой экономики улучшилось, а компания «подрезала жир» и расширилась за счет поглощений, ее бизнес стал набирать обороты. Еще перед закрытием сделки в апреле 2004 г. спрос вырос настолько, что Celanese начала поднимать цены. В течение года она 30 раз официально объявила о повышении цен, что позволило ей увеличить валовой доход с \$4,6 млрд в предыдущем году до \$4,9 млрд, а денежный поток — на 42%. Благодаря этому в сентябре 2004 г. Celanese смогла сделать дополнительные займы и выплатить дивиденды. За счет этих дивидендов Blackstone вернула три четверти капитала, вложенного ею в апреле. После этого большая часть того, что она получала впоследствии, становилась ее прибылью.

Через два месяца после выплаты дивидендов, в ноябре, Celanese подала документы для выхода на публичный рынок, и в январе 2005 г., спустя всего восемь с половиной месяцев после того, как Blackstone получила контроль над компанией, акции Celanese начали торговаться на Нью-Йоркской фондовой бирже. Как и прогнозировал Чу, американские инвесторы оценили компанию более высоко — на уровне ее 6,4-кратного денежного потока, или в 1,4 раза больше, чем за нее заплатила Blackstone. Celanese привлекла почти \$1 млрд за счет продажи обыкновенных и привилегированных акций, причем \$803 млн отошли Blackstone и ее соинвесторам вдобавок к ранее полученным дивидендам. Таким образом, Blackstone и ее соинвесторы заработали \$700 млн прибыли на вложенные ими \$612 млн и при этом по-прежнему владели большей частью Celanese¹³. К тому моменту, как они продали последнюю долю в Celanese в мае 2007 г., Blackstone и ее соинвесторы в общей сложности загребли \$2,9 млрд прибыли, почти в пять раз окупив инвестиции¹⁴. Это стало рекордной прибылью в одной сделке за всю историю Blackstone.

Сделка с Celanese воплотила в себе изобретательность финансового инжиниринга. По оценкам Чу, циклический подъем отрасли и более высокий коэффициент стоимости, поглощенный акциями компании на американском рынке, обусловили примерно две трети прибыли Blackstone по Celanese. Остальная треть проистекала из операционных изменений, таких как продажа нерентабельного бизнеса и покупка Acetex и Vinamul. Причем большая часть этого роста была достигнута за восемь с половиной месяцев, прошедших между поглощением и IPO.

Чу также утверждает, что благодаря именно этим улучшениям, а не состоянию экономики компания наполовину увеличила свой денежный поток в период с 2003 по 2006 г.¹⁵, и его мнение, судя по всему, подтверждается сравнением с другими химическими компаниями. За этот период денежный поток Celanese вырос на 80%, тогда как ни одному из ее ведущих конкурентов — BASF, Dow Chemical и Eastman Chemical — не удалось увеличить его больше чем на 50%¹⁶.

В процессе реструктуризации были сокращены более 1100 рабочих мест, но Celanese и создавала новые рабочие места, поэтому чистые потери за то время, когда компания находилась под контролем Blackstone, составили 400 рабочих мест, или примерно 4%. В то же время производительность труда в Celanese выросла более чем на 50% — с \$495 000 доходов в расчете на сотрудника в 2003 г. до \$750 000 в 2006 г. Возможно, половина этого роста была обусловлена наступлением фазы подъема в экономическом цикле, но значительная часть была достигнута благодаря операционным улучшениям и стратегическим изменениям, предпринятым Blackstone.

Celanese поддерживала высокие показатели в течение многих лет после выхода на публичный рынок. За следующие три года ее акции более чем утроились в цене — с \$16 при первичном размещении до почти \$50 на пике в середине 2008 г., существенно опередив конкурентов. Спад деловой активности в 2008–2009 гг. нанес ей ущерб, но Celanese вступила в этот период «коренным образом укрепившейся компанией»¹⁷, утверждает ее генеральный директор Дэвид Вейдман. Как на свидетельство этого он указывает на ее денежный поток, который в 2008–2009 гг. никогда не опускался ниже \$800 млн, что вдвое превышало его уровень во время рецессии 2001–2002 гг.

Даже релистинг в Соединенных Штатах — тактический ход, на первый взгляд казавшийся не более чем финансовым трюком, — принес пользу компании. Переход на американский рынок, где ее акции были оценены выше, обеспечил Celanese доступ к более дешевому капиталу, что позволило ей расширяться и приобретать другие компании. Теперь, чтобы привлечь тот же объем капитала, ей нужно было продать меньше акций, чем потребовалось бы в Германии.

Инвестирование в Nalco осуществлялось схожим образом. Компания оседлала волну подъема на рынках химической продукции, сделала дополнительные займы, чтобы выплатить дивиденды Blackstone, Apollo и Goldman Sachs Capital Partners, и в ноябре 2004 г., за два месяца до Celanese, вышла на биржу. Из расчета цены IPO инвестиции Blackstone за прошедший год выросли в стоимости втрое. К тому моменту, когда Blackstone продала последние акции Nalco в 2007 г., полученная прибыль в совокупности превысила ее инвестиции в Nalco в 1,7 раза¹⁸.

«К циклам нужно относиться с огромным уважением, — говорит Чу, оглядываясь на прошлое. — Каким бы проницательным инвестором вы ни были и какими бы выдающимися ни были компания и ее менеджмент, но если бы вы вложились в американскую или европейскую химическую компанию в 2007-м и вышли в 2010-м, то понесли бы убытки»¹⁹.

Это был урок, который Blackstone не учла в сделке с TRW Automotive. В 2003 г., сразу после ее покупки, спад на автомобильном рынке прекратился и продажи начали постепенно расти. Когда в феврале 2004 г., через год после приобретения, TRW разместила акции на бирже, Blackstone вернула большую часть инвестированного ею капитала и показала огромную нереализованную прибыль по оставшемуся пакету акций. В течение нескольких лет после этого TRW росла быстрыми темпами, несмотря на то что с 2005 г. продажи автомобилей в Соединенных Штатах и Европе были вялыми. Хотя акции компании не демонстрировали сильного роста относительно цены IPO в \$28, Blackstone продолжала держать 45%-ный пакет. В 2007 г., когда акции достигли максимальной цены в \$40, доля Blackstone стоила \$1,9 млрд, и инвестиции все еще казались успешными. Но Blackstone держала акции слишком долго. В 2008–2009 гг. продажи автомобилей резко упали, а вслед за ними на четверть в 2009 г. рухнули и продажи TRW. Весной 2009 г., когда акции TRW торговались на отметке \$1,52, доля Blackstone обесценилась до жалких \$70 млн²⁰. В 2010 г., когда акции снова поднялись в цене до \$30, Blackstone воспользовалась случаем и продала часть пакета, выручив \$264 млн. Оставшаяся у нее доля поднялась в стоимости до \$1,2 млрд, что возместило большую часть нереализованной в свое время прибыли. Но для выхода из этих инвестиций потребовалось намного больше времени, и, так как капитал был заморожен на протяжении стольких лет, итоговая среднегодовая доходность оказалась весьма скромной. Вот уж поистине, правильный выбор времени определяет все.

ПРОДАЖИ РАСТУТ, СТАВКИ ПОВЫШАЮТСЯ

Для того чтобы понять, что вызвало бум LBO в 2006–2007 гг., а также причины, позволившие крупным компаниям, управляющим фондами прямых инвестиций, сосредоточить в этот период в своих руках беспрецедентные капиталы и власть, следует разобраться в том, что происходило несколькими годами ранее.

2003-й оказался переломным годом для мировой экономики, и сделки с Celanese, Nalco и TRW стали предвестниками грядущих потоков прибылей. Другие фонды прямых инвестиций воспользовались подъемом экономики и рынков, чтобы выйти из ранее сделанных инвестиций. Прибыли, которые они обрушили на своих инвесторов в 2004–2005 гг., гарантировали, что следующий раунд сбора средств в фонды принесет гораздо большие суммы, чем предыдущий. Доступность кредитных средств также достигла беспрецедентных масштабов, и все вместе это создало условия для новой волны LBO, стремительно охватившей Соединенные Штаты и Европу.

Настроения изменились резко. С марта 2003 г., когда Blackstone ввела в игру свой новый фонд размером \$6,9 млрд, осуществив первые инвестиции в TRW Automotive, до конца года американский фондовый рынок вырос почти на 40%¹, и инвесторы снова жаждали IPO. Но после взрыва технологического пузыря в 2000 г. их вкусы изменились. На сей раз инвесторы не хотели вкладывать деньги в виртуальные доткомы без доходов и прибылей. Теперь их вполне устраивал прозаический бизнес со стабильными потоками прибылей — именно такой и предпочитали покупать фонды прямых инвестиций.

Blackstone поспешила воспользоваться ситуацией в своих интересах. В мае 2002 г., как только рынок IPO немного оживился, она провела первичное размещение акций нефтеперерабатывающей компании

Premcor, купленной в 1997 г. с подачи Дэвида Стокмана. Еще пару лет назад инвестиции в Premcor казались убыточными. Когда из-за перенасыщения рынка в 1997–1998 гг. обрушились цены на нефть, компания начала терять деньги. Затем в 2000 г. против нее были выдвинуты обвинения в нарушениях экологического законодательства. Но в 2002 г. цены на нефть выросли, компания пошла на поправку, и обоснование инвестиций Стокманом — что Premcor сможет извлечь выгоду из хронической нехватки нефтеперерабатывающих мощностей в Соединенных Штатах, — подтвердилось. Компания вышла на публичный рынок по цене в два с половиной раза выше той, что за нее заплатила Blackstone, и в дальнейшем цена ее акций продолжала расти. Когда Blackstone продала свой последний пакет через несколько лет, она в шесть раз окупила инвестиции.

В конце 2003 г. спрос на IPO стабилизировался, и Blackstone подготовила к выводу на биржу еще шесть своих компаний. В ноябре 2003 г. состоялось IPO карибского сотового оператора Centennial Communications, приобретенного в 1999 г. За ним последовала кейтеринговая компания Centerplate, купленная у KKR восемь лет назад; затем перестраховочная компания Aspen Insurance, созданная при участии Blackstone после событий 11 сентября 2001 г. В декабре 2003 г. IPO провела американская горнодобывающая компания Foundation Coal, купленная Blackstone у немецкой энергетической компании всего за пять месяцев до этого. Nalco и Celanese завершили перечень IPO. Ни в одном из этих случаев Blackstone не продала даже половины принадлежавших ей пакетов акций, но IPO запустили процесс фиксации прибыли и подготовили почву для дальнейшего успешного выхода из инвестиций путем продажи акций.

Вывод компании на биржу был не единственным способом заработать на развороте рынка. Другим способом стала рекапитализация с целью выплаты дивидендов, для чего компания брала дополнительные займы. Растущая экономика и ожившие кредитные рынки сделали эти два способа извлечения прибыли предпочтительными во многих случаях. Предположим, компания была приобретена за \$1 млрд с относительно небольшим кредитным плечом в 2002 г., когда кредитные рынки переживали спад, и имела долг всего в \$500 млн. Если растущая экономика увеличивала денежный поток на 20%, компания получала возможность занять еще \$100 млн (20% от \$500 млн), если банки-кредиторы применяли то же соотношение долга и денежного потока, что и при первоначальном финансировании сделки. Занятые деньги могли быть выплачены собственникам компании.

Но на деле барыши превзошли ожидания, потому что с активизацией рынков долгового капитала щедрость банкиров росла. Теперь при том же годовом денежном потоке можно было занять гораздо больше, чем в 2002 г. Рынок высокодоходных облигаций вновь открылся

в 2003–2004 гг. и быстро достиг максимумов 1997–1998-х гг., обрушив процентные ставки, когда на него хлынули потоки капитала. Еще в начале 2003 г. компании, выпустившей мусорные облигации, необходимо было предложить доходность на 8 процентных пунктов выше доходности казначейских векселей США, а в декабре 2003 г. этот спред сократился всего до 4 процентных пунктов². Благодаря снижению процентных расходов, компания могла взять на себя больше долга и заменить старый долг новыми, более дешевыми кредитами и облигациями. Таким образом, наша гипотетическая компания вполне могла занять дополнительно, скажем, \$200 млн и выплатить своим собственникам 40% от вложенных ими \$500 млн. Причем практически мгновенно! И такая рекапитализация, как правило, лишь совсем немного увеличивает расходы компании на выплату процентов.

Именно это произошло с Nalco. Изначально LBO было довольно сильно прокредитовано (долг в шесть раз превышал денежный поток компании), но уже через неделю после закрытия сделки, в ноябре 2003 г., Blackstone и ее соинвесторов Apollo и Goldman Sachs Capital Partners начали осаждать звонками банкиры, предлагая дать Nalco еще больше денег. «Для меня это стало призывом к действию, свидетельством того, что начинается нечто новое, — говорит участвовавший в сделке инвестор. — За какие-то несколько месяцев между подписанием сделки с Nalco летом и ее закрытием в ноябре ситуация с доступностью, стоимостью и структурой такого рода кредитов на рынке значительно изменилась к лучшему»³.

Рекапитализация обладала непреодолимой привлекательностью для фондов, осуществляющих LBO, поскольку позволяла им быстро вернуть часть инвестированного капитала без затяжного процесса продажи компании, а чем быстрее они возвращали деньги своих инвесторов, тем выше были показатели годовой доходности их инвестиций.

Для непосвященного рекапитализация может выглядеть как финансовое трюкачество. Но на самом деле это испытанный прием в арсенале компаний прямых инвестиций, и, если новый долг просто свидетельствует об улучшении бизнеса с открывающимися перед ним перспективами, в такой практике нет ничего порочного. Это все равно что владеть многоквартирным домом, в котором доходы от арендной платы и стоимость самой недвижимости резко выросли. Нет ничего безответственного в том, чтобы рефинансировать недвижимость и вывести акционерный капитал, если рост доходов и стоимости кажется стабильным.

Однако никогда ранее рекапитализация не достигала такого размаха. Фонды прямых инвестиций, крупные и мелкие, откачали \$86 млрд из купленных ими компаний в 2004–2007 гг. — эти деньги в основном перетекли напрямую инвесторам фондов*⁴.

* Инвесторы, не принимающие участия в управлении бизнесом и отвечающие по обязательствам фонда только своими взносами в его капитал. — *Прим. ред.*

Первое время рекапитализация во многом была необходимостью, потому что фондам прямых инвестиций было непросто найти покупателей на свои компании. После бездумного бума поглощений конца 1990-х гг. корпорации боялись возобновлять покупки даже после завершения рецессии. Только к 2007 г. активность в сфере слияний снова вышла на уровень 1999–2000 гг.

Чтобы компенсировать отсутствие корпоративных покупателей, фонды прямых инвестиций создали собственный рынок M&A, где покупали компании друг у друга, — практика, известная как вторичный выкуп.

Вторичные выкупы производителей матрацев Simmons Company и Sealy Corporation, последовавшие друг за другом зимой 2003–2004 гг., ознаменовали собой странную участь некоторых портфельных компаний — переходить от одного фонда прямых инвестиций к другому⁵. Когда Thomas H. Lee Partners приобрела Simmons у Fenway Partners за \$1,1 млрд, это стало пятым выкупом Simmons на заемные средства за 17 лет ее существования. Через несколько месяцев KKR купила Sealy у Bain Capital и Charles bank Capital Partners за \$1,5 млрд, став четвертым владельцем — прямым инвестором Sealy за последние 15 лет.

И опять же, для непосвященного наблюдателя это выглядело странно. Невольно вспоминалось, как Милоу Миндербиндер, жуликоватый начальник офицерской столовой из романа Джозефа Хеллера «Уловка 22», зарабатывал на том, что покупал яйца по семь центов и перепродавал их по пять*. Так, может, и компании, занимавшиеся LBO, просто играли между собой в финансовые «наперстки»?

Но вторичные LBO не озадачивают при ближайшем рассмотрении финансовой отчетности компаний, входивших в портфели фондов прямых инвестиций. Переходя из рук в руки между фондами, оба производителя матрацев демонстрировали устойчивый рост и расширяли бизнес. Они консолидировали меньшие по размеру компании и запустили новые линейки продуктов, их обороты росли благодаря медленному, но стабильному увеличению количества спален в среднестатистическом американском доме, и они вышли на зарубежные рынки. Их денежные потоки были достаточно предсказуемыми, чтобы позволить привлечь значительные заемные средства, а это приносило собственникам прибыли даже от сравнительно незначительных улучшений.

Но такое кувыркание выявило и риски, присущие чрезмерному кредитованию компаний. Два из семи предыдущих LBO обоих

* Милоу покупал яйца в Сицилии по центу за штуку, а затем тайно их переправлял на Мальту, но уже по четыре с половиной цента. С тем чтобы, когда спрос на Мальте возрастет, повысить цену до семи центов за штуку, закупить их и перепродать на Пьяносе для офицеров по пять центов, благодаря чему он выставял себя благодетелем, получал разного рода привилегии и к тому же не оставался внакладе. — *Прим. ред.*

производителей матрасов закончились плохо: Simmons и Sealy по разу не смогли выполнить своих обязательств, когда их новые владельцы переплатили и взвалили на компании чрезмерную долговую нагрузку. (Simmons обанкротился в 2009 г. по той же причине, а затем Sealy потребовалось огромное вливание дополнительного капитала от KKR, чтобы остаться на плаву.)

Но три других предыдущих LBO Simmons были чрезвычайно прибыльными, главным образом благодаря ее превосходным финансовым результатам: за период с 1991 г., когда ее впервые приобрел Merrill Lynch, по 2007 г. ее годовой денежный поток возрос более чем шестикратно — с \$24 млн до \$158 млн⁶. Хотя рост Sealy не отличался такой стабильностью, ее денежный поток утроился за тот же промежуток времени, и обе компании существенно выросли в стоимости за без малого два десятилетия⁷. Учитывая расширение бизнеса, а также значительные совокупные прибыли, которые за эти годы они принесли своим владельцам, неудивительно, что, когда они выставались на продажу, покупателями оказывались другие фонды прямых инвестиций.

Со всеми этими IPO, рекапитализацией и вторичными выкупами денежные средства у фондов стали накапливаться быстрее, чем они успевали возвращать их своим инвесторам. В 2001 г., на дне рыночного цикла, фонды прямых инвестиций Blackstone сумели выплатить своим инвесторам всего лишь \$146 млн. В 2004 г. им было выплачено уже \$2,7 млрд, в 2005 г. — \$4,2 млрд, в 2006 г. — еще \$4,7 млрд, что лишний раз подтвердило выгоды хитроумной комбинации растущего рынка с заемными средствами. Конкуренты Blackstone выписывали еще более крупные чеки. В 2004 г. Carlyle похвалялась в пресс-релизе, что ее инвесторы получили \$5,3 млрд, а KKR в том же году объявила о выплате \$7 млрд. В 2005 г. Carlyle также выплатила своим инвесторам \$7 млрд⁸. В течение четырех-пяти лет сфера прямого инвестирования стала самоокупающейся: полученные ими деньги инвесторы тут же вкладывали в новые фонды. Суммы совпадали почти один к одному.

Но не только промежуточные итоги поражали воображение. Благодаря тому что теперь компании прямых инвестиций могли быстро возвращать инвестированный ими капитал и извлекать прибыли, доходность их фондов также взлетела до небес. Если вы удваиваете свой капитал за пять лет, ваша годовая доходность по простой ставке составляет 20%, но если удваиваете его за два года, доходность подсакивает до 50%. Подъем экономики стал манной небесной для всей сферы прямых инвестиций, но Blackstone обогнала своих крупных конкурентов. К концу 2005 г. ее четвертый фонд, начавший инвестировать в начале 2003 г., заработал годовую доходность свыше 70% после вычета комиссии Blackstone за успех, что в два с половиной раза превышало темпы роста фондового рынка, составившие за тот же период 20% в год.

Фонды, созданные примерно тогда же ее конкурентами, такими как Apollo, KKR и TPG, тоже опередили фондовый рынок, но далеко не с таким отрывом. Их доходность составляла порядка 40%, а доходность большинства других фондов прямых инвестиций была и того ниже, поэтому Blackstone выделялась на общем фоне⁹.

Фонд Blackstone 2002 г. удержал лидерство среди крупнейших фондов прямых инвестиций: по состоянию на конец 2008 г. он показал среднегодовую доходность порядка 40%, тем самым в два-три раза опередив фонды конкурентов, также созданные ими на дне цикла в 2001–2003 гг.¹⁰ Это достижение стало возможным благодаря тому, что в 2002 г. Шварцман и Джеймс нутром почувствовали: рынок достиг дна и начинает разворачиваться, а также благодаря двум сногшибательным сделкам Чин Чу по Celanese и Nalco. Поскольку Blackstone планировала начать сбор средств для своего очередного фонда, впечатляющие показатели доходности обеспечили ей конкурентное преимущество.

Согласно законам финансового мира (и человеческой натуры), чем больше инвестиционные менеджеры зарабатывают денег для клиентов, тем больше со временем привлекают капитала под свое управление. Принимая во внимание огромные прибыли и экстраординарные показатели доходности, Blackstone и другие успешные компании прямых инвестиций обеспечили себе колоссальные пулы инвестиционного капитала в ходе формирования следующих фондов. Этому способствовал еще один фактор — увеличение квот, которые пенсионные фонды и другие крупные инвесторы устанавливали для вложений в сферу прямых инвестиций.

В 2000 г. перечень институциональных инвесторов, вкладывающих капитал в фонды прямых инвестиций, существенно отличался от того, что был в 1986–1987 гг., когда Питерсон и Шварцман обивали пороги в поисках финансирования для своего первого фонда. Тогда в первую очередь они обзвонили страховые компании, японские банки и брокерские дома. И только в самом конце сумели привлечь средства от двух корпоративных пенсионных фондов — General Motors и General Electric. Однако в конце 1990-х гг. на долю банков и страховых компаний уже приходилось лишь порядка 15% активов фондов прямых инвестиций и венчурных фондов, тогда как ведущими финансистами LBO стали местные пенсионные фонды и пенсионные фонды штатов, которые обеспечивали примерно половину привлекаемого капитала¹¹.

Хотя типичный пенсионный фонд по-прежнему держал половину или более средств в обыкновенных акциях и значительную часть — в облигациях, постепенно менеджеры пенсионных фондов стали все чаще обращаться к экономической модели, известной как современная теория портфеля¹². Она гласит, что доходность портфеля можно максимизировать путем вложения небольших долей в нетрадиционные

высокодоходные активы, такие как фонды прямых инвестиций, венчурные и хедж-фонды, а также в недвижимость. Несмотря на присущие им более высокие риски и меньшую ликвидность (средства инвесторов вкладывались в них на более длительные сроки), добавление так называемых альтернативных активов обеспечивало диверсификацию портфелей пенсионных фондов, благодаря чему совокупный риск не возрастал.

Гигантские пенсионные фонды, такие как фонды госслужащих и учителей штата Калифорния, CalPERS и CalSTRS, стали в 1990-е гг. первопроходцами, влив миллиарды долларов своих бенефициаров в альтернативные активы и установив процентные квоты для каждого подкласса активов. В начале нового столетия CalSTRS и CalPERS выделили 5% и 6% соответственно для категории, включавшей фонды прямых инвестиций и венчурные фонды, распределив между ними \$13,6 млрд, и ежегодно на протяжении нескольких лет повышали их долю. В 2003 г. квоты были подняты до 7% и 8%, что перенаправило дополнительные \$4,6 млрд из других классов инвестиций¹³. Оба калифорнийских пенсионных фонда являлись крупными инвесторами Blackstone и увеличением своих квот подали пример другим. В целом между 2003 и 2008 г. пенсионные фонды штатов увеличили долю прямых инвестиций в своих портфелях на треть — с 4,2 до 5,6%¹⁴. После взрыва технологического пузыря в 2000 г. большая часть денег, предназначенных для альтернативных инвестиций, перетекла в фонды прямых инвестиций, а не в венчурный капитал.

Однако росли не только квоты, но и совокупные активы пенсионных фондов по мере того, как население старело, а фондовый рынок оживал. В результате с каждым годом заданная квота, скажем 5 или 8%, составляла все большие суммы в абсолютном исчислении. Формулы требовали, чтобы управляющие пенсионными фондами перекачивали все больше миллиардов долларов в следующее поколение фондов прямых инвестиций.

Увеличение квот позволило партнерам Blackstone, в частности Брету Перлману и Марку Галлогли, отправиться в самостоятельное плавание и быстро собрать многомиллиардные фонды, несмотря на отсутствие достижений как независимых управляющих. Но основные потоки капитала текли к горстке элитных компаний, таких как Blackstone, стабильно переигрывавшей фондовый рынок и своих конкурентов. В отличие от традиционных фондов, в случае с прямыми инвестициями прошлые результаты являются надежным индикатором и будущих результатов. Разумеется, существовала масса посредственных фондов прямых инвестиций, которые либо опережали рынок акций лишь с незначительным отрывом, недостаточным для того, чтобы оправдать риск и неликвидность вложений в них, либо проигрывали в доходности даже государственным ценным бумагам. Но те компании, чьи прибыли

обеспечили им место в верхней четверти рейтинга управляющих фондами прямых инвестиций, уверенно удерживали свои позиции из года в год, и инвесторы жаждали отдать деньги под их управление¹⁵. Как результат, в 1998 г. лучшие 10 компаний управляли 30% капитала в данной сфере и сохраняли такую расстановку сил в течение следующего десятилетия¹⁶.

Казалось, все звезды сошлись в пользу прямых инвестиций, и совпадение факторов вылилось в ажиотажный спрос на их фонды в 2005–2006 гг. По сравнению с 2002 г., когда приток капитала в фонды был относительно небольшим, в 2005 г. он вырос почти в четыре раза¹⁷. Установленный Blackstone рекорд в \$6,9 млрд вскоре был побит, когда в марте 2005 г. Carlyle закрыла пару новых фондов с суммарными активами в \$10 млрд. В следующем месяце Goldman Sachs Capital Partners, подразделение, привлекавшее под управление средства внешних инвесторов и самого банка, собрало \$8,5 млрд. В августе Warburg Pincus собрала \$8 млрд, а Apollo закрыла свой фонд на \$10 млрд. По ту сторону Атлантики Permira и Arah Partners, две британские компании прямых инвестиций с внушительными достижениями, сформировали фонды по \$14 млрд каждый. KKR, TPG и Blackstone поставили перед собой цель превзойти их и преодолеть планку в \$15 млрд. Хотя данная сфера уже и не была столь концентрированной, как в 1980-е гг., когда KKR доминировала на арене и стояла за большинством крупнейших сделок десятилетия, но теперь десяток компаний, которые могли сформировать мегафонды, упивались гегемонией, поскольку контролировали основные объемы капитала и единственные могли рассчитывать на новые мегасделки¹⁸.

Головокружительный приток капитала изменил специфику бизнеса в нескольких отношениях. Имея на руках столь крупные средства, ведущие фонды прямых инвестиций больше не довольствовались тем, чтобы купить компанию за \$500 млн здесь, компанию за \$1 млрд там. Инвестирование такими темпами просто-напросто отнимало слишком много времени и требовало слишком много усилий. Требовались цели посolidнее, к тому же теперь долговые рынки позволяли финансировать сделки в гораздо больших масштабах.

Прямые инвестиции уже переживали возрождение в конце 1990-х гг., но это было ничто по сравнению с нынешним бумом. В предыдущее десятилетие на рынке слияний доминировали крупные корпоративные поглощения, тогда как на долю LBO приходилось всего 3–4% от общего объема сделок в долларовом выражении. Однако в 2000-е гг. данный показатель начал расти. Даже несмотря на трудности с привлечением финансирования, в 2002 г. компании прямых инвестиций осуществили 10% от общего объема поглощений в мире — уровень, ранее достигнутый лишь однажды, в 1988 г., когда была проведена грандиозная сделка с приобретению RJR Nabisco.

Доля прямых инвестиций продолжала расти даже тогда, когда корпорации оправились от последствий рецессии и вновь обратились к слияниям. В 2004 г. эта доля достигла 13% в Соединенных Штатах, 16% в Европе и превысила 20% на вершине цикла¹⁹. Имея доступ к изобилию дешевого долгового капитала, сфера прямых инвестиций стала мощным стимулом для роста рынков и экономики. Даже сама по себе перспектива стать объектом LBO могла толкнуть вверх цену непопулярных акций и заставляла корпорации пересмотреть структуру своего капитала. Если фонд прямых инвестиций видел возможность взвалить на приобретаемую компанию больше долга, чтобы любое повышение ее стоимости отражалось и на росте стоимости ее акций, то и компании начали задаваться вопросом: почему мы не можем сделать то же самое, чтобы наши акционеры получали более высокий доход по своим акциям? В некоторых случаях хедж-фонды и другие активные инвесторы убеждали компании самостоятельно провести рекапитализацию, заняв деньги для выплаты дивидендов.

Однако величина фондов и сделок оказывала на бизнес и побочный эффект, тревоживший некоторых инвесторов. Фиксированная комиссия за управление в размере 1,5–2% от суммы активов, взимаемая компанией прямых инвестиций со своих инвесторов, а также комиссии за транзакции, взимаемые при каждой покупке и продаже, настолько выросли в абсолютном долларовом выражении, что стали кладзем легких доходов для крупных компаний, вместо того чтобы служить заначкой на тяжелые времена. В середине десятилетия такие компании, как Blackstone и KKR, получали примерно треть своих доходов за счет фиксированных сборов, а не за счет инвестиционных прибылей, что обогащало их партнеров независимо от судьбы инвестиций. Скептики начали задавать вопрос: не подрывает ли столь легкий доход мотивацию партнеров зарабатывать деньги для своих инвесторов? Они опасались, что движущей силой бизнеса станет аккумулярование активов как таковое, а не инвестирование капитала для извлечения прибыли.

РАЗЫСКИВАЮТСЯ ПУБЛИЧНЫЕ ИНВЕСТОРЫ

С первых же дней игра на поле LBO была уделом институциональных инвесторов и сверхбогачей. Ни граждане, ни даже паевые фонды в Соединенных Штатах не имели никаких возможностей включиться в действие. Могли инвестировать пенсионные фонды, а вот простой человек не мог зачислить прямые инвестиции на свой пенсионный сберегательный счет. В Великобритании и Канаде существовало несколько публичных компаний, инвестировавших в LBO, но американское законодательство о ценных бумагах фактически делало невозможным привлечение средств для инвестирования в LBO через продажу акций на бирже, а иностранным инвестиционным фондам запрещалось продавать свои акции американским гражданам.

Но поскольку этот бизнес еженедельно попадал в газетные заголовки и распространялись слухи о гигантских прибылях, штампуемых фондами прямых инвестиций, то широкие круги инвесторов захотели присоединиться к игре. А по непреложному закону Уолл-стрит, когда возникает спрос на «продукт», всегда изыщется способ, как его удовлетворить.

Продукт в данном случае принял форму «корпорации по развитию бизнеса» (business development corporation, сокращенно BDC). BDC были порождением американского налогового кодекса, предусматривающего налоговые льготы для некоторых категорий инвестиционных фондов, кредитующих средний бизнес. Если BDC выплачивает почти всю годовую прибыль акционерам, она освобождается от большинства корпоративных налогов. Такие корпорации существовали уже давно, но только в 2004 г. крупные компании прямых инвестиций, подталкиваемые инвестиционными банкирами, желавшими получить

комиссии за продажу акций широкой публике, начали использовать BDC как способ привлечения дополнительного капитала.

Первый шаг в этом направлении сделала компания Леона Блэка Apollo Management: в феврале 2004 г. она объявила о начале сбора средств в размере \$575 млн для своего нового детища — корпорации Apollo Investment¹. Последняя не планировала приобретать контроль над компаниями, как это делали традиционные фонды прямых инвестиций. Вместо этого ее целью было мезонинное кредитование малого и среднего бизнеса. Мезонинный (промежуточный) долг — вид долгового финансирования, которое страховые компании предоставляли под сделки LBO на заре этого бизнеса, — является субординированным по отношению к старшим долгам, таким как банковские кредиты, поэтому по нему взимаются более высокие процентные ставки. Кроме того, мезонинные кредиторы обычно требуют долю в акционерном капитале своих клиентов, чтобы участвовать в распределении прибылей, если цена акций пойдет вверх.

BDC были классическим примером расширения бренда. Аналогично тому, как Procter & Gamble придумывает новые виды мыла и зубной пасты, продавая их затем под известными брендами (Ivory, Tide или Crest), Apollo привнесла ноу-хау и приемы своих LBO в новый бизнес, призванный продавать свои акции широкой публике. В распоряжении Apollo, как и других компаний прямых инвестиций, уже имелась целая армия аналитиков, занимающихся изучением отраслей и потенциальных компаний-мишеней, а также глубокое знание рынков долгового капитала. Теперь у нее появился способ капитализировать свою квалификацию, собирая комиссии за управление и прибыли с еще бóльших объемов капитала. Доля материнской компании Apollo была точно такой же, как у фондов прямых инвестиций: 2%-ная комиссия за управление, взимаемая от общей суммы активов, и до 20% от прибылей после получения инвесторами установленного минимума.

Привлекательность BDC для их создателей заключалась в притоке не просто нового, но и постоянного капитала. Бизнес прямого инвестирования давно перешел от привлечения финансирования под конкретные сделки к формированию фондов, которые могли инвестировать на протяжении многих лет. Однако организаторам фондов по-прежнему приходилось каждые несколько лет добывать деньги, нанося визиты своим инвесторам и убеждая их дополнительно вложиться в новый фонд. Этот процесс отнимал массу драгоценного времени — времени, которое леоны блэки и стивены шварцманы могли бы потратить на заключение сделок и загребание прибылей, а не на саморекламу. Хотя BDC были обязаны ежегодно выплачивать бóльшую часть прибылей акционерам, они сохраняли свой первоначальный капитал на неограниченный срок и могли в любое время привлечь новый капитал через продажу дополнительных акций на публичном

рынке — этот процесс банкиры и юристы могли осуществлять без привлечения топ-менеджмента.

BDC была наиболее близка по форме к публично торгуемому фонду прямых инвестиций из того, что можно было изобрести в соответствии с американскими законами. (Компания, покупающая другие компании, но не планирующая удерживать их бессрочно, подпадает под закон об инвестиционных компаниях 1940 г., регулирующий деятельность паевых фондов и других пассивных управляющих активами. Закон ограничивает суммы долгового капитала, который может использовать инвестиционный фонд, и размеры сборов, которые он может выплачивать своей управляющей компании. Эти ограничения мешают сделкам, осуществляемым традиционными компаниями прямых инвестиций.) BDC не стали идеальной заменой фондам, но перспектива получить доступ к постоянному капиталу на публичных рынках обладала непреодолимой притягательностью.

Apollo стартовала первой; традиционные соперники последовали за ней по пятам. Когда в начале апреля Apollo объявила, что поднимает целевую планку для своей BDC до \$930 млн² — свидетельство разыгравшегося аппетита рынка, конкуренты бросились открывать собственные BDC. Созданная KKR корпорация предложила свои услуги 12 апреля, Blackstone — 14 апреля. В течение месяца вступили в действие более десятка BDC, организованных банками и компаниями прямых инвестиций, такими как Thomas H. Lee Partners и Ares Capital Management. Это было «массовое движение, Уолл-стрит его подталкивала, и, казалось, ничто его не остановит»³, — вспоминает консультант, участвовавший в подготовке нескольких размещений акций.

Но далее события приняли непредвиденный оборот: Apollo Investment Corporation вырыла могилу для BDC. Банки, проводившие подписку на IPO, взяли аж 6,25% в виде комиссий и сборов, так что для инвестирования осталось едва ли \$14 на акцию из \$15, заплаченных на публичных торгах. Если бы инвесторы были достаточно оптимистичны в отношении перспективы прибылей, то цена акций, возможно, удержалась бы на уровне IPO, но инвесторов охватили сомнения, и в мае курс акций Apollo Investment упал ниже \$13, охладив интерес к другим находящимся на подходе BDC⁴. Зачем покупать акции при IPO, если их цена все равно упадет? К тому же некоторые крупные инвесторы начали ворчать по поводу комиссий, которые собрались взимать с них Apollo и другие BDC, хотя они были не выше, чем сборы у фондов прямых инвестиций.

Рынок оказался нестабильным, и вскоре стало ясно, что другие размещения ожидает столь же неблагоприятный прием. Одна за другой сделки по прочим BDC отменялись или же пересматривались. Blackstone отменила свои планы 21 июля. В конечном счете Apollo Investment выплатила дивиденды, и в начале 2005 г. ее акции выросли в цене до \$17,

но было уже слишком поздно спасти большинство других BDC. Они так и не стали тем инструментом, который позволил бы компаниям прямых инвестиций приступить к освоению публичных рынков. После Apollo лишь несколько меньших по размеру BDC добрались до рынка.

«Золотая гусыня отложила всего одно большое яйцо и разбросала повсюду фуагра»⁵, — прокомментировал ситуацию один банкир в конце 2004 г., когда ажиотаж вокруг BDC полностью угас.

Apollo выиграла первый раунд в борьбе за доступ к публичным рынкам, собрав почти \$1 млрд нового капитала. Остальные были вынуждены поставить на BDC жирный крест.

Это был болезненный урок, наглядно продемонстрировавший всю переменчивость настроений рынков, но жажда широких инвестиционных кругов получить доступ к прямым инвестициям и желание противоположной стороны ее утолить никуда не исчезли. Вскоре американские компании начали искать другие способы забраться в карман публичных инвесторов, теперь уже в Европе.

В марте 2005 г. американская компания прямых инвестиций Ripplewood Holdings, широко инвестировавшая в Японии, сделала следующий шаг, переведя семь своих японских инвестиций в новую холдинговую компанию, продавшую затем акции на Брюссельской фондовой бирже на сумму \$1,85 млрд⁶. Новая структура RHJ International должна была управлять этими инвестициями, постепенно их распродавать и реинвестировать вырученные средства. По сути, это был фонд прямых инвестиций с бессрочным капиталом. Хотя особенности бельгийского законодательства удержали других от того, чтобы пойти по стопам Ripplewood, семена были посеяны. В начале 2006 г. Goldman Sachs, который вместе с Morgan Stanley спроектировал сделку для Ripplewood, разработал для KKR схему нового фонда, призванного собрать \$1,5 млрд через продажу акций на Амстердамской фондовой бирже и затем инвестировать капитал напрямую в компании вместе с KKR, а также косвенным образом, как инвестор фондов KKR⁷.

Это было мечтой каждого руководителя компании, управляющей фондами прямых инвестиций, своего рода чашей Грааля, — доступ к гарантированному постоянному капиталу на публичных рынках, что устраняло бы необходимость в трудоемких кампаниях по сбору средств для фондов и расширяло круг инвесторов.

Подобно тому как они ринулись догонять Apollo с ее BDC, конкуренты KKR вслед за ней мобилизовали свои команды банкиров и юристов, чтобы отправить в плавание собственные амстердамские фонды. «В кратчайшие сроки было подготовлено еще 20 сделок для Амстердама», — вспоминает Майкл Клейн, старший банкир в Citibank, работавший над сделкой KKR. Blackstone втайне вынашивала план по выводу на амстердамский рынок биржевого фонда — под кодовым названием

«проект Пантера». Если KKR создавала фонд, призванный поставлять капитал для ее фондов и сделок LBO, то Blackstone — фонд мезонинного долга, призванный заниматься кредитованием⁸.

У KKR было преимущество на старте по сравнению с остальными, и она использовала его по максимуму, неделю за неделей увеличивая размер своего IPO, по мере того как банкиры находили все новых подписчиков. Когда 3 мая 2006 г. фонд KKR Private Equity Investors вышел на публичный рынок, оказалось, что он собрал ошеломляющие \$5 млрд.

Если цель в \$1,5 млрд, первоначально обозначенная KKR для своего фонда, «не была достаточно большой для того, чтобы оказать заметное влияние на сферу прямых инвестиций», то \$5 млрд могли «изменить правила игры»⁹, считает Шварцман. Появился реальный публично торгуемый фонд прямых инвестиций, по размерам приближающийся к крупнейшим традиционным фондам. По сравнению с ним BDC выглядела просто бедной родственницей.

KKR получила двойной приз. Мало того что она привлекла под управление гигантский новый пул капитала, но и в результате лишила такой возможности своих главных конкурентов. Генри Кравис первым ступил на территорию публичного рынка и сжег за собой мосты.

Вскоре конкуренты обнаружили, что KKR удовлетворила весь спрос рынка на такого рода акции, и были вынуждены отступить. Кроме того, последующая вялая динамика акций фонда KKR также задушила на корню спрос на продукты конкурентов. KKR Private Equity Investors подкосила та же проблема, что и в свое время BDC Apollo: андеррайтеры непомерно задрали комиссии и сборы, вследствие чего инвесторы поняли, что фонд еще несколько лет не принесет наличной прибыли. Акции, размещенные по \$25, вскоре рухнули до \$20 и никогда не торговались выше цены IPO. Это IPO отбило у финансового мира аппетит к акциям бизнеса прямых инвестиций, оставив у инвесторов кислое послевкусие. Осознавая это, Blackstone закрыла проект «Пантера»¹⁰.

В Blackstone по этому поводу испытывали смешанные эмоции. «Стиву с самого начала не нравилась эта идея с публично торгуемым фондом», — вспоминает Эдвард Пик, старший банкир в Morgan Stanley, который консультировал Blackstone по различным вариантам выхода на публичный рынок. У Blackstone сложились превосходные отношения с инвесторами ее фондов, говорит Пик, и Шварцман не видел необходимости обращаться на публичные рынки в поисках инвестиционного капитала¹¹.

Как бы там ни было, KKR привлекла \$5 млрд постоянного капитала, с которого она могла собирать комиссии за управление и фиксированный процент от прибыли. Таким образом, компания победила во втором раунде борьбы за публичные рынки. Шварцман извлек из этого важный урок: «Чтобы выиграть, нужно стартовать первым»¹².

СЛИШКОМ ХОРОШО, ЧТОБЫ БЫТЬ ПРАВДОЙ

Первый признак того, что дела идут неладно, Чин Чу заметил в 2005 г., когда Blackstone обдумывала предложение о приобретении Тропих, производителя пигментов на основе диоксида титана, используемых в красках¹. Как и у большинства химических компаний, денежный поток Тропих существенно вырос вместе с набирающей обороты экономикой. Lehman Brothers, занимавшийся продажей Тропих по поручению ее материнской компании Kerr-McGee, предлагал покупателям щедрый пакет гарантированного финансирования, которым они могли воспользоваться при желании.

Благодаря сделкам с Celanese и Nalco Чу заработал репутацию самого проникательного инвестора LBO в Blackstone. Принесенные этими сделками \$2,6 млрд прибыли составили более трети всей прибыли фонда Blackstone 2002 г., реализованной им на конец 2008 г.² Поймав Celanese и Nalco на дне рынка, Чу хорошо изучил модель циклических колебаний в химической отрасли. Поэтому он с удивлением узнал, что Lehman предлагает долговое финансирование в объеме, превышающем текущий денежный поток Тропих в семь раз. Он считал, что химическая отрасль почти достигла вершины цикла и, если сбавит ход, компания будет не в состоянии выдержать такую огромную долговую нагрузку. При падении ее прибылей до уровня, которого можно было ожидать в середине делового цикла, долг Тропих, по оценке Чу, способен внезапно возрасти до уровня 14-кратного денежного потока — опасного уровня.

«Я считал, что долг в этой сделке вдвое превышал стоимость компании»³, — говорит Чу.

С поддержкой Lehman компания могла бы заплатить цену, которую Чу посчитал абсурдной, но Blackstone решила отступить. Другие потенциальные покупатели также не клюнули на приманку Lehman, и Kerr-McGee в конечном счете вывела Tropox на публичный рынок в ноябре 2005 г. Но после достигнутого в том году максимума денежный поток Tropox резко упал на 40% до уровня рецессии 2002 г.⁴, и в 2009 г. компания была вынуждена объявить о банкротстве. К тому моменту и сам Lehman уже был банкротом.

Tropox была не единственным случаем. Чрезмерно оптимистичное предложение Lehman было воплощением тех сил, что спровоцировали новый всплеск LBO, способный затмить бум 1980-х гг. Фонды прямых инвестиций с капиталами в \$10–15 млрд, собранные в 2005–2006 гг., возможно, и повернули ключ зажигания, но именно банки и кредитные рынки заставили бизнес LBO превысить скорость и вдавить педаль газа в пол.

Первым признаком надвигающегося ускорения стал выкуп, осуществленный Гленном Хатчинсом, бывшим партнером Blackstone, который покинул компанию в 1998 г. и вошел в число основателей Silver Lake Partners. Весной 2005 г. Silver Lake попала в газетные заголовки, выступив организатором приобретения публичной компании SunGard Data Systems, занимающейся оказанием компьютерных услуг финансовым организациям и университетам. Это LBO, размером в \$11,3 млрд, стало вторым по величине, потеснив KKR с ее покупкой в 1986 г. Beatrice Foods за \$8,7 млрд⁵. Недостигаемым оставалось только приобретение RJR Nabisco в 1988 г.

Сделка с SunGard была примечательна не только своим размером, но и необычной и, как представлялось, громоздкой коалицией из семи компаний, сформированной Silver Lake для того, чтобы собрать требуемые \$3,5 млрд капитала. Это были влиятельнейшие игроки в мире LBO: Bain Capital, Blackstone, KKR, TPG, Goldman Sachs и Providence Equity Partners. Компании прямых инвестиций и раньше объединялись по две-три для проведения крупных сделок, но одна из них обычно выступала в роли ведущего инвестора и приобретала большую долю. Сделка с SunGard создала прецедент, объединив столько сильнейших игроков с примерно равными долями. По представительности консорциума ни одна сделка не могла соперничать с SunGard, но тенденция была очевидна — компании, конкурирующие друг с другом в одной сделке, становились союзниками в другой, если это требовалось для привлечения капитала.

Приобретение SunGard также сигнализировало о готовности банков финансировать сделки в гораздо больших, чем за последние 15 лет, масштабах. Именно предлагаемые ими пакеты долгового финансирования раздували размеры сделок, так что даже самые крупные компании прямых инвестиций порой с трудом наскребали собственный капитал.

Сделка с SunGard стала поворотным пунктом, но она недолго оставалась рекордной. Вскоре коалиция Clayton Dubilier, Carlyle и Merrill Lynch купила компанию по прокату автомобилей Hertz Corporation у Ford Motor за \$14,4 млрд. В 2005 г., казалось, не успеешь и глазом моргнуть, как очередной общеизвестный бренд выкупается на заемные средства: розничный оператор Toys “R” Us (\$7 млрд: Bain Capital, KKR и Vornado Realty Trust); сеть фешенебельных универмагов Neiman Marcus (\$5,1 млрд: TPG и Warburg Pincus); сети быстрого питания Dunkin’ Donuts и сети по продаже мороженого Baskin-Robbins (\$2,4 млрд: Bain, Carlyle и Thomas H. Lee).

Помимо размера, у этой россыпи мегасделок 2005 г. была еще одна примечательная особенность: все они, за исключением Hertz и Dunkin’ Donuts, затрагивали публичные компании. Сам масштаб новых фондов прямых инвестиций заставлял их управляющих охотиться за публичными компаниями, просто потому что доступных для покупки крупных дочерних и частных компаний было недостаточно для того, чтобы поглотить миллиарды долларов, которые требовалось запустить в работу. Это также означало, что центр деятельности в данной сфере вновь переместился из Европы в Соединенные Штаты, где имелось больше крупных мишеней и меньше правовых препятствий для того, чтобы превратить публичную компанию в непубличную, проведя делистинг ее акций.

Такие сделки также отражали благоприятную перемену в отношении корпоративного мира к фондам прямых инвестиций. Если раньше генеральные директора смотрели на них косо, то теперь охотно предлагали свои компании для приобретения. Закон Сарбейнза — Оксли, принятый после событий вокруг Enron и других громких корпоративных скандалов начала десятилетия, существенно ужесточил требования к раскрытию финансовой отчетности и наложил на компании и их менеджеров новые обязательства, которые, как ворчали руководители, лишь отнимали у них массу времени и сил⁶. Возможность отчитываться только перед руководством фонда прямых инвестиций (а не перед биржевыми аналитиками и управляющими хедж-фондами, считавшими, что знают лучше, чем топ-менеджмент, как надо поступать) казалась привлекательной для генеральных директоров. Не менее важным было и то, что новые владельцы предлагали руководителям пакеты акций, способные сделать их намного богаче, чем они могли рассчитывать, получая опционы на акции в публичных компаниях. «Купите и нас тоже!» — зывали генеральные директора.

В 2005 г. волна LBO достигла поистине эпического размаха, и запустили ее не только огромные суммы капитала, сосредоточенные в фондах прямых инвестиций, но и инновации на долговых рынках, оказавшие не менее глубокое воздействие, чем мусорные облигации Майкла Милкена в 1980-е гг.

Заслуга Милкена состояла в том, что он нашел способ привлечь рынок облигаций для финансирования поглощений. Пока Drexel не создал рынок мусорных облигаций, покупателям приходилось клянчить кредиты у коммерческих банков, а под субординированные необеспеченные долговые обязательства — у страховых компаний. Drexel вытеснил страховые компании, действуя как трубопровод, направляющий денежные потоки с рынка облигаций к растущим компаниям, корпоративным рейдерам и специализирующимся на LBO фондам. И еще до краха Drexel Джимми Ли из Chemical Bank начал создавать сети банков для покупки синдицированных кредитов, что позволяло перекачивать банковский капитал со всего мира на финансирование M&A и распределять риски.

Но в 2000-е гг. кредитные синдикаты и облигационное финансирование начали сливаться воедино через процесс, известный как секьюритизация. Банки по-прежнему выдавали кредиты, но вместо того чтобы делиться ими с другими банками, стали объединять их в портфели вместе с десятками аналогичных кредитов, выданных разным компаниям, и продавать мелкими частями инвесторам. Этот процесс получил название «секьюритизация», поскольку эти мелкие части кредитных портфелей продавались в форме обычных ценных бумаг (securities), подобно акциям или облигациям.

Секьюритизация использовалась финансовой системой еще с 1980-х гг., но первоначально только для жилищной ипотеки и автокредитов, а позднее и для кредитных карт. Кредиторы объединяли тысячи кредитов в пулы и продавали их специально созданным финансовым организациям, а те затем выпускали облигации и использовали платежи заемщиков по основному долгу и процентам для выплат держателям облигаций. Этот процесс позволял банкам быстро продать выданные кредиты и использовать полученные деньги для выдачи новых. Выступавшие же покупателями инвесторы, пожелавшие владеть такими активами, как ипотечные кредиты или задолженности по кредитным картам, могли купить их в форме облигаций, достаточно ликвидных и надежных, поскольку они были обеспечены пулами из тысяч кредитов, совокупных выплат по которым должно было с лихвой хватить для погашения процентов и основной суммы по облигациям.

В 1990-х и 2000-х гг. аналогичный процесс был применен к корпоративным кредитам и облигациям, которые преобразовывались в новые инструменты, получившие название «обеспеченных кредитных обязательств» (collateralized loan obligations, CLO). Они функционировали как в прошлом — синдицированные банковские кредиты, где кредит разбивался на части, что позволяло создавать расширенный пул источников капитала и распределять кредитные риски.

Появление CLO стимулировало процесс кредитования, поглощая в 2004–2007 гг. примерно 60–70% всех крупных корпоративных ссуд,

включая более рискованные кредиты, выданные для финансирования LBO⁷. Хедж-фонды и банки по всему миру вливали деньги в CLO и в их ипотечный вариант — «обеспеченные долговые обязательства» (collateralized debt obligations, CDO), так как заложенное в структуру этих бумаг кредитное плечо позволяло платить более высокие ставки доходности, чем инвесторы могли бы получить, напрямую покупая кредиты и облигации; кроме того, считалось, что лежащий в их основе диверсифицированный портфель кредитов обеспечивал защиту от дефолта. Спрос на CLO и CDO был настолько высок, а комиссии за их выпуск настолько большими, что банки едва успевали привлекать деньги и ссужать их. Теперь они выдавали кредиты специально для того, чтобы удовлетворить аппетит рынка к CLO и CDO. Это наводнило экономику кредитами и обрушило процентные ставки. В начале 2005 г. ставки по высокодоходным долговым инструментам всего на 3 процентных пункта превышали ставки по американским казначейским облигациям, что говорило об их низком уровне риска. Этот спред был близок к историческому минимуму 1987 г. и оставался на этом уровне в течение следующих двух лет.

Но у такого избытка денег имелся и побочный эффект. В своей погоне за новыми заемщиками банки предъявляли к ним все меньше требований. Исторически неотъемлемой частью кредитных договоров были ковенанты — условия, которые позволяли кредитору лучше контролировать заемщика либо даже полностью взять его под контроль, если тот испытывал финансовые затруднения или над ним хотя бы просто нависала угроза дефолта. Например, банки могли вмешаться, если денежный поток заемщика падал ниже уровня, скажем, 150% от его расходов на выплату процентов. Но те времена прошли. Началась новая эпоха — кредитов с «облегченными ковенантами», однако инвесторов, покупавших ценные бумаги с таким «необременительным» покрытием, кажется, нисколько это не беспокоило.

Подобное бурное развитие рынка секьюритизированного долга, или, как его иногда называют, структурированных финансов, привело к нескольким непредвиденным, но, как оказалось, весьма пагубным последствиям. В частности, банки перестали рассматривать себя как кредиторов и превратились в обычных посредников между рынком и заемщиками. Поскольку теперь они рисковали незначительными суммами собственных денег, у них было меньше стимулов волноваться по поводу платежеспособности заемщиков. (Как оказалось, им все же стоило волноваться, поскольку они также вкладывали деньги в CLO и CDO и принимали их в качестве обеспечения по некоторым кредитам.)

Другим побочным эффектом нового финансового механизма стало раздувание цен на компании. Подобно тому как высокорискованные и не ограниченные условиями ипотечные кредиты объединялись в пулы и продавались на рынке облигаций, что позволяло домовладельцам

и спекулянтам вздуть цены на жилье, так и масса долговых обязательств, которыми банки заваливали фонды прямых инвестиций, позволяла последним задираить цены на компании, так как им ничего не стоило предложить за объект покупки больше денег.

Рост цен ошеломлял. В 2004 г. типичная крупная компания при покупке ее на заемные средства оценивалась в 7,4 раза дороже денежного потока. К 2007 г. этот показатель подскочил в среднем до 9,8⁸. Но это не означало, что фонды прямых инвестиций стали вкладывать больше собственного капитала. Повышение в основном проходило за счет долговых обязательств, поскольку банки стали предлагать более щедрые кредиты и пакеты облигаций при той же величине денежного потока. Другими словами, располагая в 2007 г. такой же суммой собственного капитала, что и в 2004-м, фонд прямых инвестиций мог позволить себе купить намного более дорогую компанию,

Для компаний прямых инвестиций это было все равно что получить безлимитную кредитную карту, и они принялись скупать все вокруг, замахиваясь на все более крупные цели. За приобретением Hertz последовала сделка с главной телефонной компанией Дании за \$15,7 млрд; после покупки консорциум инвесторов, включавший Blackstone, вывел ее акции с биржи. Затем в мае 2006 г. Carlyle и Goldman Sachs предложили более \$20 млрд за Kinder Morgan, публично торгуемого оператора трубопроводов, что стало вторым по величине приобретением за все годы. Два месяца спустя наконец-то был побит рекорд, установленный при поглощении RJR Nabisco в 1988 г. Теперь на первое место вышла покупка за \$33 млрд корпорации HCA, оператора крупнейшей в США сети частных клиник. Как и следовало ожидать, ведущим инвестором в сделке стала KKR.

Публичные компании бросались в объятия фондов прямых инвестиций, привлеченные щедрыми предложениями покупки за денежные средства, намного превышающими текущие цены их акций. В 2006 г., в пред рождественскую неделю, буквально за два дня четыре публичные американские компании согласились стать непубличными: производитель стройматериалов Elk Corporation (\$1 млрд: Carlyle), производитель ортопедических приспособлений Biomet (\$10,9 млрд: Blackstone, Goldman Sachs, KKR и TPG), франчайзер брокерских услуг в области недвижимости Realogy (\$9 млрд: Apollo) и оператор казино Harrah's Entertainment (\$27,8 млрд: Apollo и TPG). По Elk и Biomet поступили конкурентные предложения от нескольких корпораций, но они не могли либо позволить себе заплатить такие суммы, либо полностью оплатить покупки деньгами, как это делали компании прямых инвестиций.

В экономическом смысле долговые обязательства стали самым дешевым источником капитала. Традиционно инвесторы ожидают более высокой доходности по вложениям в акции — за счет дивидендов и роста цены, поскольку акции более рискованны, чем облигации или

кредиты. Но теперь долговые обязательства подешевели настолько, а условия кредитования стали такими вольготными, что фонды прямых инвестиций могли свободно занимать деньги и выкупать акции компании у ее акционеров, предлагая за них цену значительно выше, чем на фондовом рынке. По сути, бум LBO привел к колоссальной по своим масштабам замене долгового капитала акционерным.

«Оглядываясь на это время, люди непременно будут называть его золотой порой для прямых инвестиций, учитывая, насколько легко зарабатывались деньги»⁹, — сказал в публичном выступлении в начале 2006 г. соучредитель Carlyle Дэвид Рубинштейн.

И действительно, это было время господства прямых инвестиций. В том году компании прямых инвестиций провели каждое пятое слияние в мире и еще больше, 29% всех слияний, в Соединенных Штатах¹⁰. Однако партнеры Blackstone испытывали смешанные чувства по поводу такого изобилия. Они начали беспокоиться, что рынок опасно перегрет.

«Не то что бы я видел надвигающиеся проблемы... В такой ситуации не видишь никаких проблем, а иначе никто не предоставил бы тебе кредитное плечо в десятикратном размере, — вспоминает Джеймс о том времени. — Горизонт был безоблачным. Но я наблюдал чрезмерное изобилие, чрезмерную уверенность, готовность идти на риски, которые на протяжении последних 145 лет считались бы бессмысленными. И говорил себе: “Кажется, это похоже на пузырь”».

Blackstone не проводила никаких глубоких экономических исследований. Это было общее мнение партнеров, к которому они пришли постепенно, внимательно изучая множество потенциальных инвестиций и раз за разом спрашивая себя: «В какой фазе цикла находится эта отрасль? Что случится с этой компанией, когда в отрасли начнется спад?» Результатом стало решение избегать компаний в высокоциклических отраслях.

В начале 2007 г. «мы сказали нашим инвесторам, что хотя все считают нынешнее время фантастическим, мол, экономика поднимается и нет никаких проблем, но мы решили отступить, — говорит Джеймс. — Мы собираемся воздержаться от инвестиций, снизить цены и поменять тип компаний, которые будем покупать, потому что, как показывает история, когда все хорошо и вы не видите никаких проблем, значит, вы приближаетесь к пику»¹¹.

К тому времени Чин Чу, гуру химической отрасли, переключил свое внимание на фармацевтические препараты и медицинское оборудование, где спрос склонен оставаться более стабильным на протяжении всего цикла деловой активности. По той же причине Нил Симпкинс, ранее специализировавшийся на промышленных компаниях, таких как производитель автокомпонентов TRW, заинтересовался компаниями по оказанию медицинских услуг, бизнесу которых также присуща

стабильность. Ставка на продукты питания тоже казалась безопасной. Пракаш Мелвани, руководивший инвестициями в три высокоциклические энергетические компании в 2004 г., теперь курировал покупку Pinnacle Foods, материнской компании производителей Duncan Hines (полуфабрикаты для кондитерских изделий) и Mrs. Butterworth (сиропы), а в Лондоне Дэвид Блитцер организовал покупку производителей United Biscuits (печенье) и Orangina (безалкогольные напитки).

Но Blackstone было трудно противостоять искушению хватать все, что попадает под руку, когда кредитные деньги текли рекой, поэтому она продолжала участвовать в ожесточенных аукционных торгах, где цены накручивались до небес. Самая крупная сделка, заключенная ее группой LBO в 2006 г. в итоге интенсивной борьбы предложений и контрпредложений по покупке двух компаний, была бы немыслима в условиях менее щедрого кредитного рынка. Впоследствии ее сочли одним из тех случаев, когда Blackstoneхватила через край.

Все началось в мае 2006 г., когда Пол «Чип» Шорр-четвертый вышел на Freescale Semiconductor с предложением о покупке и делистинге¹². Шорр присоединился к Blackstone в качестве партнера за год до этого, перейдя из группы прямых инвестиций банка Citigroup, где он проводил LBO в технологическом секторе. За несколько лет работы в Citigroup Шорр установил хорошие отношения с руководством Freescale и ее бывшей материнской компании Motorola. Шорр предлагал инвестировать во Freescale еще до того, как Motorola выделила ее в отдельную компанию в 2004 г., а в конце 2005 г., вскоре после прихода в Blackstone, вновь начал обсуждать возможность инвестировать в Freescale, чтобы помочь ей с финансированием одного поглощения. В мае 2006 г., поддерживаемый капиталами Blackstone, Шорр был готов приобрести всю компанию и обратился с этим предложением к ее генеральному директору и председателю совета директоров Майклу Майеру.

Freescale согласилась предоставить команде Шорра доступ к конфиденциальной деловой информации, чтобы оценить компанию¹³. Но едва они начали вникать в бизнес, как голландский концерн Philips Electronics объявил о планах продать свое производство полупроводников — компанию NXP, что поставило Шорра перед сложным выбором. Эти две компании были очень похожи. Как и Freescale, NXP производила широкий ассортимент микросхем, используемых повсюду — от автомобилей до мобильных телефонов, а руководители компаний даже рассматривали возможность слияния. Шорр дал знать банкирам Philips, что Blackstone заинтересована в покупке NXP, и, объединив силы с TPG и лондонской Permira, Blackstone сделала предложение. Она могла бы купить ту или другую компанию либо, возможно, даже обе.

Как и многие дочерние структуры крупных европейских компаний, NXP казалась превосходным объектом для реструктуризации,

и вскоре фонды прямых инвестиций начали стекаться в штаб-квартиру Philips в Эйндховене (Нидерланды), чтобы прицениться к бизнесу. Многие потенциальные покупатели в начале года были союзниками в сделке с SunGard, но в конкурсных торгах за NXP стали соперниками. Против группы Blackstone выступили два сильных консорциума: один представляли KKR и Silver Lake (партнеры по SunGard) и голландская компания прямых инвестиций AlpInvest; второй состоял из Bain Capital (также участника приобретения SunGard), лондонских Apex Partners и Francisco Partners.

Никто — даже TPG и Permira, партнеры Blackstone в сделке с NXP, — не знал о том, что одновременно с участием в аукционе с NXP Blackstone ведет переговоры с Freescale. «Мы одни работали с Freescale, и нам не разрешалось сообщать кому-либо об этом, — вспоминает Шорр. — Сегодня мы в Эйндховене занимались сделкой с NXP, а завтра должны были лететь в Остин на переговоры с Freescale, но не могли рассказать об этом нашим партнерам». Команде Шорра нужно было оценить не только каждую компанию в отдельности, но и потенциальный синергетический эффект в случае их возможного слияния.

Для покупки обеих компаний Blackstone пришлось бы сильно напрячься, и летом, когда казалось, что ее группа имеет все шансы выиграть торги по NXP, она притормозила работу по Freescale. «В июле мы немного остудили наш пыл, — говорит Шорр. — Так сказать, взяли трехнедельную передышку». Но когда 3 августа стало ясно, что победа досталась KKR и Silver Lake, предложившим за NXP \$10,6 млрд, Шорр снова бросился в штаб-квартиру Freescale.

Первоначально Blackstone предложила Freescale от \$35,50 до \$37 за акцию, но Freescale потребовала больше, и в течение всего августа Blackstone понемногу повышала свое предложение, пока обе стороны не сошлись на \$38. Таким образом, Blackstone требовалось больше \$7 млрд собственного капитала, чтобы осуществить это приобретение, — больше той разумной суммы, которой любой фонд мог позволить себе рискнуть в одной сделке. Поэтому 31 августа Freescale разрешила Blackstone привлечь к сделке TPG и Permira, ее партнеров в аукционе по NXP. Blackstone также обратилась к Carlyle, еще одному соинвестору в SunGard, и та быстро согласилась на участие в сделке.

Банкиры и юристы Blackstone и Freescale уже прорабатывали окончательные детали сделки, когда их огорошила неожиданная новость. 7 сентября Freescale получила письмо от KKR, в котором та сообщила, что узнала о переговорах Freescale с Blackstone и хочет сделать собственное предложение. Три дня спустя KKR известила совет директоров Freescale о том, что вместе с Silver Lake она собирается предложить от \$40 до \$42 за акцию, что намного превышало предложение Blackstone, к тому моменту еще не преданное публичной огласке.

«Сделка почти была у нас в кармане, можно сказать, до ее завершения оставалось полсекунды, как вдруг вечером, когда мы собирались подписать контракт, они сбросили это письмо, — вспоминает Шорр. — Весьма смелый шаг, потому что в тот момент они как раз покупали NXP. Вместе эти две сделки потребовали бы \$12 млрд капитала».

Шорр и его команда знали, что слияние NXP и Freescale позволило бы сократить множество дублирующихся затрат — эти расчеты они провели еще несколько месяцев назад. Теоретически KKR могла позволить себе заплатить за Freescale больше, чем Blackstone, потому что сумела бы добиться указанной экономии, если бы владела обеими компаниями. Но у Blackstone была форс-мажор в четыре месяца, она уже разобралась в бизнесе Freescale и должна была этим воспользоваться, если хотела одержать победу.

«Мы были готовы подписать контракт. Они — нет, — объясняет Шварцман. — Если бы мы дали им достаточно времени, они бы тоже разглядели ту синергию, которую выявили мы благодаря тому, что почти уже завершили сделку»¹⁴.

От Blackstone требовалось упредить ценовую войну. Поэтому она в срочном порядке обсудила ситуацию с Carlyle, Permira и TPG и уже 14 сентября выдвинула встречное предложение, повысив свою цену до \$40 за акцию. Это было меньше верхнего лимита в \$42, обозначенного KKR, но это было окончательное предложение.

Blackstone тоже вела жесткую игру. Она пообещала выйти из сделки, если Freescale не даст ответ к следующему вечеру. Мало того, направила на руководство Freescale, выдвинув нечто вроде ультиматума. К тому времени в прессу уже просочилась информация о переговорах, и Freescale пришлось это подтвердить. Blackstone заявила, что, если она будет вынуждена отказаться от сделки и Freescale не объявит об этом публично, Blackstone сделает это сама. Другими словами, либо вы заключаете сделку с нами, либо остаетесь с предварительным предложением от KKR, а мы даем KKR знать, что выходим из игры.

Тактика сработала. 15 сентября совет директоров Freescale выбрал синицу в руке, приняв предложение о продаже за \$18,8 млрд от Blackstone, Carlyle, Permira и TPG, а не журавля в небе в надежде, что KKR и Silver Lake в конечном итоге сделают лучшее предложение. На следующий день KKR заявила, что больше не заинтересована в сделке, и никто уже не осмелился встать на пути у Blackstone.

Шорр завладел компанией, которой добивался последние четыре месяца, но вмешательство KKR на последней минуте обошлось консорциуму Blackstone в дополнительные \$800 млн. Откровенно говоря, это была чрезмерно высокая цена за производство полупроводников — бизнес, печально известный своими подъемами и спадами¹⁵. К тому же у Freescale имелись свои вызывающие тревогу проблемы. Продажи микросхем для мобильных телефонов Motorola давали 20% ее доходов,

но продажи необычайно популярной модели Razr уже достигли пика, и постепенно конкуренты начали захватывать долю на рынке, предлагая все более модные модели, тогда как Motorola не готовила никаких крупных инноваций. Кроме того, бизнес Freescale был подвержен превратностям автомобильной промышленности, на которую приходилось 30% объема продаж компании.

В обычные времена эти слабые места сделали бы Freescale неподходящим кандидатом для LBO. Но консорциум Blackstone вложил в нее необычно много капитала — \$7,1 млрд, или 38% от цены, чтобы у Freescale имелся значительный резерв наличности в качестве подушки безопасности. Кредиторы сделки Credit Suisse и Citigroup позаботились об остальном, предложив чрезвычайно либеральные условия кредитования. Фактически ни один из долгов Freescale не подлежал выплате в течение шести лет, а большая часть подлежала погашению и того позже. К тому же не устанавливалось сколько-нибудь значимых ковенантов. Даже если бы дела Freescale пошли совсем плохо, кредиторы не имели практически никаких прав для вмешательства, пока компания не прекратила платить по долгам.

Чтобы дать компании еще больше простора, банки прибегли и к уловке 1980-х гг., включив в пакет финансирования векселя с натуральной оплатой (payment-in-kind notes, PIK)¹⁶. Это был популярный тип облигаций в эпоху Drexel, купонный доход по которым выплачивался не наличными, а дополнительным количеством аналогичных облигаций. Другими словами, вместо того чтобы отдавать кредиторам деньги, компания могла набрать еще больше долгов. Вдобавок векселя снабжались еще одной удобной для компании «подпоркой»: Freescale по своему усмотрению имела право выбирать между выплатой деньгами или векселями. В случае падения объема продаж она могла исполнить опцион PIK, сохранив наличность.

Для Blackstone эти дополнительные условия финансирования делали инвестиции верной ставкой.

«Производство полупроводников, как известно, — цикличная отрасль, невероятно цикличная, — поясняет Джеймс. — Мы знали, что покупаем компанию почти на вершине цикла, а дальше начнется спад, поэтому сформировали структуру капитала без ковенантов, зато с огромными сроками погашения кредитов и тоннами ликвидности. Мы понимали, что поездка будет тряской, но долгосрочные прогнозы по отрасли были положительными, поскольку электроника проникала повсюду. Разумеется, спады неизбежны, но за этими спадами следуют впечатляющие подъемы, и если вы создадите железобетонную структуру капитала, то сможете пережить любой спад, чтобы после разворота рынка пожинать щедрые прибыли»¹⁷.

Но даже с обильным вливанием капитала баланс Freescale подвергся радикальной встряске — долговая нагрузка компании возросла

с \$832 млн перед LBO до \$9,4 млрд. Теперь Freescale должна была выплачивать ежегодно почти \$800 млн в виде процентов по долгу, примерно в 10 раз больше, чем прежде¹⁸.

Blackstone напряглась и выиграла сделку с Freescale, но в последующие месяцы ей просто не хватало сил, чтобы победить в других схватках. В следующем году она проиграла практически на всех крупных аукционах, причем часто с большим отрывом. «Порой на меня накатывала депрессия, когда я осознавал, насколько нам не хватает уверенности в себе и решимости»¹⁹, — вспоминает Чин Чу.

Одним из самых больших разочарований стало поражение в схватке за Clear Channel Communications, сделка с которой стала наглядным примером эксцессов той эпохи. Blackstone проиграла конкурентам, несмотря на почти двухмесячную фору.

В конце августа, когда Шорп все еще торговался с Freescale о цене, партнер Blackstone Дэвид Толли начал переговоры с Clear Channel, одной из крупнейших в США сетей радиостанций и крупным оператором наружной рекламы²⁰. Толли и партнеру Blackstone в сделке, группе Providence Equity Partners, специализирующейся на инвестициях в коммуникационные и медиакомпании, удалось сохранить переговоры в тайне до октября, когда нежданное вмешательство Thomas H. Lee Partners испортило всю вечеринку. Вскоре консультировавшие Clear Channel банкиры запустили полноценный аукцион.

Ситуация быстро превратилась в распутную свинг-вечеринку, где двое соинвесторов Blackstone в сделках с Freescale и SunGard — TPG и Carlyle — сменили Blackstone на других партнеров, едва успели выдохнуть чернила на договоре с Freescale. Сначала TPG объединилась с Thomas H. Lee Partners и Bain Capital. Затем Carlyle сошлась с Apollo, чтобы стать с ней третьим участником аукциона. И, словно подобных беспорядочных связей было еще недостаточно, KKR, которая обошла Blackstone в сделке с NXP и пыталась отбить Freescale, дважды то сходилась, то расходилась с консорциумом Blackstone и Providence. Также влезли в драку Cerberus Capital Management и Oak Hill Partners, не участвовавшие в схватках за Freescale и SunGard.

В ноябре в финальном раунде торгов Blackstone проиграла союзу Bain и Thomas H. Lee (TPG выбыла по пути) со счетом \$36,85 против \$37,60 за акцию. «Банки предлагали нам долговое финансирование в размере 10-кратного денежного потока, — вспоминает Джеймс. — Ни одна компания не в состоянии выдержать такую долговую нагрузку. Мы не стали использовать кредитное плечо по максимуму, поскольку это не имело экономического смысла, и в результате не смогли предложить ту цену, которую хотел совет директоров»²¹.

По своим масштабам и скромной доле инвестированного собственного капитала покупка Clear Channel стала в высшей степени

показательным свидетельством того, насколько безоглядно далеко были готовы зайти кредиторы. Согласно договору, Bain и Thomas H. Lee давали всего \$4 млрд капитала, тогда как синдикат банков — Citigroup, Deutsche Bank, Morgan Stanley, Credit Suisse, Royal Bank of Scotland и Wachovia Corporation — согласился предоставить \$21,5 млрд долгового финансирования²². Таким образом, покупатели сами оплачивали всего 16% цены.

Но затем, после того как владевшая акциями Clear Channel группа паевых и хедж-фондов пожаловалась, что \$37,60 за акцию слишком мало, и пригрозила отклонить предложение, в апреле 2007 г. Bain и Thomas H. Lee подняли цену до \$39, а когда собственники снова высказали недовольство, в следующем месяце довели ее до \$39,20²³. Когда же стали известны детали финансирования по пересмотренному предложению, оказалось, что покупатели уменьшили долю вносимого ими капитала с \$4 млрд до \$3,4 млрд, а банки предложили дополнительно долговых обязательств на \$1 млрд, чтобы покрыть образовавшуюся разницу и подкрепить предложение. После закрытия сделки долгосрочный долг Clear Channel увеличился с \$5,2 млрд до \$18,9 млрд, а ежегодные расходы на выплату процентов выросли до \$900 млн.

Аналогичный сценарий разыгрывался снова и снова на протяжении всей осени 2006 г. и в начале 2007 г., когда Blackstone проигрывала конкурентам сделку за сделкой. Она уступила процессинговую корпорацию электронных платежей First Data своему давнему сопернику KKR, предложившей \$34 за акцию, или \$29 млрд, против \$30 за акцию от Blackstone. Сотовый оператор Alltel достался TPG и Goldman Sachs по цене \$71,50 за акцию, или \$27,5 млрд, — Blackstone с предложением \$67–70 осталась ни с чем²⁴.

Bain и Clayton Dubilier выиграли сделку с Home Depot Supply, оптовым подразделением одного из крупнейших ретейлеров Home Depot, предложив \$10,3 млрд — примерно на \$1 млрд больше, чем Blackstone. Издательство учебной литературы Thomson Learning, кейтеринговая компания U. S. Foodservice, британский дистрибьютор продуктов питания Brake Brothers — всех их Blackstone упустила.

«В начале 2007 г. мы проиграли семь из восьми аукционов подряд, — вспоминает Пракаш Мелвани, член инвестиционного комитета Blackstone. — Мы отставали с большим отрывом. Это очень угнетало»²⁵.

Тем не менее по объемам инвестиций в 2006 г. Blackstone превзошла своих главных конкурентов KKR и Apollo, вложив более \$7,5 млрд во Freescale и другие крупные LBO, осуществленные в начале года, включая покупку VNU (нидерландской медиакомпании, впоследствии переименованной в Nielsen Company), Biomet и Michaels Stores, а в 2007 г. выложила немногим меньше — \$6,3 млрд. Инвестиции в Equity Office Properties и гостиничную сеть Hilton в том же году поглотили еще \$8,2 млрд из ее фондов недвижимости²⁶.

КОРОЛЬ КАПИТАЛА

Несмотря на все расчеты и тревоги по поводу перегретого рынка, возобладал необоримый человеческий фактор — амбиции и состязательный дух партнеров Blackstone.

«Когда все вокруг вас лихорадочно покупают и поднимают цену, очень трудно стоять на своем и заявлять: “нет-нет, я считаю, что это слишком дорого, — говорит Джеймс. — А подчиненные начинают тебя подталкивать. Они рвутся в бой, им нужны сделки. Они давили на нас изнутри, рынок давил снаружи, и мы были вынуждены пойти у них на поводу. Хотя и нажали на тормоза, но машину все равно толкало вперед»²⁷.

В полную силу тормоза сработали в группе LBO только в конце 2006 г. После того как Blackstone выступила в роли ведущего инвестора в четырех из 25 крупнейших LBO в 2006 г., в 2007-м на нее пришлась лишь одна сделка из крупнейших 25 — покупка Hilton Hotel, осуществленная Джонатаном Греем и его подразделением инвестиций в недвижимость. В условиях, когда рынок штурмовал свои максимумы, именно группа Грея провела два самых крупных LBO за всю историю Blackstone.

ОФИСНАЯ ВЕЧЕРИНКА¹

«Вы должны купить EOP»², — небрежно бросил Джордан Каплан Джонатану Грею, молодому соруководителю подразделения Blackstone — группы операций с недвижимостью. Если бы Blackstone купила Equity Office Properties Trust, крупнейшего в стране владельца офисной недвижимости, продолжил Каплан, то его компания охотно перекупила бы у нее принадлежащие EOP офисные здания на западе Лос-Анджелеса.

Это брошенное мимоходом предложение ударило Грея по больному месту. На дворе было 23 октября 2006 г., когда Каплан, генеральный директор Douglas Emmett, базирующегося в Лос-Анджелесе инвестиционного фонда недвижимости, зашел в офис Blackstone вместе с Роем Марчем, ведущим банкиром в сфере коммерческой недвижимости. Каплан и Марч не знали, что Грей уже больше года обдумывает план приобретения EOP.

Грей отклонил предложение Каплана, но оно его заинтриговало. Каплан сказал, что готов заплатить высокую цену за лос-анджелесскую недвижимость — с выгодной ставкой капитализации на уровне 4, что на языке риелторов соответствует цене, при которой недвижимость будет генерировать 4%-ную денежную доходность. Ставка капитализации является обратной величиной к мультипликатору денежного потока, поэтому чем ставка ниже, тем выше стоимость. Ставка капитализации на уровне 4 была эквивалентна 25-кратному денежному потоку, что в два-три раза превышало текущую ставку для компаний и было достаточным, чтобы воспламенить воображение Грея.

Когда Грей провожал Марча и Каплана к лифту, он неожиданно похлопал Марча по плечу и попросил задержаться. По возвращении в кабинет воодушевленный Грей засыпал Марча вопросами о том, сколько можно выручить за остальную недвижимость EOP, если продать ее по частям.

Компанию Equity Office Properties создал Сэм Зелл, один из самых колоритных инвесторов на американском континенте. Он сделал себе имя еще в 1970-е гг., скупая заложенную недвижимость у несостоятельных должников накануне ее отчуждения кредиторами. В общей сложности приобрел почти на \$3 млрд никому не нужных активов, сделал небольшие первоначальные взносы в счет погашения кредитов и стал ждать восстановления рынка. В результате же заработал состояние и репутацию, возможно, самого дерзкого и проницательного инвестора современности. Личность Зелла была под стать его деловой репутации. На фоне блистательных персон, заправлявших в отрасли, он выделялся тем, что бойкотировал костюмы и галстуки, совершал длительные путешествия на мотоцикле в экзотические уголки мира и постоянно шокировал своих сотрудников и слушателей неприличными высказываниями.

ЕОР была оплотом Зелла на рынке дорогой недвижимости. За два десятилетия, действуя из штаб-квартиры в Чикаго, ЕОР собрала в своем портфеле 622 первоклассных объекта недвижимости в 17 городах. В число ее трофеев вошли штаб-квартира Чикагской товарной биржи, офисный небоскреб Verizon в Нью-Йорке с видом на Брайант-парк и офисный комплекс One Market Plaza напротив Ferry Building в Сан-Франциско. Но акции ЕОР торговались вяло, даже когда цены на недвижимость начали расти в середине 2000-х гг. Компанию обременял слишком большой портфель второсортных активов, и, кроме того, ее репутация была подорвана несвоевременным вложением \$7,2 млрд в недвижимость в Кремниевой долине. Несмотря на то что в 2006 г. акции работающих в сфере недвижимости компаний демонстрировали рост, ЕОР так и не сумела восстановить утраченных позиций.

Дважды до этого Грей пытался найти финансистов, способных обеспечить приобретение ЕОР. Первый раз он обратился с предложением к CalPERS, пенсионному фонду госслужащих штата Калифорния, затем пытался убедить Морта Цукермана, главу Boston Properties и издателя *US News & World Report* и *New York Daily News*. Позднее, всего за шесть недель до визита Каплана и Марча, Грей за ланчем с генеральным директором ЕОР Ричардом Кинкейдом и операционным директором Джефффри Джонсоном спросил напрямик, что может подтолкнуть их к согласию на продажу компании. «Только предложение крестного отца», — ответили они, т. е. предложение, от которого ЕОР не смогла бы отказаться. Грей решил, что они не заинтересованы в продаже, и переключил свое внимание на Hilton Hotels Corporation.

На тот момент, когда Джордан Каплан подкинул Blackstone идею о покупке ЕОР, планы приобретения Hilton провалились, и у Грея нашлось время, чтобы продумать очередную атаку на ЕОР. В его голове начал формироваться соблазнительный проект. Если такие люди, как Каплан, были готовы покупать недвижимость по ставке капитализации

на уровне 4, значит, Грей мог позволить заплатить за ЕОР «цену крестного отца» и затем распродать примерно треть ее активов, в результате чего оставшая часть портфеля компании досталась бы Blackstone практически за бесценок. По сути, Blackstone купила бы товар оптом и продала его в розницу. Недавно команда Грея уже проделала это с двумя другими публичными операторами офисной недвижимости Carr America Realty и Trizec Properties, где целое, как оказалось, также стоило меньше, чем сумма его частей. В любом случае, если бы Blackstone купила ЕОР, Грей планировал избавиться от многих ее зданий и ограничиться всего четырьмя ключевыми рынками — Нью-Йорком, Бостоном, западным Лос-Анджелесом и областью залива Сан-Франциско, где географические особенности и ограничения, обусловленные зонированием, предотвращали чрезмерную застройку, от которой периодически страдали многие другие города.

Каплан даже не догадывался о том, что оброненная им фраза запустит самую крупную, самую дерзкую и самую сложную сделку, когда-либо осуществленную Blackstone, — отчаянный ход, который столкнет деликатного 36-летнего Грея и его партнеров-сверстников с двумя самыми прожженными ветеранами-риелторами и впервые втянет Blackstone в открытую аукционную войну. Как и в случае Freescale и Clear Channel, окончательная цена сделки намного превысила первоначальные расчеты победителя. Но в отличие от этих инвестиций, в случае ЕОР Blackstone использовала раздутые цены в свою пользу, распродав большую часть компании, а оставшиеся активы заполучив по низким ценам.

Blackstone была пионером в новом виде инвестирования, ставшего известным как прямые инвестиции в недвижимость. Суть их состояла в том, чтобы сформировать фонд для покупки недвижимости, после приобретения внести в нее улучшения или дождаться подъема в рыночном цикле и продать несколько лет спустя. Во время рецессии и кризиса ссудо-сберегательной отрасли в начале 1990-х гг., когда Шварцман нанял Джона Шрайбера с целью организации нового бизнеса, Blackstone занималась проблемной недвижимостью. Но со временем она приняла подход, более свойственный группе LBO. Например, в 1998 г. ее фонды недвижимости приобрели британскую гостиничную сеть Savoy Group, которая включала одноименный отель и три самые роскошные лондонские гостиницы — Berkely's, Claridge's и Connaught³. На них приходилась почти половина всех номеров класса ультра-люкс в Лондоне, но семейная компания не использовала их потенциал по максимуму. Blackstone же из кабинетов, подсобок и других не приносящих дохода помещений создала 200 новых номеров в четырех зданиях, модернизировала интерьеры и наняла новых шеф-поваров, чтобы нагнать ажиотаж вокруг гостиниц, прежде чем продала компанию в 2003 г.

Стратегия прямых инвестиций в недвижимость к 2006 г. обеспечила 36% среднегодовой доходности по всем фондам недвижимости Blackstone, что было сопоставимо с ее фондами LBO, но результаты работы группы недвижимости оказались более стабильными. Всего десяток или около того из 200 с лишним сделок принесли убытки, и то относительно небольшие⁴.

Стратегия купли и продажи отличается от подхода большинства традиционных операторов недвижимости, которые ориентированы на долгосрочное владение зданиями и управление ими с целью получения максимального дохода, а не на извлечение прибыли за счет перепродажи. У Goldman Sachs, Lehman Brothers и Merrill Lynch имелись свои фонды с похожей стратегией, но прямые инвестиции в недвижимость по-прежнему занимали незначительную нишу в инвестиционном мире, а потому Blackstone редко сталкивалась с интенсивной войной предложений, как это было при покупке другого рода компаний.

Худощавый Грей, ростом за метр восемьдесят, с мальчишескими чертами лица и коротко стриженными темными волосами, выглядел и вел себя скорее как «Скаут-орел»*, нежели как «Повелитель вселенной»**. Он ходил на работу пешком из своей квартиры на Парк-авеню, находившейся в 20 кварталах от офиса Blackstone. Его наряд — дешевые электронные часы из Wal-Mart, скромные костюмы и галстуки, прочные ботинки — довершал непримечательный образ. В Blackstone он пришел в 1992 г. на должность исследователя-аналитика напрямую из Пенсильванского университета. Грей вместе с проживающим в Лондоне коллегой Чадом Пайком с первых дней в компании работал под наставничеством Шрайбера, и в 2005 г. они на пару возглавили группу недвижимости. Внутри Blackstone эта группа позиционировала себя как наделенную особой культурой, основанной на географических корнях. Грей, уроженец Чикаго, и Пайк, уроженец Толедо, никогда не упускали случая подчеркнуть, что в их команде доминировали выходцы со Среднего Запада, начиная со Шрайбера, ее серого кардинала, который работал из своего дома в Чикаго.

За три года с того момента, как Грей и Пайк встали во главе группы, они направили ее по новому пути. Опираясь на ноу-хау Blackstone в сфере LBO, они перешли от покупки отдельных зданий к приобретению целиком компаний — операторов недвижимости. За два года, начиная с марта 2004 г., Blackstone купила 11 публичных инвестиционных фондов недвижимости (real estate investment trusts, REIT) в Соединенных Штатах. (REIT имеют налоговые льготы,

* «Орел» — престижное звание, которое присуждается лучшим скаутам, отличившимся в учебе и скаутском деле. — *Прим. пер.*

** «Повелители вселенной» — фантастический анимационный сериал, кинофильм и онлайн-игра о борьбе добрых и злых сил в космическом масштабе. — *Прим. ред.*

поэтому многие компании, располагающие значительными недвижимыми активами или инвестирующие только в недвижимость, выбирают эту организационно-правовую форму.) Среди них было несколько гостиничных сетей: Extended Stay America, Prime Hospitality, Wyndham International, La Quinta и MeriStar. В Великобритании группа недвижимости объединила свои силы с группой LBO, чтобы инвестировать в три компании, владевшие солидной недвижимостью, которая, однако, не использовалась в полной мере или страдала от недостаточного финансирования: Spirit Group, сеть пабов с десятками неэффективно используемых зданий в престижных городских районах; Center Parks, сеть высококлассных кемпингов и пансионатов выходного дня; а также NHP и Southern Cross, две сети домов престарелых, слитых Blackstone в одну компанию.

Покупка публичных компаний целиком позволила Blackstone не только добывать скрытые внутри них сокровища, но и вкладывать капитал большими объемами и одним махом. «Именно тогда наш бизнес совершил скачок на новый уровень, — объясняет Грей. — Слово мы открыли сдерживавшие нас затворы и вышли на просторы — перешли от покупки отдельных зданий к гораздо более масштабным приобретениям».

В 2006 г. американская команда нацелилась на офисную недвижимость: ее первыми сделками стали покупка CarrAmerica за \$5,6 млрд с последующим делистингом и приобретение большей части акций Trizec за \$1,8 млрд. Эти сделки убедили Грея и двух других работавших вместе с ним партнеров, Фрэнка Коэна (32 года) и Кеннета Каплана (33 года), в том, что большинство публичных компаний, владевших офисами, управляли зданиями таким образом, чтобы те были полностью заполнены и обеспечивали им стабильный поток дивидендов, и не вносили максимально возможную арендную плату, что могло привести к появлению временно свободных площадей. Они также узнали, что многие такие компании оцениваются рынком дешевле, чем сумма составляющих их частей⁵. Прежде чем приобрести Trizec в октябре 2006 г., Blackstone подыскала покупателей для принадлежавших ей 13 зданий, которые и продала за \$2,1 млрд, заработав \$300 млн мгновенной прибыли сверх цены, заплаченной за всю компанию.

Возможно, думал Грей, теперь Blackstone удастся сотворить такое же чудо, но в гораздо больших масштабах с EOP, которая в шесть-семь раз превосходила CarrAmerica. Через несколько дней после визита Каплана и Марча Грей позвонил банкиру EOP Дугласу Сеслеру в Merrill Lynch. «Что именно будет считаться предложением крестного отца?» — спросил он.

Хотя на ланче с Греем в сентябре генеральный директор EOP Ричард Кинкейд уклончиво ответил на его вопрос о возможности выкупа компании, на самом деле Кинкейд и Зелл считали, что рынок

офисной недвижимости перегрет и если уж и продавать компанию, то именно сейчас, когда они смогут сбыть ее по наилучшей для акционеров цене.

Проконсультировавшись с Зеллом и Кинкейдом, Сеслер сообщил Грею, что EOP не будет назначать цену. «Сэм — прирожденный торговец, — объясняет Сеслер. — Он никогда не назовет вам точную цену»⁶. Все же Сеслер сказал Грею, что предлагаемая цена должна быть не ниже \$45, чтобы совет директоров стал рассматривать предложение.

Теперь у Blackstone была цель, и Грей, Каплан и Коэн приступили к работе, внимательно изучая подробные таблицы активов EOP в открытом доступе и сравнивая эти данные с информацией, почерпнутой ими при управлении CarrAmerica и Trizac, чтобы понять, сумеют ли они окупить цену в \$45 за акцию⁷.

Грей сильно нервничал по поводу этой сделки. Мало того что по своим масштабам она намного превосходила все его предыдущие, так еще должна была стать крупнейшим LBO в истории, и ему предстояло выписать чек на \$3,5 млрд или даже более — самую большую сумму, которой Blackstone когда-либо рисковала в одной сделке. Группа LBO уже беспокоилась по поводу того, что цены на компании достигли предела и начинают откатываться назад, и Грей был того же мнения о рынке недвижимости. Чтобы сделка принесла прибыль, все ее составляющие — само предложение, продажа активов и быстрое сокращение долговой нагрузки EOP после LBO — требовали безупречного исполнения. Если Blackstone заплатит наивысшую цену, а потом завязнет в переоцененных активах, которые не сможет сбыть, это будет катастрофа.

Для пущей уверенности Грей позвонил Алану Левенталю, главе специализирующейся на инвестициях в недвижимость компании Weason Capital Partners, который на протяжении многих лет был его наставником и советчиком. Грей хотел услышать еще раз излюбленную теорию Левенталья. Согласно ей, на тех развитых рынках, где строительство новых офисных площадей затруднено, можно было заработать деньги в долгосрочной перспективе, если покупать здания ниже цены замещения (т. е. цены, по которой может быть куплен такой же актив), поскольку цены естественным образом растут там, где нельзя существенно увеличить предложение. Грей не стал объяснять Левенталю причину своего запроса, а просто попросил его еще раз изложить свою теорию. И Левенталь охотно пустился в рассуждения о том, что резкий рост стоимости строительства новых зданий на побережье делает текущий момент подходящим для инвестиций, даже несмотря на повышение цен на недвижимость⁸.

«Его слова ободрили меня, — вспоминает Грей. — В жизни бывают моменты, когда нужно чем-то подкрепить свою уверенность, особенно когда собираешься поставить на кон всю карьеру».

2 ноября, когда команда Грея была готова сделать предварительное предложение, Грей позвонил Дугласу Сеслеру, банкиру EOP, и сказал, что Blackstone готова предложить \$47,50 за акцию, или примерно \$35,6 млрд, включая долг EOP⁹. Пять дней спустя Blackstone подписала соглашение о конфиденциальности и получила доступ к внутренней документации EOP с данными об арендной плате и истечении сроков аренды, сведениями об арендаторах и другой не подлежащей публичному раскрытию информацией. На ее основе Грей мог, в частности, прогнозировать, сколько дополнительного дохода можно было выжать из имеющихся офисных площадей, если по окончании сроков их аренды повысить арендную плату.

Команда Blackstone мобилизовала несколько десятков штатных аналитиков и внешних консультантов, чтобы срочно изучить новые данные, которые в результате подтвердили предположения Коэна и Каплана, сделанные ими на основе публичной отчетности EOP. Сделка оказалась жизнеспособной. Шесть дней спустя, 13 ноября, Blackstone сделала официальное предложение — \$47,50 за акцию. EOP потребовала увеличить предложение на \$1, что повышало общую стоимость компании до \$36 млрд. Blackstone согласилась.

Однако Зелл начал жестко торговаться по техническому вопросу — сумме неустойки, которую EOP должна была заплатить Blackstone в том случае, если согласится принять предложение с более высокой ценой. Зелл непреклонно настаивал на снижении неустойки, чтобы ее размер не отпугнул других потенциальных покупателей¹⁰. (Покупатель, выигравший сделку за счет предложения более высокой цены, фактически будет вынужден принять неустойку на себя, поскольку стоимость компании уменьшается на величину выплачиваемой ею неустойки.) Члены совета директоров EOP не предлагали компанию другим покупателям, чтобы не допустить утечки информации, но в силу фидуциарной ответственности перед своими акционерами были обязаны попытаться получить наивысшую цену. Если бы они подписали сделку с Blackstone, не привлекая перед этим других предложений, стоимость выхода из нее должна была быть небольшой.

Неустойка за срыв сделки предназначена для того, чтобы вознаграждать первого потенциального покупателя за ту работу, которую он проделал для подготовки предложения, а также является своего рода утешительным призом для проигравшего. Как правило, она составляет 2–3% от общей стоимости компании-мишени. Зелл настоял на том, чтобы снизить ее до \$200 млн, или всего до 1% от рыночной капитализации EOP, — явно недостаточно для того, чтобы отпугнуть серьезного претендента. Скрипя зубами, Грей согласился, и 19 ноября соглашение о приобретении было подписано.

Профинансировать сделку с EOP оказалось проще простого. Blackstone понадобилось всего пять дней, чтобы набрать требуемые

\$29,5 млрд долгового финансирования у Bear Stearns, Bank of America и Goldman Sachs¹¹. Как и в сделке с Freescale, условия кредитования были совершенно необременительными. Помимо долгового капитала, банки согласилась вложить в акционерный капитал несколько миллиардов долларов, которые Blackstone должна была вернуть с небольшой премией после того, как продаст активы EOP. Таким образом, банки зарабатывали дополнительную доходность на временно инвестированный капитал, но в то же время брали на себя часть риска, если с продажей активов возникнут проблемы и компания завязнет с чрезмерным долгом. Кроме того, как и в случае с Freescale, Blackstone добилась того, что ни один из новых долгов EOP не подлежал погашению до 2012 г., а это давало EOP некоторую свободу действий в условиях спада.

По сумме сделка превосходила \$31,3 млрд, заплаченные KKR за RJR Nabisco в 1989 г., и \$33 млрд, которые KKR только что согласилась заплатить за оператора сети частных клиник HCA. Скромный, застенчивый Грей не только оказался на самой вершине мира недвижимости, но и побил все рекорды в сфере прямых инвестиций, установленные самим Генри Крависом.

Но EOP еще не перешла окончательно в его руки.

Blackstone предложила лишь небольшую 8,5%-ную премию к цене акций EOP, по которой они торговались перед подписанием сделки, но Зелл и Кинкейд были счастливы, будучи убеждены в том, что цены на рынке недвижимости достигли предела. Зелл, всегда остававшийся в душе трейдером, довольствовался тем, что ему удалось зафиксировать прибыль на максимуме для своих акционеров, включая его самого. «Мы считали текущие цены предельными»¹², — вспоминает Кинкейд.

Кроме того, Зелл и Кинкейд знали кое-что еще, чего не знала Blackstone: старый друг Зелла Стивен Рот, превративший Vornado Realty Trust в основного соперника EOP, летом обращался к Зеллу по поводу покупки EOP. Именно поэтому Зелл настоял на небольшом размере неустойки. Он втайне надеялся, что соглашение с Blackstone послужит всего лишь начальным залпом в войне предложений.

Сделка между Vornado и EOP носила бы не только деловой, но и личный характер, поскольку Зелл и Рот поддерживали тесные, хотя и немного странные дружеские отношения. Они вместе с женами постоянно устраивали совместные обеды, однако им доставляло удовольствие высмеивать друг друга на публике. Однажды на риелторской конференции, где они выступали на одной сцене, Рот назвал Зелла «плешивой трусливой сволочью»¹³. Впрочем, и у него самого голый череп блистал под стать лысине Мистера Клина из рекламы моющих средств, поэтому Рот подшучивал и над самим собой. «Я обожаю Стива, а Стив обожает меня»¹⁴, — утверждает Зелл.

Как и Зелл, Рот начинал на дешевом рынке, привлекая деньги для строительства торговых центров в Нью-Джерси, и съел собаку на проблемной недвижимости. В 1980 г. на собрании акционеров он получил контроль над Vornado, которая тогда занималась производством кондиционеров и розничной торговлей, закрыл магазины и сдал помещения в аренду. В 1992 г. он вместе с другими кредиторами универмага Alexander's в Нью-Йорке вынудил компанию, на тот момент столкнувшуюся с финансовыми трудностями, объявить о банкротстве. Первокласное здание рядом с универмагом Bloomingdale, в Верхнем Ист-Сайде досталось Vornado, и после перестройки в нем разместилась штаб-квартира агентства новостей и финансовой информации Bloomberg, принадлежавшего будущему мэру Нью-Йорка Майклу Блумбергу.

Как и надеялась EOP, 24 ноября президент Vornado Майкл Фасителли связался с банкиром EOP Дагом Сеслером из Merrill Lynch и сообщил ему, что Vornado собирается сделать предложение. Но, как ни странно, в течение следующих нескольких недель EOP не услышала от Vornado ни слова. Зелл встревожился¹⁵. В газетах он читал, что министерство юстиции ведет расследование возможного сговора между компаниями прямых инвестиций в аукционных войнах, и начал задаваться вопросом, не ограничивает ли Blackstone интерес других претендентов. В один прекрасный день, когда Зелл находился проездом в Нью-Йорке, Грей договорился встретиться с ним за чашкой кофе и, к своему удивлению, оказался под градом обвинений и угроз со стороны едва знакомого ему Зелла. Дескать, Грей может распрощаться со своей карьерой, если попытается утаить конкурентные предложения. «Не надо водить нас за нос», сказал я ему, — вспоминает Зелл, — разумеется, в более сильных выражениях». Он открыто признает, что его главной целью было напугать Грея. (Правительственное расследование так ничего и не обнаружило.)

Эта гневная тирада привела в замешательство Грея, который всегда стремился играть честно, а предложения от Vornado так и не поступило. Наконец, в середине декабря Зелл позвонил Роту и спросил: «Куда ты делся, черт подери?» Рот признался, что застрял из-за неудачных переговоров с потенциальным партнером по сделке. После еще нескольких недель молчания 8 января 2007 г., через семь недель после объявления о соглашении между Blackstone и EOP, Фасителли позвонил Сеслеру и сказал, что Vornado решила отказаться от покупки EOP. Вместо этого Vornado хотела обсудить с Blackstone возможность приобретения конкретных объектов недвижимости. Казалось, что теперь-то EOP окончательно досталась Blackstone.

Однако через неделю, 15 января, Vornado совершила поворот на 180 градусов. Фасителли позвонил Сеслеру и сообщил, что Vornado снова обдумывает предложение о поглощении. Уже к утру 17 января

на рынках распространились слухи, что Vornado собирается вскоре объявить о предложении, и Зелл отбил старому другу электронное письмо: «Дорогой Стиви, / Розы краснеют / Фиалки синеют / Я слышал слухок / Что скажешь, дружок? / Люблю и целую, / Сэм».

В Vornado были позабавлены таким письмом, но и поставлены в тупик. Никто из руководителей, банкиров и юристов Vornado не мог придумать подходящего ответа. Наконец, Рот решился попробовать свои силы в электронной поэзии: «Сэмми, как ты? / Слухи верны / Люблю тебя, да / А цена \$52».

Зелл получил свой аукцион. «Мы были в совершеннейшем восторге», — вспоминает Кинкейд.

Но вскоре их радость поумерилась, когда Зелл, Кинкейд и команда EOP узнали детали предложения, поддержанного еще двумя инвесторами — Starwood Capital Group Global и Walton Street Capital. Зелл и Кинкейд ясно дали понять, что хотят провести сделку за денежные средства, поскольку были убеждены, что цены как на акции компаний недвижимости, так и на нее саму находятся на максимуме. Если они продадут EOP за акции Vornado, а их цена упадет, акционеры EOP не смогут зафиксировать прибыль на пике рынка.

Из предложенных Vornado \$38 млрд 40% предполагалось выплатить в виде акций. Более того, предложение не носило обязательного характера и Vornado еще не подыскала источников долгового финансирования, как это сделала Blackstone на момент подписания соглашения. Ко всему прочему, Vornado требовала, чтобы EOP продала ненужные ей активы до закрытия сделки. Наконец, в силу юридических причин, сделку должны были одобрить акционеры самой Vornado, однако они вполне могли не согласиться на то, чтобы компания занимала дополнительные деньги и выпускала такое количество новых акций. Даже если бы это предложение носило обязательный характер, оно ставило так много условий, что дело далеко нельзя было считать верным. Предложение содержало лишь общий план возможной сделки, причем не очень привлекательный.

Руководство EOP сделало все, что было в его силах. «Разумеется, мы немедленно вернулись к Blackstone и сказали, что ее предложение превосходно»¹⁶, — говорит Зелл.

Позицию Vornado можно понять. Ее рыночная капитализация была лишь немногим больше, чем у EOP, и, чтобы заплатить всю цену деньгами, компании пришлось бы занять значительную сумму, что, скорее всего, сбilo бы цену ее акций. В тот момент они торговались на историческом максимуме и с намного более высоким отношением капитализации к прибыли, чем у EOP, поэтому, вполне естественно, Vornado предпочитала заплатить акциями. Но еще летом Зелл четко высказал Роту свое пожелание: он хотел деньги и только деньги.

«Знаете, как это бывает, когда вы спорите с супругой? — говорит человек, участвовавший в обсуждении предложения Рота. — Иногда вы слышите только то, что хотите услышать»¹⁷.

Зеллу не удалось развязать войну предложений, на которую он рассчитывал, однако такая война развернулась в Blackstone, где телефоны раскалялись от звонков. Каждый игрок на арене коммерческой недвижимости жаждал урвать кусок от ЕОР¹⁸. Грей и Фрэнк Коэн вскоре после объявления сделки были застигнуты врасплох, когда на ланче с магнатом в сфере недвижимости тот начал выпытывать у них, что конкретно они собираются продать. Поскольку ни у кого из них не оказалось с собой бумаги для заметок, им пришлось позвать официанта и позаимствовать у него блокнот для записи заказов, чтобы набросать список городов¹⁹.

Шквал запросов и предложений подтвердил ставку Blackstone на финансирование выкупа за счет продажи части активов. Он также показал команде Грея, что они смогут продать гораздо больше трети принадлежащих ЕОР площадей, чем планировалось первоначально. Кроме того, поступавшие уже ей «предложения крестного отца» о покупке конкретных активов давали Blackstone возможность поднять цену своего предложения, если бы возникла такая необходимость²⁰.

И такая необходимость вскоре возникла. Как и в сделке с Freescale несколько месяцев назад, когда Blackstone пришлось повысить цену, чтобы перебить предложение KKR и Silver Lake, на этот раз ей также пришлось раскошелиться, хотя никаких других предложений ЕОР не поступало. Но дело в том, что акции ЕОР подскочили в цене выше предложенных Blackstone \$48,50, в результате чего инвесторы, купившие акции по текущей цене, вряд ли согласились бы продать их себе в убыток. Теперь Blackstone должна была противостоять не только Vornado, но и ожиданиям рынка.

Было принято решение закрепить поступающие в Blackstone предложения о покупке зданий ЕОР, чтобы иметь возможность поднять цену предложения. Для этого Грею требовалось разрешение на раскрытие части внутренней финансовой отчетности ЕОР компаниям, желавшим приобрести ее недвижимость. ЕОР быстро дала это разрешение.

Как и в случае с Freescale, Blackstone имела преимущество перед конкурентами, поскольку обладала поддержкой совета директоров покупаемой компании и доступом к ее внутренней финансовой отчетности в течение нескольких месяцев. У Vornado не было ни того ни другого, и Blackstone собиралась воспользоваться своей форой. Днем группа Грея вела лихорадочные переговоры с компаниями недвижимости, а ночью собиралась, чтобы обсудить сделку со стороны ЕОР. Вскоре стало понятно, что Blackstone придется продать не треть активов ЕОР, как

она планировала изначально, а гораздо больше, однако поступающие к ней предложения были настолько щедрыми, что от них почти невозможно было отказаться.

Решающим фактором стало головокружительное предложение от одного из крупнейших в Нью-Йорке офисных девелоперов Гарри Маклоу, который выразил желание купить большую часть нью-йоркской недвижимости EOP за \$6,6 млрд со ставкой капитализации на уровне от 3 до 3,5, что было эквивалентно поистине фантастическому мультипликатору денежного потока в 29–33. Принимая во внимание, что Маклоу пришлось бы выплачивать более 3,5% в виде процентов по кредитам, взятым для покупки зданий, такая цена означала, что, по крайней мере в краткосрочной перспективе он гарантированно будет нести убытки. Поэтому покупка имела смысл только в двух случаях: либо Маклоу рассчитывал резко увеличить поступления от арендной платы, либо предвидел значительное повышение стоимости этой недвижимости.

Портфель нью-йоркских активов являлся одной из главных драгоценностей EOP и основной приманкой для Blackstone, но устоять перед предложением Маклоу было невозможно. \$6,6 млрд позволяли группе Грея существенно продвинуться к своей цели — приобрести самый лакомый кусок EOP намного дешевле его текущей цены. Кроме того, теперь Грей мог предложить EOP чуть больше.

22 января банкиры Blackstone сообщили EOP, что компания готова заплатить \$53,50 за акцию, на \$5 больше, чем они договорились в ноябре, при условии, что EOP увеличит размер неустойки до \$700 млн, или до 3% от ее рыночной капитализации. Но совет директоров EOP потребовал поднять цену еще выше, и в конце концов Blackstone согласилась заплатить \$54 за акцию и довольствоваться неустойкой в \$500 млн. То есть, размер неустойки вырос до \$1,40 в расчете на акцию, фактически увеличив на эту сумму цену покупки для Vornado.

Всего через 14 дней, 5 февраля, должно было состояться голосование акционеров, и от Blackstone требовалось до этого момента сохранить преимущество, так как Vornado все еще исследовала документацию EOP и задавала вопросы Кинкейду и консультантам компании. «У нас была большая фора во времени, — вспоминает Брайан Стадлер, один из двух юристов Simpson Thacher & Barlett, проводивших эту сделку для Blackstone. — И мы хотели сохранить темп наступления»²¹.

Когда 31 января *Chicago Tribune* сообщила, что Vornado собирается предложить \$58,50 (на \$4,50 больше, чем Blackstone), команда Грея решила, что, несмотря на ее натиск, игра проиграна. «Для нас это был самый тяжелый момент», — признается Грей. Но новое предложение Vornado, как и предыдущее, не соответствовало ее предварительной

заявке. Выступая на этот раз в одиночку, Vornado предложила всего \$56 за акцию и снизила денежную долю с 60 до 55%.

Для Зелла и Кинкейда это предложение было ничуть не лучше, а в некоторых отношениях даже хуже, чем предложение от 17 января²². Создавалось впечатление, будто Рот и Фасителли торговались по мелочам с какой-нибудь риелторской фирмой о продаже здания и не осознавали, что имеют дело с советом директоров публичной компании, которому нужно представить своим акционерам привлекательное предложение.

Поэтому Blackstone пока что решила стоять на своем и не поднимать ставки. Но акции EOP продолжали расти в преддверии следующего раунда торгов, и ни Грей, ни руководители EOP не были уверены, что акционеры согласятся на цену в \$54.

Во время трансляции Суперкубка по американскому футболу в воскресенье, 1 февраля, накануне голосования акционеров EOP, Грей сидел у себя дома на Манхэттене, приклеившись к телевизору, где шел матч между командой его родного города Chicago Bears и Indianapolis Colts. Только Девин Хестер из Bears совершил рывок на 92 ярда и заработал тачдаун, как раздался звонок. Оказалось, что Vornado сделала новое предложение. Несколько минут Грей и его земляк, также уроженец Чикаго, Кинкейд из EOP, сетовали на то, что им не удалось посмотреть игру. «Нет, вы только подумайте! В такой момент!» — пожаловался Грей Кинкейду. Остаток большой игры они пропустили, строя догадки, на что теперь сподобилась Vornado.

Как выяснилось, предложение было куда менее впечатляющим, чем рывок игрока. Vornado оставила \$56, но предложила приобрести 55% находящихся в обращении акций EOP до того, как состоится голосование акционеров Vornado. Таким образом, акционеры EOP немедленно получали некоторые денежные выплаты, однако здесь был свой риск: если бы акционеры Vornado проголосовали против полного слияния, Vornado получила бы контроль над EOP, не платя за компанию целиком, и инвесторы EOP оказались бы в положении миноритариев. К тому же это предложение также не носило обязательного характера, и Vornado была вольна отказаться от него в любой момент.

Такая мелочность Vornado играла на руку Blackstone. «Мы надеялись, что окончательное предложение Vornado по EOP будет полно изъянов — обременено массой условий, не имеет обязательной юридической силы и без полной денежной выплаты. Таковым оно и оказалось, — говорит Джеймс. — Когда Vornado объявила свое предложение, мы воскликнули: “Ага! Ну теперь мы вобьем им кол в самое сердце!” Они сами предоставили нам эту возможность своими последовательными вялыми действиями, и мы ею воспользовались»²³.

Грей, Шварцман и Джеймс начали ломать голову над тем, как поступить. Blackstone уже была вынуждена повысить первоначальную цену на 11% — с \$48,50 до \$54 за акцию. Есть ли смысл набавлять цену еще, особенно принимая во внимание тот факт, что предложение Vornado было столь непривлекательным? На совещаниях Шварцман не устал напоминать о том, как KKR переплатила за RJR Nabisco. «Мы не хотим еще одной RJR», — напоминал он Грею.

«Мы говорили о том, стоит ли рисковать репутацией компании в такой крупной сделке, — вспоминает Грей. — Если бы мы переплатили, а сделка с треском провалилась, наш авторитет, который мы с таким трудом зарабатывали 20 лет, был бы серьезно подорван». Однако Грей убедил Шварцмана и Джеймса в том, что, с учетом заявок на покупку активов EOP по таким высоким ценам, оставшаяся часть портфеля все равно обойдется Blackstone дешевле, чем из расчета первоначальной ноябрьской цены.

Blackstone вернулась к EOP и предложила еще \$1,25, или \$55,25 за акцию. Совет директоров EOP настоял на дополнительных 25 центах, и в конечном итоге стороны сошлись на \$55,50, подняв сумму неустойки до \$720 млн. Теперь стоимость сделки составляла \$38,7 млрд что превышало прежний рекорд RJR Nabisco с еще большим отрывом, чем на первоначальных условиях.

Vornado сдалась. Через два дня после голосования акционеров, которое было перенесено на 7 февраля, Blackstone получила EOP в свою собственность.

У команды Грея не было времени на победный пир. Жена Грея Минди принесла в офис две бутылки «Вдовы Клико» и коробку изюма в шоколаде. Уставшие победители минут десять обмывали свое приобретение, после чего вернулись к работе. Перед ними стояла пугающая задача — завершить распродажу активов EOP на общую сумму \$19 млрд. Самый крупный кусок уже был реализован: контракт с Мак-лоу на продажу большей части нью-йоркского портфеля недвижимости за \$6,6 млрд заключили одновременно с закрытием сделки по EOP. Продажа активов в Вашингтоне и Сиэтле за \$6,4 млрд Beacon Capital — компании, возглавляемой Аланом Левенталем, чья теория о цене замещения вдохновила Грея, — также была почти решенным делом. Однако после LBO у EOP оставалось \$32 млрд долга и \$3,5 млрд в виде бридж-кредита под инвестицию собственного капитала Blackstone, и Грей, зная, насколько перегрет рынок, понимал: в его распоряжении совсем мало времени на то, чтобы распродать ненужные ему активы и уменьшить эти неприятные показатели.

С февраля по июнь Blackstone продала 5,67 млн из примерно 9,29 млн квадратных метров площадей, принадлежащих EOP зданий на общую сумму около \$28 млрд, оставив себе только активы на основных рынках²⁴. Цены продаж были настолько высокими, что фактическая

стоимость оставшегося портфеля оказалась намного ниже его рыночной стоимости. Благодаря использованию кредитного плеча, инвестированные Blackstone \$3,5 млрд собственного капитала превратились почти в \$7 млрд на момент завершения продаж²⁵. Компания удвоила свои средства, просто распродав EOP по частям.

После успешного завершения сделки, ставшей крупнейшей из предпринятых Blackstone, Грей, Коэн и Каплан снова могли переключить свое внимание на Hilton — компанию, приобретения которой они безуспешно добивались до того, как покупка EOP поглотила все их силы.

ВЫХОД НА ПУБЛИЧНЫЙ РЫНОК — ОЧЕНЬ ПУБЛИЧНЫЙ ВЫХОД

«Я не собираюсь проигрывать дважды»¹, — заявил Шварцман многолетнему финансовому директору Blackstone Майклу Пуглиси в мае 2006 г., когда KKR собрала \$5 млрд для своего инвестфонда на Амстердамской фондовой бирже.

Это размещение продемонстрировало, что инвесторы на публичных рынках готовы вкладываться в сферу прямых инвестиций, однако успех KKR поглотил весь спрос на такие фонды в Европе и фактически закрыл двери для конкурентов. Однако за кулисами, параллельно с ожесточенными схватками за NXP, Freescale, Clear Channel и Equity Office Properties, Шварцман и Джеймс принялись разрабатывать ответный ход. Такого еще не делал никто из их коллег: Blackstone должна была сама выйти на публичный рынок.

К 2006 г. соперничество между Шварцманом и Генри Крависом переросло в легенду, возможно, даже миф. Было ли это глубоким личным противостоянием? Или всего лишь обычным, заряженным тестостероном соперничеством между двумя воротилами Уолл-стрит — кока-кола против пепси с финансовым привкусом? Ясно, что эти двое не испытывали друг к другу ни особой любви, ни чувства профессиональной солидарности, но в том и другом лагере преданные своим руководителям сотрудники утверждали, что их шефы не слишком-то и думали друг о друге, а мелодраматическое нагнетание страстей — дело рук прессы. В конце концов, ведь их компании выступали партнерами в нескольких крупнейших сделках десятилетия, таких как приобретение процессинговой компании SunGard, телевизионного рейтингового агентства VNU/Nielsen и датской телефонной компании TDC, а также вместе предприняли неудачную атаку на Clear Channel.

Конечно же, эти двое отличались друг от друга по образом жизни, темпераментом и вкусами. Кравис, выросший в состоятельной семье, был всего на три года старше Шварцмана, но в начале 1980-х гг. (Шварцман в то время — малоизвестный банкир в Lehman) он за 10 лет работы в бизнесе LBO уже сколотил себе баснословное состояние. Сделки KKR сделали Крависа знаменитостью, а благодаря своей второй жене, модельеру Кэролайн Розэм, он получил доступ в высший свет Нью-Йорка. Кравис десятилетиями занимался благотворительной деятельностью, а его третья жена, Мари-Жозе Друэн, канадский экономист и тележурналист, прославилась своими зваными обедами с участием известных интеллектуалов. Казалось, Кравис был всецело удовлетворен достигнутым и после 1980-х гг. постепенно отошел в тень. Но Шварцману еще требовалось что-то доказать.

Не нужно было глубоко копать, чтобы увидеть их взаимную вражду. Шварцман никогда не упускал случая пройтись по KKR, к примеру сравнил ее с «лошадкой, которая умеет делать только один трюк» в интервью *Business Week*, и демонстративно не пригласил Крависа на званый вечер по поводу своего юбилея в 2007 г. Хотя порой было трудно различить, где проявлялась настоящая кровная вражда, а где имели место умелые выдумки журналистов, однако немалая доля правды крылась в словах их общего знакомого, который саркастически заявил, что «психодинамика взаимоотношений между Стивом и Генри служила мотором всей отрасли прямых инвестиций»².

Слухи о том, что в скором времени крупные компании прямых инвестиций начнут выходить на публичный рынок, носились в воздухе с начала 2006 г. В декабре 2005 г. банкир Goldman Sachs Арт Пипонис уже обсуждал эту идею со Шварцманом, но, по прогнозам Пипониса, IPO могло принести всего \$7,5 млрд — намного меньше, чем хотел Шварцман, поэтому разговоры закончились ничем³.

Весной 2006 г. уже целый хор банкиров в унисон пел Blackstone ту же самую серенаду. На фоне бума LBO, а также успешного выхода фонда KKR на Амстердамскую фондовую биржу рынок все выше оценивал стоимость таких компаний, как Blackstone. Старший банкир Citigroup Майкл Клейн, отвечавший за взаимодействие с компаниями прямых инвестиций, довел это до сведения Шварцмана за обедом в его загородном доме в Хэмптоне. Клейн не знал в точности, насколько прибыльна была Blackstone, но он знал, что она управляла активами стоимостью примерно \$70 млрд и присутствовала в лучших нишах рынка альтернативных инвестиций. Она получала стабильные 1,5% комиссии за управление плюс 20% прибылей от своих крупнейших фондов прямых инвестиций и недвижимости. Причем инвесторы ее фондов вкладывали деньги на длительный срок — порядка 10 лет; они не могли забрать их и сбежать, как инвесторы паевых или хедж-фондов, если год или два оказывались для компании

неудачными. «Безусловно, это повышало ее ценность в глазах инвесторов по сравнению с теми же хедж-фондами», — поясняет Клейн. По его предварительной оценке, Blackstone могла быть оценена рынком в \$20 млрд и выше — цифра, которая гораздо больше пришлось Шварцману по душе⁴.

Тем временем Джеймс детально обсуждал ту же идею с тремя старшими банкирами Morgan Stanley: Рут Порат, Эдвардом Пиком и Майклом Уайзом. В мае 2006 г. они провели пять мозговых штурмов, чтобы рассмотреть все достоинства и недостатки двух вариантов — формирования фонда, как это сделала KKR, и IPO самой Blackstone. Преимущества IPO были очевидны: компания могла привлечь дополнительный капитал, а партнеры — «монетизировать» свои доли, т. е. обратить их в деньги. Однако Джеймс настоял на том, чтобы банкиры сосредоточились на минусах публичного размещения. Неистово строча в своем желтом блокноте, с неизменной банкой диетического Dr Pepper под рукой, он устроил трио банкиров настоящий допрос с пристрастием.

«Пожалуйста, объясните нам, насколько плохо все это может закончиться?» — таков был лейтмотив расспросов, по словам Рут Порат, в то время возглавлявшей в Morgan Stanley подразделение финансовых услуг и впоследствии ставшей финансовым директором банка.

IPO имело смысл только при правильном определении цены, но Шварцман и Джеймс ни за что не хотели раскрывать финансовую отчетность Morgan Stanley, включая даже Порат, с которой Джеймс был лично знаком на протяжении 20 лет и которую даже как-то пытался завербовать в DLJ. Ни один человек со стороны — и даже рядовые партнеры Blackstone — не знали результатов деятельности компании в целом. А Morgan Stanley к тому же являлся конкурентом Blackstone в сферах прямых инвестиций, инвестиций в недвижимость и консультаций по M&A.

Джеймс нашел выход — предоставить Morgan Stanley теоретические выкладки. «Мы сказали им, что показатели будут замаскированы, но в целом будут отражать состояние бизнеса, — объясняет Джеймс. — Затем мы подготовили вымышленный набор цифр, которые отражали тенденции, состав бизнес-портфеля и размеры прибыли, но не указали абсолютных величин»⁵. Исходя из сделанных банкирами оценок, Blackstone могла составить примерное представление о том, сколько она может стоить, не раскрывая при этом свои финансовые карты. Из ответа Morgan Stanley Джеймс сделал вывод, что компания способна приблизиться к названной Клейном сумме в \$20 млрд.

Порат, которая не услышала от Джеймса ни слова с момента их последней встречи, решила, что он охладел к этой идее. Но на самом деле он и его команда были так воодушевлены перспективами, что в начале июня Шварцман и Джеймс вызвали к себе финансового директора

Blackstone Майкла Пуглиси и главного юрисконсульта Роберта Фридмана и поручили им выяснить, что необходимо сделать для того, чтобы подготовить компанию к выходу на публичный рынок⁶.

Шварцман поставил несколько условий. Во-первых, контроль над Blackstone должен остаться в руках у него и менеджмента. Он не хотел разрушать систему умеренной диктатуры, которая привела компанию к успеху и надежно подавляла внутренние распри. («Вы должны их понимать, ведь они пришли из Lehman», — напоминает Пуглиси.) Во-вторых, IPO должно быть спроектировано таким образом, чтобы удержать сотрудников, а не дать им возможность обналичить свои доли и уйти. В-третьих, IPO нужно структурировать так, чтобы Blackstone не попала под налог на прибыль организаций. (Blackstone была организована как партнерство, а партнерства, как правило, не платят вышеназванный налог. Вместо этого партнеры платят подоходный налог на соответствующую долю своего участия в прибылях партнерства.)

Сверхсекретный проект получил название «Пума» по аналогии с «Пантерой» — прерванным проектом по выводу фонда Blackstone на Амстердамскую биржу. Круг посвященных был очень узок — несколько человек внутри компании и несколько внешних консультантов. «Я был помешан на конфиденциальности, во многом потому, что сам не был полностью уверен в своих намерениях. Я хотел, чтобы практически никто в компании не знал об этих планах, — вспоминает Шварцман, — не хотел порождать ожидания. Это могло нам помешать»⁷. Для работы над юридическими вопросами привлекли Джошуа Форда Бонни, молодого специалиста по IPO из юридической фирмы Simpson Thacher, обслуживавшей Blackstone⁸. Консультировал компанию ее аудитор Deloitte & Touche. При этом Blackstone заставляла каждого внешнего юриста, бухгалтера и банкира подписывать индивидуальное соглашение о конфиденциальности, что было поистине беспрецедентным требованием. Другие партнеры, даже Питерсон, в течение нескольких месяцев не подозревали о происходящем.

В некотором смысле сложилась парадоксальная ситуация: компания, игравшая ведущую роль в стремительном уходе американского и европейского бизнеса с публичного рынка, сама готовилась выйти на него. Но у Blackstone были весомые причины двинуться в противоположном направлении. Пока ее партнеры все свое время посвящали тому, чтобы с выгодой продать активы Blackstone, они не имели возможности воспользоваться созданной ими стоимостью в бизнесе, который сами построили. Этот вопрос особенно остро стоял перед Питерсоном, которому в 2006 г. исполнилось 80 лет. Согласно их изначальной договоренности со Шварцманом в 1985 г., в случае смерти соучредителя его наследники имели право получать прибыли от компании в течение всего пяти-семи лет; никто из двоих не мог передать свою долю по наследству, не говоря уже о том, чтобы продать ее⁹. Выход на биржу

позволил бы Питерсону продать свою долю, а Blackstone — спровадить под благовидным предлогом своего учредителя, который давно отошел от дел, но по-прежнему наравне со Шварцманом имел право голоса в управлении основным бизнесом и продолжал класть в карман весомую часть прибылей.

Но прежде всего Blackstone надлежало привести к такой структуре, которую можно было вывести на публичный рынок, что требовало от юристов и бухгалтеров геркулесовых усилий. Начать с того, что не существовало никакой «единственной Blackstone»¹⁰. «Компания» представляла собой кластер из примерно сотни партнерств, корпораций и фондов, связанных между собой контрактными отношениями, руководством с дублирующими функциями и собственностью, но никакой единой материнской компании, чьи акции можно было бы продавать на бирже, не существовало. Система управления отличалась не меньшей сложностью. Питерсон и Шварцман единственные имели право голоса в бизнесе LBO и M&A. Они делили прибыли между партнерами в этих группах и консультировали их, но юридически эти партнеры не имели права голоса в управлении. В то же время руководителям подразделения недвижимости, включая его основателя Джона Шрайбера, который даже не был партнером или сотрудником Blackstone, принадлежала половина голосующих акций в этом бизнесе (другая половина принадлежала компании). Чтобы выйти на биржу, Blackstone требовалось создать одну структуру — в конечном итоге две структуры — на вершине корпоративной пирамиды.

Реструктуризация создавала ряд серьезных трудностей, связанных с налогообложением, нормативно-правовым регулированием, бухгалтерским учетом и корпоративным управлением, и их Blackstone нужно было преодолеть. Компания хотела получить листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже, но не желала подчиняться ее правилам, в частности предоставляющим акционерам право назначать, избирать и увольнять членов совета директоров. С точки зрения нормативно-правового регулирования Blackstone предстояло стать операционной компанией, осуществляющей непосредственное управление своими активами, чтобы не подпасть под обременительные правила, регулирующие деятельность пассивных инвесторов, таких как управляющие паевыми фондами. Но для снижения налогообложения Blackstone хотела считаться пассивным фондом, собирающим доход, чтобы избежать федеральных налогов на прибыль организации.

Выход на публичный рынок поднимал еще ряд сложных и трудноразрешимых вопросов. Изменит ли он корпоративную культуру и стимулы для менеджмента? Не приведет ли к тому, что со временем Blackstone будет уделять больше внимания получению предсказуемых краткосрочных прибылей для своих акционеров, чем более

значительных, но менее предсказуемых долгосрочных прибылей для инвесторов своих фондов?

Шварцман и Джеймс испытывали массу сомнений насчет IPO, но они знали, что если Goldman, Citi и Morgan Stanley заговаривали об этом с ними, то можно было не сомневаться: банкиры уже стучатся и в двери KKR, TPG, Apollo и Carlyle¹¹.

«Если не сделаем мы, это делает кто-то другой, — таково было общее мнение участников первого совещания по проекту «Пума», вспоминает Пуглиси. — Если это сделает один, другим придется сделать то же самое. Таков закон Уолл-стрит».

«Мы ожидали эффекта домино»¹², — подтверждает Порат из Morgan Stanley.

Кроме того, в выходе на биржу было немало весомых преимуществ. Мало того что это позволяло Питерсону, Шварцману и другим партнерам продать свои доли и диверсифицировать личные портфели, это также обеспечивало компанию «валютой для приобретений» — акциями, на которые можно было приобретать другой бизнес и заманивать высококвалифицированных специалистов. Располагая акциями, она могла покупать намного более крупные компании, чем до сих пор, пока ей приходилось платить деньгами или неликвидными долями участия в Blackstone. Это преимущество вскоре проявилось на примере управляющей долговыми фондами GSO Capital, созданной бывшим коллегой Джеймса по DLJ. В январе 2008 г., уже после IPO, Blackstone договорилась о покупке GSO Capital, управлявшей активами в \$10 млрд, и заплатила значительную часть цены своими акциями¹³.

Джеймс также видел другие, менее очевидные выгоды. В отличие от конкурентов в большинстве других компаний прямых инвестиций, партнеры Blackstone наделялись правом на участие в прибылях со дня инвестирования. Даже если на следующий день они покидали Blackstone, то все равно получали причитающуюся им долю в прибылях, когда приобретенная компания спустя несколько лет продавалась. IPO позволило бы Blackstone создать стимулы, поощрявшие сотрудников оставаться в ее рядах надолго. Так, согласно разработанному плану, партнеры должны были получать акции компании в течение восьми лет работы и лишались права получить отставшиеся, если уходили раньше означенного срока.

Джеймс видел в выходе на публичный рынок и возможность разрушить систему «бункеров» — тенденцию отдельных подразделений Blackstone работать в изоляции друг от друга. Вместо долей в прибылях своего подразделения партнеры должны были получить право на участие в прибылях всей компании, что связало бы их экономическими интересами.

Тем не менее перспектива стать публичной компанией страшила. «Мы все немного колебались, — признается Джеймс. — Хотим ли мы жить как в аквариуме? Хотим ли раскрыть информацию о собственном

капитале и вознаграждениях? Это было решением совершенно иного порядка, нежели решение о формировании фонда для биржи, как это сделала KKR».

Чтобы осуществить IPO, менеджменту следовало учесть интересы заинтересованных сторон: инвесторов фондов (их могло обеспокоить возможное изменение приоритетов Blackstone), партнеров (их финансовые интересы должны были подвергнуться полной реструктуризации), а также потенциальных публичных инвесторов. «По несколько раз в неделю мы со Стивом спрашивали друг друга: “Мы и вправду хотим это сделать?”¹⁴» — вспоминает Джеймс.

Однако, несмотря на все тревоги, Джеймс был убежден в целесообразности этого шага для компании и выступал, по словам Пуглиси, в роли «тренера и разыгрывающего». Шварцман, за которым оставалось окончательное решение, не спешил с ним всю осень и зиму. «Я отказывался от личного вмешательства», — говорит Шварцман. Хотя он принимал участие во всех дискуссиях, но хотел «оставаться объективным и принять взвешенное решение, когда все факты будут налицо»¹⁵.

Как прокурор Джеймс собирал доказательства, а Шварцман как судья должен был рассмотреть их и вынести приговор.

В конце лета 2006 г. юристы Simpson Thacher разработали план по реформированию Blackstone в так называемое мастер-товарищество с ограниченной ответственностью — эта структура обычно используется партнерствами в нефтедобывающей и инвестиционной отраслях. Публичные инвесторы должны были стать партнерами с ограниченной ответственностью, или пайщиками, а самим партнерством должно было управлять второе партнерство, принадлежащее действовавшим партнерам Blackstone. При такой структуре Blackstone не подпадала под федеральные налоги на корпоративную прибыль, а пайщики — публичные инвесторы получали весьма ограниченные права. Например, они не могли принимать участия в выборе совета директоров и им было бы очень трудно сместить менеджмент¹⁶.

Оставалась только одна проблема. Партнерам предстояло обменять свои доли в будущих прибылях на пакеты акций в объединенной Blackstone. Для этого требовалось оценить будущие прибыли по каждой инвестиции, так как партнеры присоединились к Blackstone в разное время, поэтому имели право на разные по размерам куски пирога. Прогнозирование будущих прибылей от инвестиций мало того что требовало масштабного анализа, надежность которого притом вызывала большие сомнения, но и потенциально было чревато распрями, поскольку отдельные партнеры могли заявить, что инвестиции, где они участвуют в прибылях, более перспективны, чем другие.

Для решения этой проблемы Джеймс придумал обходной маневр. За партнерами сохранялись их доли участия в большинстве существующих инвестиций, а публичной компании доставались прибыли только

по самым последним инвестициям и инвестициям, сделанным после IPO. Это избавляло от необходимости прогнозировать успешность предыдущих инвестиций, но и обрекало компанию на получение в течение ряда лет после IPO небольших инвестиционных прибылей (или вообще на их отсутствие), так как чтобы новые инвестиции созрели и дали урожай, требовалось время¹⁷.

Выход был найден в новом бухгалтерском правиле — Стандарте финансовой отчетности № 159, разрешавшем компаниям в некоторых ситуациях указывать не фактическую, а прогнозируемую прибыль. Каждый квартал Blackstone предстояло оценивать каждую инвестицию в своем портфеле, ориентируясь на денежные потоки и стоимость аналогичного бизнеса, и, используя сложные финансовые модели, рассчитывать текущую стоимость причитающейся ей фиксированной доли — 20% от прибыли, которую она планирует получить в будущем. Разумеется, выведенные цифры стали бы не более чем плодом теоретических оценок и предположений, однако новые правила бухгалтерского учета, казалось, разрешали это. Чтобы разработать этот план, Джеймс лично провел множество расчетов.

К 11 октября он собрал достаточно информации, поэтому позвонил Порат и предложил Morgan Stanley вплотную приступить к подготовке IPO¹⁸. Одной из первоочередных задач банка стало точное определение цены, которую Blackstone может запросить на рынке. Это было не так-то просто. Обычно инвесторы и биржевые аналитики изучают сравнимые компании, однако в отсутствие похожих публичных компаний прямых инвестиций сравнивать было не с кем. В Великобритании имела публичная компания 3i Group, но она была меньше по размеру и специализировалась на инвестициях в средние, а не крупные компании. А Opex Corporation в Канаде, как и 3i Group, инвестировала в основном в собственные фонды, так что покупка ее акций больше походила на покупку паев инвестиционного фонда, чьи прибыли и стоимость подвержены колебаниям, а не доли участия в управляющей фондами компании с гораздо более стабильными доходами и стоимостью. Кроме того, Blackstone не являлась компанией прямых инвестиций в чистом виде. В нее входили подразделения, оказывавшие услуги по реструктуризации, консультированию по слияниям и поглощениям и управлению фондом хедж-фондов.

Ни один из показателей, традиционно используемых для оценки капитализации компании, в данном случае не работал. Активы под управлением — ключевой показатель для компаний, управляющих паевыми фондами, и многих других, управляющих денежными активами и получающих доход в виде фиксированных комиссий за управление, — не подходили в качестве измерения для Blackstone, потому что в 2006 г. две трети своих прибылей она получила от инвестиций. Применять другой стандартный показатель для оценки акций, отношение

капитализации к прибыли, также не имело особого смысла, поскольку прибыли Blackstone принимали нетрадиционную форму и колебались в широких пределах от квартала к кварталу. Таким образом, чтобы более или менее точно оценить стоимость бизнеса, требовалась некоторая изобретательность.

Проект «Пума» получил неожиданный импульс в ноябре 2006 г., когда меньшая по размеру компания Fortress Investment Group, управляющая фондами прямых инвестиций и хедж-фондами, подала документы на IPO¹⁹. Fortress использовала аналогичную организационно-правовую структуру, а ее бизнес был достаточно похож на бизнес Blackstone, поэтому она могла сыграть роль пробного шара, позволяющего оценить, куда дуют ветры на фондовом рынке.

Весь конец осени и всю зиму юристы и бухгалтеры шлифовали детали. В январе 2007 г. проект продвинулся достаточно далеко для того, чтобы Шварцман наконец-то решил встретиться с Питерсоном и сообщить ему о готовящемся IPO, а также обсудить деликатный вопрос об уменьшении его доли. Тот факт, что Питерсона ознакомили с проектом спустя полгода после начала подготовительной работы, свидетельствовал о том, насколько далеко он отошел от дел.

Несмотря на то что Питерсон больше других выигрывал от IPO, получая возможность частично продать свою долю в бизнесе, проект не вызвал у него восторга.

«Я управлял публичной компанией и хорошо знаю, что это такое, — объясняет Питерсон. — У нас со Стивом состоялся двухчасовой разговор, и я сказал ему: “Послушай, я собираюсь уйти в отставку и, хотя имею право [по соглашению между соучредителями. — *Авт.*] заблокировать этот проект, я не стану этого делать. Но настаиваю на том, чтобы ты тщательно все взвесил. Руководство публичной компанией и руководство частной компанией — две совершенно разные вещи. Ты привык к конфиденциальности в том, что касается твоего вознаграждения, договоренностей и так далее. Привык к тому, что твоя личная жизнь закрыта для посторонних глаз. Но в качестве генерального директора ты окажешься в центре внимания, будешь служить громоотводом и отчитываться перед советом директоров. Тебе предстоит бесконечные встречи с финансовыми аналитиками, телефонные звонки инвесторам. Ты будешь тратить на это массу времени. Если у компании возникнут какие-то проблемы, все взгляды обратятся на тебя”»²⁰.

Но к тому времени процесс уже набрал обороты, и Blackstone готовилась привлечь к нему второй банк, так как IPO было слишком большим для того, чтобы Morgan Stanley мог справиться с ним в одиночку.

Добавление банкиров, помимо того что проводилось с целью распределения рисков, служило еще и приглашением поучаствовать в дележе добычи. IPO должно было принести андеррайтерам \$246 млн в виде различных комиссий и сборов, поэтому каждый крупный

инвестиционный банк желал получить свой кусок пирога. Первую кость бросили Майклу Клейну, банкиру из Citigroup, который раньше других назвал цифру в \$20 млрд за ланчем со Шварцманом весной предыдущего года. В январе Шварцман выбрал Citi вторым ведущим андеррайтером для IPO²¹.

Вечером в понедельник 15 января, объявленного выходным по случаю Дня Мартина Лютера Кинга, Джеймс собрал команду инвестбанкиров из Citi в штаб-квартире Blackstone, чтобы посвятить их в планы и нанять Citi в качестве андеррайтера. Шварцман и Джеймс были по-прежнему так одержимы секретностью, что в течение нескольких недель утаивали от Morgan Stanley факт найма Citi и наоборот. Как ведущие андеррайтеры, банки обязывались продать по 20% акций каждый, но Morgan Stanley должен был заработать больше комиссионных, потому что его банкиры несколько месяцев трудились над закладкой фундамента IPO²².

Когда дата IPO приблизилась, Blackstone решила отдать долг благодарности другим банкам, поддержавшим ее инвестиции, — Credit Suisse, Lehman Brothers и Merrill Lynch, выделив каждому по 14%-ной доле. Deutsche Bank, который финансировал многие из LBO Blackstone, но не имел розничной брокерской сети, необходимой для размещения крупных пакетов акций, как в случае с Blackstone, был присоединен к группе в самом конце, после того как пожаловался, что про него забыли. Ему достался всего лишь 5%-ный пакет, и он оказался на последней строчке в списке андеррайтеров на обложке проспекта эмиссии²³.

Если подготовка к IPO велась втайне, то сама Blackstone в первые месяцы 2007 г. находилась в центре всеобщего внимания. В январе и феврале занимавшаяся недвижимостью команда Джона Грея ожесточенно боролась за Equity Office Properties, а в Великобритании Blackstone в партнерстве с KKR, TPG и CVC Capital Partners пыталась приобрести за \$22 млрд J Sainsbury PLC, одну из крупнейших в стране сетей супермаркетов, — эта сделка, если бы она состоялась, установила бы новый рекорд по размеру LBO в Европе.

Между тем Шварцман отправился в турне по всевозможным конференциям и стал своего рода «цитатмейкером». В январе на Всемирном экономическом форуме в Давосе (Швейцария), ежегодно собирающем ведущих бизнесменов, финансистов и политиков со всего мира, он подробно рассказал о том, какую головную боль доставляет менеджерам руководство публичными компаниями. Шварцман привел в пример генерального директора неназванной корпорации с рыночной капитализацией \$125 млрд, который недавно пожаловался ему на то, как устал подлаживаться под запросы публичных рынков, и воскликнул: «Как бы я хотел, чтобы ты нас купил, но мы для тебя слишком большие!»²⁴

Званный вечер, устроенный Шварцманом 13 февраля 2007 г. по случаю своего 60-летия, поднял его из ряда воротил Уолл-стрит до уровня символа. Он стал стереотипным воплощением текущей эпохи — и козлом отпущения. Своим размахом его экстравагантная гулянка ошеломила даже пресыщенную публику Уолл-стрит и во всех отношениях укрепила негативный имидж финансистов в глазах рядовых граждан. Она в реальности разожгла «костер тщеславия»* и дала прессе отличный повод порезвиться, поскольку это событие как нельзя лучше отражало те власть и богатство, что были сосредоточены в сфере частных инвестиций и в руках небольшой группы людей, контролировавших ее крупнейшие компании.

Потенциальные политические последствия этой вечеринки тревожили бывшего партнера Blackstone Генри Сильвермана, покинувшего компанию, чтобы возглавить собственную корпорацию Cendant. По его словам, он прямо спросил у Шварцмана: «Какого черта ты творишь?!» Сильверман входил в бизнес-группу, которая занималась лоббированием в Вашингтоне, и знал, что некоторые конгрессмены искали способы поднять налоги на партнеров хедж-фондов и компаний прямых инвестиций. «Я сказал Стиву: “Это очень плохая идея, потому что эти парни тоже читают газеты”»²⁵.

Но одной только вечеринкой дело не ограничилось. В следующем месяце Шварцман пустился буквально в оргию самопиара. Прошла лишь неделя после скандального юбилея, а *Fortune* назвал его «новым королем Уолл-Стрит» и посвятил ему главную статью номера. Представ на обложке со скрещенными на груди руками и непроницаемым лицом, в своей фирменной рубашке в голубую полоску с белым воротничком и темно-синем костюме в тонкую полоску, Шварцман выглядел как истинный Повелитель Вселенной. «Стив Шварцман хочет купить вашу компанию, и у него есть на это \$125 млрд»²⁶, — гласил подзаголовок. Еще несколько недель спустя, 16 марта, Шварцман появился на телеканале CNBC, где дал пространное интервью гламурной телеведущей Марии Бартиромо.

Иногда материалы в СМИ о нем появлялись по счастливой случайности. Так, однажды редакция *Fortune* подготовила цикл статей об отрасли прямых инвестиций и в последнюю минуту подверстала к нему краткий очерк о Шварцмане, не уведомив его и поместив на обложку взятую из архива фотографию. Как бы то ни было, после вечеринки и раскрутки в СМИ Шварцман превратился в самую известную фигуру — олицетворение расточительного мира LBO.

* «Костер тщеславия» — фильм по книге Тома Вулфа «Костры амбиций», рассказывающий о судьбе влиятельного биржевого маклера с Уолл-стрит. — Прим. пер.

В начале февраля Шварцман все еще не дал окончательного согласия на IPO. «Последнее, чего бы мы хотели, так это подать документы на размещение акций, а потом передумать, — говорит Джеймс. — В этом случае мы бы получили все минусы публичного статуса без единого плюса». Партнеры не хотели запускать IPO, «не уверившись абсолютно в том, что мы сможем его завершить».

Выход на биржу Fortress Investment Group 9 февраля подтвердил, что план Blackstone был жизнеспособным. Fortress оценила свои акции по верхней границе установленного диапазона в \$18,50, и в первый же день торгов их цена более чем удвоилась, в какой-то момент достигнув отметки \$38.

«Они не просто вышли на публичный рынок — их ждали громкие фанфары и громкий успех», — вспоминает Джеймс.

Теперь нужно было торопиться. Шварцман и Джеймс провели, что KKR строит планы по выходу на публичный рынок, и ходили слухи, что TPG уже обращалась к банкирам за консультациями. Партнеры также были обеспокоены тем, что окно возможностей может вскоре захлопнуться. «Стив и я, мы оба инстинктивно чувствовали, что публичные рынки ветрены по своей природе»²⁷, — поясняет Джеймс.

Рекламная шумиха, поднимаемая нарастающей волной LBO, играла на руку Blackstone, гарантируя, что прямые инвестиции будут пользоваться бешеным спросом. 26 февраля KKR и TPG объявили о планах по приобретению TXU Corporation, тexasской энергетической компании, за \$48 млрд, тем самым покусившись на рекорд, установленный Blackstone всего несколько недель назад, когда она закрыла сделку с Equity Office Properties. Три дня спустя KKR договорилась о приобретении публично торгуемой аптечной сети Alliance Boots, что стало крупнейшим LBO, когда-либо осуществленным в Европе.

К тому моменту некоторые партнеры Blackstone были привлечены к работе по подготовке IPO, другие прознали об этом сами, но Шварцман и Джеймс все еще воздерживались от любых официальных заявлений, когда 16 марта телеканал CNBC во всеулышание сообщил новость о том, что Blackstone готовится подать документы на регистрацию IPO — это была первая утечка информации за более чем девять месяцев работы над проектом «Пума»²⁸. Три дня спустя Шварцман и Джеймс собрали партнеров в конференц-зале на 31-м этаже в штаб-квартире Blackstone (партнеры в других офисах прилипли к экранам видеомониторов) и объявили им о грядущем IPO и предшествующей ему реструктуризации.

22 марта Blackstone представила в Комиссию по ценным бумагам и биржам США (SEC) предварительный проспект эмиссии, в котором говорилось о планах привлечь за счет размещения акций до \$4 млрд²⁹. 363-страничный документ содержал много слов, но мало лакомых деталей, которые жаждала узнать публика, например сколько зарабатывали Питерсон, Шварцман и Джеймс и каковы их доли в компании.

(По правилам SEC, такие детали можно было раскрыть в конце процесса подготовки размещения, который мог занять несколько месяцев).

33 страницы финансовой отчетности были в высшей степени непрозрачными, если не сказать запутанными. В итоговой сводке значилось, что чистый доход (прибыль, говоря по-простому) составил \$2,3 млрд при валовом доходе \$1,12 млрд. Как такое могло быть? Компания получила больше прибыли, чем дохода? Нужно было перелопатить 29 страниц, чтобы отыскать строку, показывающую \$1,55 млрд инвестиционной прибыли, не подпадающей под определение «валового дохода».

Как только проспект был принят к рассмотрению, по правилам SEC наступил «период тишины», когда Шварцману и другим представителям компании запрещалось давать интервью. Но вместо спокойного плавания проект начало раскачивать взад-вперед, как лодку в бурю, когда череда неожиданных событий застигла Шварцмана, Джеймса и остальных в Blackstone врасплох.

Первое событие произошло совершенно случайно. Через своих друзей Энтони Ленг, недавно нанятый глава азиатского подразделения Blackstone и бывший министр финансов Гонконга, связался с руководителями суверенного инвестиционного фонда, создававшегося тогда китайским правительством с целью инвестирования десятков миллиардов избыточных долларов, накопленных Китаем вследствие торгового дефицита с западными странами. Ленг предполагал, что фонд может купить немного акций Blackstone, но управляющие фонда, позднее названного Китайской инвестиционной корпорацией (China Investment Corporation, CIC), выразили интерес к покупке крупного пакета акций³⁰.

Поначалу Шварцман сомневался, стоит ли это предложение тех потенциальных сложностей и отсрочки, которые будут связаны с переговорами по побочной сделке, но китайцы предложили инвестировать \$3 млрд, а их условия оказались предельно простыми. Все, чего они хотели, — это возможности купить акции, не платя комиссионных и сборов инвестиционным банкам. Они не требовали ни особого доступа к финансовой отчетности перед покупкой, ни места в совете директоров Blackstone и были согласны на пакет менее 10%, чтобы инвестиция не попала на рассмотрение регулирующих органов США на предмет угрозы национальной безопасности. Кроме того, они были согласны на неголосующие акции³¹.

Сделку подписали 20 мая, всего три недели спустя после того, как Ленг впервые встретился с главой CIC Лу Цзивэем 30 апреля. CIC должна была инвестировать через свою дочернюю компанию с оптимистичным названием «Чудесные пекинские инвестиции» (Beijing Wonderful Investments). Аналитик, знакомый с деятельностью CIC, подсчитал, что за эти три недели переговоров Китай пополнил свои резервы еще

на \$15 млрд, так что менеджеры фонда были слишком озабочены тем, куда бы вложить эти деньги, чтобы торговаться³².

Для Blackstone этот внезапный успех имел огромное значение. Компания на несколько лет отставала от своих конкурентов, таких как Carlyle, KKR и TPG, в развитии бизнеса в Азии. Теперь же она фактически без всяких условий получила одобрение китайского правительства — официальное благословение, открывавшее перед ней путь ко множеству инвестиционных возможностей в Поднебесной. Сделка решила еще одну проблему: выплату Питерсону его доли. До того момента банки считали, что, исходя из спроса инвесторов, \$4 млрд близки к максимальной сумме, которую Blackstone могла собрать в ходе IPO, и весомая часть этих денег должна была пойти в казну компании, а не в карманы партнеров. Благодаря дополнительным \$3 млрд от китайского правительства Blackstone могла продать на 75% больше акций, чем планировалось изначально, что позволяло Питерсону и другим партнерам реализовать намного большую часть принадлежащих им долей. Теперь Blackstone предполагала выручить за акции около \$7,6 млрд, и почти \$4,6 млрд из них должны были пойти ее партнерам.

В обмен на разрешение Питерсону продать свою долю в пропорции большей, чем у других партнеров, Джеймс попросил его сократить эту долю в преддверии IPO. Переговоры вел сын Питерсона, банкир по профессии, и, немного поторговавшись, они сошлись на 15%-ном сокращении.

«Я сказал, что хочу открыто смотреть в глаза другим партнерам, — говорит Питерсон. — Ведь я получал больше ликвидности, чем они»³³. После обналичивания принадлежащего ему пакета акций в ходе IPO доля Питерсона в компании должна была уменьшиться до 4,2%, и он подтвердил, что в конце 2008 г. официально уйдет в отставку. Шварцман оставался с 23,3%, Джеймс с 4,9%.

Однако остальные сюрпризы были далеко не столь приятными, как китайская увертюра.

Пока Blackstone вела переговоры с китайцами, у сотрудников SEC, проверяющих проспекты эмиссий и прилагающуюся к ним финансовую отчетность, возникли возражения против использованной Blackstone уловки — рассчитывать прибыль на основе прогнозов. Банкиры Blackstone с самого начала не были в восторге от этой идеи, считая, что ее будет трудно объяснить инвесторам. Представители регулирующего органа также сочли такой подход чересчур мудреным и пригрозили компании отказом. Поэтому, едва завершилась тяжелая работа по подготовке предварительного проспекта IPO со всеми финансовыми данными, как Джеймсу снова пришлось вернуться к чертежной доске и по-новому представить финансовую отчетность и реструктуризацию компании. Снова взяв на себя множество расчетов, он придумал новую схему. Согласно ей, партнеры должны были обменять свои доли в прибылях от прошлых инвестиций на дополнительные пакеты акций

в новой организационной структуре — сложный обмен, которого первоначально он пытался избежать. В конечном итоге компания использовала формулу, основанную на исторической средней доходности своих инвестиций. Схема получилась прозрачной и достаточно справедливой, чтобы получить одобрение партнеров, и 21 мая Blackstone дополнила проспект новым вариантом финансовой отчетности. На с. 83 вскользь упоминалось о том, что Blackstone больше не будет опираться на новые правила бухгалтерского учета³⁴.

Только избавились от этой головной боли, как в Вашингтоне нагрянула другая проблема, поставившая под угрозу срыва IPO как таковое.

Бизнес прямых инвестиций с давних пор пользовался двумя важными налоговыми льготами. Во-первых, его компании могли вычитать процентные платежи по долговым обязательствам из налогооблагаемой базы, что давало им преимущество перед компаниями, осуществлявшими финансирование с большей долей акционерного капитала. Во-вторых, поскольку большую часть денег партнеры в компаниях прямых инвестиций зарабатывали в форме фиксированной доли вознаграждения (20% от инвестиционной прибыли), то и большая часть их дохода облагалась налогом на прирост капитала. Вместо того чтобы платить максимальную ставку в 35% подоходного налога, предусмотренную в США для граждан с высоким уровнем доходов, они платили с большей части своих доходов всего 15% налога на прирост капитала. Аналогичные правила существовали и в Великобритании, поэтому в обеих странах воротили бизнеса прямых инвестиций, как метко заметил управляющий одним британским инвестфондом, платили налоги по более низким ставкам, чем их уборщицы.

Помимо этих давних налоговых традиций, Fortress и Blackstone извлекали выгоду из налогового законодательства, изначально предназначенного для партнерств, работающих в нефтегазовой отрасли и занимающихся инвестициями, что позволяло им избежать корпоративного налога на прибыль при выходе на публичный рынок.

На протяжении предыдущего года разные сенаторы и конгрессмены не раз выступали с идеей изменить налоговый режим для доходов в форме фиксированной доли вознаграждения, который применялся к управляющим фондами прямых инвестиций и хедж-фондами. Пресса была полна историями о гуру из хедж-фондов, заработавших за 2006 г. больше \$1 млрд, а Fortress в ходе IPO раскрыла информацию о том, что трое ее основателей, Уэсли Эденс, Питер Бриджер-младший и Майкл Новограц, а также двое других старших менеджеров незадолго перед IPO получили от компании \$1,7 млрд³⁵.

Льготный режим, связанный с налогом на прирост капитала, не был исключительной привилегией управляющих фондами прямых инвестиций и хедж-фондами. Он проистекал из общих принципов налогового законодательства и законодательства о партнерствах, а также поразительного разрыва в ставках налогов на обычный доход

и на прирост капитала. Фиксированная доля вознаграждения состоит из инвестиционной прибыли, которая в целях налогообложения рассматривается как прирост капитала, а закон о партнерствах разрешает распределение прибылей среди различных категорий партнеров по усмотрению партнерства. Например, во многих семейных и других компаниях, организованных как партнерства, руководители получают большую долю прибыли — будь то обычные доходы или прирост капитала, — чем пассивные собственники-партнеры, независимо от того, инвестировали ли руководители собственный капитал или нет. То же самое верно для многих партнерств, инвестирующих в сферу недвижимости. Следовательно, изменение законодательства для управляющих фондами прямых инвестиций и хедж-фондами потребовало бы создания отдельного закона специально для них или более глубокого пересмотра всего налогового законодательства³⁶.

Тем не менее это казалось несправедливым. Почему самые богатые должны были платить налоги по самой низкой из возможных ставок? Даже бывший министр финансов США и бывший сопредседатель совета директоров Goldman Sachs Роберт Рубин утверждал, что фиксированная доля вознаграждения, по сути, представляет собой жалование партнеров и должна облагаться налогом как обычный доход³⁷. С политической точки зрения повышение налогов для кучки богачей также было заманчивым, поскольку такая мера позволила бы увеличить поступления в бюджет и успокоить избирателей, возмущенных огромными прибылями финансистов.

Политическая ситуация для компаний прямых инвестиций обострилась после череды приобретений операторов больниц и домов престарелых, осуществленных KKR, Carlyle и другими. Международный профсоюз работников сферы обслуживания (Service Employees International Union, SEIU) — пробивная организация, работающая над объединением в профсоюзы сотрудников вышеуказанных секторов, — увидел возможность добиться уступок от новых владельцев, держа их под политическим прицелом, и бросил все силы на поддержку налоговой реформы. В мае представители SEIU выступили перед Конгрессом США, обвинив фонды прямых инвестиций в том, что они плохо обращаются с персоналом и подвергают риску обитателей домов престарелых. Несколько дней спустя еще более крупная Американская федерация труда — Конгресс производственных профсоюзов — присоединилась к хору недовольных, представив в SEC 13-страничное письмо, в котором утверждалось, что Blackstone подпадает под Закон об инвестиционных компаниях 1940 г., регулирующий деятельность обычных инвестиционных фондов.

Хотя давление со стороны профсоюзов было мощным, но те, кто внимательно следил за дебатами в конгрессе, утверждают, что катализаторами, побудившими его к конкретным действиям, стали вечеринка Шварцмана и предстоящее IPO Blackstone.

«Это все вечеринка Стива, — говорит Генри Сильверман, — потому что на конгрессменов стали давить их избиратели: “Посмотрите на этих жирных котов! Посмотрите, как они прожигают деньги!”»³⁸ Сенатор Макс Баукус, стоявший за одним из предложений, питал к Шварцману особую антипатию, утверждают люди из сектора прямых инвестиций³⁹.

Все политические силы сошлись воедино в ту неделю, когда топ-менеджмент Blackstone разъехался по миру, чтобы лично представить IPO потенциальным инвесторам.

11 июня Blackstone наконец-то обнародовала информацию о зарплате Шварцмана: \$398,3 млн в одном только 2006 г. — умопомрачительная цифра⁴⁰. Это в девять раз превышало вознаграждение в том же году деньгами и акциями Ллойда Бланкфейна, генерального директора Goldman Sachs, хотя Goldman имел в 30 раз больше сотрудников и, по общему признанию, это был самый успешный инвестбанк на Уолл-стрит. Зарплата Шварцмана вдвое превышала совокупное вознаграждение пятерых топ-менеджеров Goldman⁴¹. По этой цифре можно было судить о том, какие прибыли загребают компании прямых инвестиций и какое состояние сколотил Шварцман за прошедшие годы, владея почти 30%-ной долей в Blackstone.

Само по себе сообщение могло и не подбросить дров в огонь политических страстей, но профиль Шварцмана на первой полосе *Wall Street Journal* два дня спустя сделал его главным объектом кампании против финансовых магнатов нового времени.

Каскад подзаголовков не позволял оторваться от статьи: «Магнат сферы LBO: как глава Blackstone стал обладателем \$7 млрд; Шварцман утверждает, что он стоит каждого своего цента; \$400 за каменных крабов»⁴². Немало помог *Journal* и сам Шварцман, снабдив газету высказываниями под стать всем стереотипам представлений о финансовых акулах.

«Я хочу войны, а не мелких разборок, — приводились его слова. — Я всегда думаю о том, как уничтожить конкурента. ...Я бы никогда не добился такого успеха, если бы позволял причинять вред Blackstone или мне». Причем с подобной безжалостностью он относился не только к конкурентам, но и, как следовало из статьи, к работавшим на него людям.

Однажды, загорая у бассейна в своем доме площадью более 1 000 квадратных метров в Палм-Бич, Флорида, он пожаловался своему управляющему и по совместительству шеф-повару Жан-Пьеру Зегену, что один из служащих не носит вместе с униформой надлежащих черных туфель, рассказывает м-р Зеген, испытывающий искреннее почтение к своему хозяину. М-р Шварцман объяснил, что его отвлекает скрип резиновых подошв.

Journal изображала его как Марию-Антуанетту, способную бесечно потратить сотни долларов на рядовой домашний ланч:

Его ланч обычно состоит из холодного супа, холодной закуски, такой как салат из лобстеров или ломтики свежельовленного запеченного тунца на листьях латука, и десерта, рассказывает м-р Зеген. По словам шеф-повара, обед из трех блюд хозяин съедает за 15 минут. М-р Зеген говорит, что за уик-энд на еду для м-ра Шварцмана и его жены он часто тратит по \$3000, в том числе на каменных крабов, которые стоят \$400, или \$40 за клешню. (М-р Шварцман утверждает, что понятия не имел, сколько стоят эти крабы.)

Обе статьи, как в *Fortune*, так и в *Journal*, появились неожиданно-неганданно. Интервью были взяты несколько месяцев назад, еще до обнародования планов по IPO, и в Blackstone считали, что эти материалы отправились в корзину. Теперь же они всплыли в самый неподходящий момент.

На следующий день, в четверг 14 июня, двое сенаторов — Макс Баукус, демократ из Монтаны, и Чарльз Грассли, республиканец из Айовы, — предприняли атаку на организационно-правовую структуру, использованную Fortress и Blackstone для ухода от корпоративных налогов. Они внесли предложение о том, чтобы все партнерства, выведенные на публичный рынок после 1 января 2007 г., облагались налогами как корпорации⁴³. Фактически имелись в виду именно Fortress и Blackstone, поскольку предлагаемые меры не распространялись на компании, вышедшие на биржу раньше этого срока, отсюда и быстро возникшее название — «налог на Blackstone»⁴⁴. Он мог забрать значительную часть прибылей Fortress и Blackstone, и уже на следующий день акции Fortress упали в цене более чем на 6%. Так был открыт сезон охоты на Blackstone и остальных игроков сферы LBO.

Вечером того дня, когда Баукус и Грассли выступили со своей инициативой, а Джеймс ждал в нью-йоркском аэропорту имени Кеннеди ночного рейса на Лондон, чтобы продолжить роуд-шоу, до него дозволился Шварцман. Может быть, стоит все отменить? Им казалось, что весь мир настроился против их IPO. Вымотанные после недели изнурительных многочасовых презентаций, они размышляли о том, что делать дальше. Нанятые компанией лоббисты уверяли, что ни один из этих законопроектов не будет принят в ближайшем будущем, поэтому партнеры решили продолжать⁴⁵.

Они находились на финишной прямой — от выхода на публичный рынок их отделяла всего неделя, но за эту неделю им пришлось столкнуться с еще более неожиданными проблемами.

Рано утром в субботу, когда Джеймс прилетел в Кувейт, у него внезапно начались сильные боли, что заметили и окружающие. Его

доставили в больницу, где анализы выявили камни в почках. Ему настоятельно рекомендовали остаться в больнице, но Джеймс отказался. В тот день он провел несколько презентаций в Кувейте, а вечером и в Саудовской Аравии⁴⁶.

Когда новость о приступе у Джеймса дошла до Нью-Йорка, она серьезно встревожила команду, готовившую IPO. «Сейчас я буду говорить с тобой, как твоя мама, — накинулась на Джеймса Рут Порат, когда дозвонилась до него в больнице. — О чем ты только думаешь, продолжая эти презентации?!»⁴⁷

К делу подключился Шварцман, позвонив в Лондон Дэвиду Блитцеру: «Блитц, Тони не хочет признавать, что он серьезно болен. Тони пристрелил бы меня за это, но ты должен немедленно вылететь к нему»⁴⁸. Блитцер сел на первый же рейс и прибыл в Дубай как раз вовремя, чтобы успеть на встречи, назначенные Джеймсом на воскресное утро. Но не успела начаться первая встреча, как появился Джеймс. «Я начал презентацию без него, но он приехал прямиком из больницы и с ходу взял инициативу на себя, как это умеет только Тони», — вспоминает Блитцер.

В понедельник, завершив последние встречи, выжатые как лимон партнеры погрузились на зафрахтованный самолет до Лондона, только для того чтобы испытать очередное потрясение. Примерно через час полета самолет вдруг резко нырнул вниз, разбудив дремавших пассажиров. Несколько минут спустя в салон вошел пилот. «Только не паникуйте», — начал он и объяснил, что заглох один из двигателей. В других обстоятельствах, сказал пилот, он бы посадил самолет в ближайшем аэропорту, но они находились в воздушном пространстве Ирана, да еще посреди ночи. Пилот считал, что вполне можно дотянуть до Афин на одном двигателе, но окончательное решение оставлял за Джеймсом и Блитцером. Они позвонили Шварцману и, после некоторых минут обсуждения, решили не искушать судьбу посадкой самолета с финансистами из сектора, являющегося одним из столпов американского капитализма, в Иране среди ночи. Они велели пилоту дотянуть до Афин.

Прилетев туда в предрассветные часы и пересев на присланный за ними другой самолет, они приземлились в Лондоне на восходе солнца. Джеймс как раз успел в 8.00 на встречу с инвесторами в Claridge's, когда-то принадлежавшем Blackstone роскошном отеле в фешенебельном районе Мэйфейр⁴⁹.

Тем временем в Соединенных Штатах политическая бомбардировка продолжалась. В среду 20 июня Питер Уэлч, конгрессмен-демократ от штата Вермонт, внес законопроект об обложении налогом фиксированной доли вознаграждения, получаемой управляющими фондами, в качестве обычного дохода, а не прироста капитала. На следующий день, когда Blackstone и банки установили окончательную цену IPO,

конгресс бросил в них еще две ручные гранаты. Члены палаты представителей от Демократической партии, Генри Ваксман от штата Калифорния и Деннис Кусинич от штата Огайо, направили в SEC письмо с требованием остановить IPO, утверждая, что инвестиции Blackstone являются слишком рискованными для обычных инвесторов. В другом письме, отправленном министру финансов, министру национальной безопасности и председателю SEC, сенатор-демократ Джеймс Уэбб от штата Виргиния потребовал отсрочить проведение IPO, чтобы правительство могло изучить возможные последствия для национальной безопасности того обстоятельства, что, «по имеющимся у него сведениям», 40% акций Blackstone будут принадлежать иностранному правительству. При этом Уэбб проигнорировал официальное сообщение о том, что китайцы получали всего 9,9% неголосующих акций.

«В ту неделю на нас были нацелены все пушки в попытке остановить IPO»⁵⁰, — вспоминает Джон Грей, который провел неделю в Лос-Анджелесе на презентациях для инвесторов, и каждое утро узнавал об очередной бомбе, сброшенной на них политиками в столице.

Но SEC уже поставила подпись на проспекте, поэтому все заявленные в последний момент протесты ни к чему не привели. В четверг 21 июня оставалось сделать последний шаг: установить окончательную цену. По предварительным оценкам банков, они могли разместить акции по цене от \$29 до \$31 за штуку. Во второй половине дня за столом в зале заседаний совета директоров Джеймс попросил каждого банкира из Morgan Stanley и Citi написать рекомендуемую им цену и затем обосновать свое мнение. Все банкиры Citi указали цену в \$30; банкиры Morgan Stanley единодушно сошлись на \$31. Шварцман спросил, не лучше ли остановиться на \$30 — он не хотел, чтобы потом его обвиняли в том, что он выжал из IPO все до последнего цента, если впоследствии акции будут торговаться ниже цены размещения. Но спрос на выпуск был настолько высок, что в конце концов группа, готовившая IPO, согласилась с тем, что акции легко бы разошлись и по цене намного выше \$31, поэтому не было причин назначать более низкую цену⁵¹.

Тем же вечером банки купили акции у Blackstone и продали их своим клиентам. На следующий день, когда новые акционеры получили возможность торговать на Нью-Йоркской фондовой бирже, те инвесторы, которые не смогли купить акции напрямую у андеррайтеров, взвинтили их цену до \$38. (В конце дня она упала до \$35,06.)

Когда подвели итоги, оказалось, что Питерсон получил на руки \$1,92 млрд, а Шварцман — \$684 млн. Джеймс, проработавший в Blackstone меньше пяти лет, положил в карман \$191 млн, вице-председатель и глава подразделения хедж-фондов Том Хилл — \$22,9 млн, финансовый директор Майк Пуглиси — \$13,8 млн. Остальные 55 партнеров получили \$1,74 млрд, или в среднем почти по \$32 млн каждый⁵².

Глава 22. Выход на публичный рынок — очень публичный выход

IPO Blackstone стало не только прорывом для прямых инвестиций, но и крупнейшим IPO в США за последние пять лет. Оно выдвинуло Blackstone в разряд ведущих компаний Уолл-стрит. Теперь она стоила столько же, сколько Lehman Brothers, где Питерсон и Шварцман начинали свою карьеру в банковском деле, и всего втрое меньше, чем гигант Goldman Sachs⁵³. Blackstone добилась своей цели.

11 дней спустя, 3 июля, KKR тоже подала документы на регистрацию IPO, но Кравис опоздал. В тот самый день, когда акции Blackstone начали торговаться на бирже, инвестбанк Bear Stearns объявил о выделении кредита на сумму \$3,2 млрд находящемуся под его управлением хедж-фонду — ему потребовалось дополнительное обеспечение вследствие резкого падения стоимости его портфеля ипотечных облигаций. Причем банк предупредил, что, возможно, ему придется бросить спасательный круг и своему другому, более крупному хедж-фонду⁵⁴. Это было дурным предвестием. В середине июля кредитные рынки отступали уже по всем фронтам и найти финансирование для крупного LBO стало практически невозможно. Растущие убытки по ипотечным ценным бумагам заставляли хедж-фонды и других инвесторов нервничать, а долги по LBO сильно смахивали на эти бумаги, вследствие чего банки больше не могли собрать деньги через выпуск обеспеченных кредитных обязательств, чтобы профинансировать новые сделки по выкупу компаний на заемные средства.

Питерсон и Шварцман закрыли первый фонд Blackstone накануне обвала фондового рынка в 1987 г. С IPO им также удалось проскользнуть в закрывающуюся дверь в самую последнюю минуту.

ВЫСОКО ЛЕТАТЬ — БОЛЬНО ПАДАТЬ

В течение 10 дней после IPO Blackstone волна LBO, казалось, только набирала мощь. 30 июня был установлен новый рекорд, когда крупнейшая канадская телефонная компания BCE согласилась на приобретение за \$48,5 млрд подразделением прямых инвестиций пенсионного фонда учителей провинции Онтарио¹. Тем самым сделка побила предыдущий рекорд, установленный за четыре месяца до этого KKR и TPG, купившими техасскую энергетическую компанию TXU за \$48 млрд. Затем накануне Дня независимости 4 июля, после 10 месяцев тяжелых переговоров Джон Грей наконец-то заключил сделку по приобретению сети отелей Hilton за \$29 млрд. Это было второе по величине LBO после приобретения EOP, осуществленное Blackstone. В конце того же дня, когда люди уже уходили из офисов на выходные, KKR подала документы для регистрации IPO.

Это был впечатляющий финал — словно кульминация праздничного фейерверка в День независимости, а затем наступила тишина. По мере того как начиная с весны распространялись негативные последствия от кризиса в секторе высокорискованной ипотеки, начала шататься вся огромная, возводившаяся много лет структура долгового рынка. Пол закрипел, по стенам поползли трещины, и инвесторы испугались. В начале июня спред по мусорным облигациям (разница между их доходностью и доходностью сверхнадежных казначейских облигаций США) сократился до исторического минимума менее 2,5 процентного пункта, означая, что инвесторы видели мало риска в долговых инструментах². Но вдруг спред резко стал расширяться. К середине августа он достиг 4,6 процентного пункта, а спрос на CLO сошел на нет, и инвесторы внезапно перестали покупать долги компаний с высокой долей заемных средств, особенно в тех случаях, когда кредиты и облигации

содержали мало ковенантов и заемщики могли выплачивать проценты по облигациям в виде новых облигаций. Эта ситуация была печально знакома ветеранам сектора прямых инвестиций, пережившим 1989 г. Слово «риск», почти исчезнувшее из финансового лексикона, вновь зазвучало в дискуссиях, а термин «кредитное сжатие» переходил из уст в уста.

В 2007 г. не произошло какого-либо ключевого события, которое спровоцировало бы разворот на рынках, как в 1989 г., когда провал сделки по выкупу авиакомпании United Airlines ее сотрудниками обрушил долговые рынки. Но смена рыночных настроений в 2007 г. была такой же резкой и такой же катастрофической для инвестиционных банков, обслуживающих фонды прямых инвестиций, как и в 1989 г. Будучи андеррайтерами и организаторами кредитования, банки связали себя обязательствами предоставить кредиты для финансирования десятков проводящихся LBO и приняли на себя риски, связанные с продажей этих долгов.

До сего момента бум LBO проливался золотым дождем на банки, ежегодно принося им сотни миллионов долларов в виде комиссионных и сборов. Пока инвесторы поглощали любые предлагаемые CLO, банки их выпускали и продавали, направляя вырученные деньги на финансирование LBO и одновременно передавая риски внешним инвесторам. Но внезапно они столкнулись с тем, что больше не могли продавать долговые бумаги по тем низким процентным ставкам, на которые рассчитывали. Если банк согласился выпустить облигации со ставкой 7,5%, а рыночная ставка уже поднялась до 10%, ему приходилось продавать облигации с дисконтом, чтобы обеспечить повышенную рыночную доходность: например, облигация номиналом \$1000, по которой компания платила 7,5%, продавалась за \$750, чтобы покупатель получил 10%-ную доходность по своей инвестиции. Поскольку обязательства банков по выдаче кредитов и выпуску облигаций оценивались в сотни миллиардов долларов, продажа долговых бумаг в убыток могла съесть прибыли банков за несколько лет. В конце июня они были вынуждены просить компании прямых инвестиций об уступках, что облегчило бы продажу долгов и позволило бы банкам не остаться с миллиардами долларов в долговых ценных бумагах, которые они не планировали держать³.

В то время как непроданные долги копились, процентные ставки взлетели, и новые LBO остановились. Разница между процентными ставками в 7,5% и 10% составляет \$25 млн в год на каждый \$1 млрд долга, что просто не вписывалось в скрупулезные расчеты, лежащие в основе сделок. Незавершенные сделки также выглядели уязвимыми. После двух лет рассуждений о том, какая крупная публичная компания будет куплена следующей, теперь финансовый мир дежурил у постели умирающих, а акционеры и трейдеры делали ставки на то, какие именно сделки выкупа сорвутся.

Первой жертвой кредитного кризиса, стало приобретение SLM Corporation, специализирующейся на выдаче студенческих займов, больше известной как Sallie Mae. 11 июля она предупредила акционеров, что запланированная сделка по ее выкупу за \$25 млрд группой инвесторов, состоящей из двух компаний прямых инвестиций, J.C. Flowers & Company и Friedman Fleischer & Lowe, и двух крупных банков, JPMorgan Chase и Bank of America, находится под угрозой срыва. По словам покупателей, они были обеспокоены снижением федеральных субсидий по студенческим кредитам, но ходили упорные слухи о том, что инвесторы в последний момент струсили, так как Sallie Mae постоянно занимала деньги для покупки кредитов у банков и других кредиторов, а теперь вроде бы больше не могла этого делать по приемлемым процентным ставкам. После того как SLM подала в суд, JPMorgan Chase и Bank of America согласились помочь ей с рефинансированием взамен LBO, а фонды прямых инвестиций вышли из игры⁴.

Через несколько недель после того, как обнажились проблемы со сделкой с SLM, ретейлер Home Depot раскрыл информацию о том, что ведет переговоры с Bain Capital, Carlyle и Clayton Dubilier и, скорее всего, будет вынужден из-за спада продаж снизить запрашиваемую цену в \$10,3 млрд за свое оптовое подразделение HD Supply, которое эти трое инвесторов согласились купить два месяца назад. В конце августа цена опустилась до \$8,8 млрд⁵.

Зимой едва не расстроилась гигантская сделка с Clear Channel на \$25,5 млрд, которую вели Bain Capital и Thomas H. Lee Partners. Citi и Deutsche Bank, которые весной 2007 г. предложили дополнительный \$1 млрд финансирования, что дало покупателям возможность набавить цену, начали тянуть резину, когда дело дошло до выделения денег. После того как Clear Channel, Bain и Thomas H. Lee подали в суд, все стали более стоворчивыми. Clear Channel согласилась снизить цену выкупа, что позволило уменьшить требуемую сумму долгового финансирования, и сделка в конце концов была закрыта. При повторных переговорах компаниям прямых инвестиций удалось сократить вложение капитала до \$3 млрд, так что в итоге они сами внесли скромные 13% от суммы LBO⁶.

Как и многие финансовые кризисы, этот также начал развиваться с явления, поначалу казавшегося доброкачественным — субстандартных, или высокорискованных, ипотечных кредитов. Нишевые игроки, предлагавшие ипотечные кредиты заемщикам с низкими доходами или плохой кредитной историей, существовали довольно давно, но на протяжении последнего десятилетия на эту территорию начали активно вторгаться ведущие банки и ипотечные компании, соблазненные перспективой заполучить миллионы новых клиентов. Субстандартная ипотека предусматривала высокие процентные

ставки; банки объединяли кредиты в новомодные ценные бумаги и затем нарезали их вдоль и поперек на множество слоев с разными процентными ставками и рисками. Самые безопасные инструменты, соответствующие старшему уровню долга, имели приоритетное право на поступления от лежащих в их основе ипотечных кредитов и были застрахованы на случай дефолта, поэтому обладали высоким кредитным рейтингом. Предполагалось, что целое более безопасно, чем сумма его частей, т. е. риск дефолта по долговым бумагам был ниже, чем по лежащим в их основе ипотечным кредитам. Фактически же структуры, созданные для того, чтобы держать эти ипотечные кредиты, взвалили на себя такие объемы долгов, что многие инструменты нижних уровней долга были бы попросту уничтожены, если бы ситуация перестала развиваться в точном соответствии с предусмотренным сценарием.

Появившиеся ипотечные ценные бумаги, как и обеспеченные корпоративными долгами CLO, создавали впечатление безопасных инструментов и оказались настолько популярными среди инвесторов, что в ипотечные компании хлынули потоки денег. Чтобы привлечь новых клиентов и поддерживать поступление комиссионных, заимодавцы снизили стандарты кредитоспособности, тем самым расширив круг заемщиков, имеющих право на получение кредита. Многие банки и ипотечные компании перестали утруждать себя даже проверкой места работы и доходов заемщиков, предлагая ипотеку с такой низкой первоначальной плавающей ставкой, что она была по карману даже людям с самыми низкими доходами, по крайней мере какое-то время. Некоторые закладные имели отрицательную амортизацию: ежемесячные платежи заемщиков были меньше причитающихся процентных выплат, в результате чего остаток долга увеличивался каждый месяц. В основе такой кредитной политики лежало оптимистичное предположение о том, что цены на жилье будут стабильно расти, поэтому через несколько лет заемщики смогут рефинансировать ипотечный кредит или продать дом по гораздо более высокой цене и погасить кредит.

Всего за четыре года рынок ипотечного кредитования существенно преобразился. С 2001 по 2005 г. доля субстандартных ипотечных кредитов выросла с 8% до 20% от всего объема вновь выданных ипотечных кредитов в США, и более 80% всех закладных было секьюритизировано⁷. Карточный домик продолжал расти до середины 2006 г., когда цены на жилье достигли пика и начали постепенно снижаться. Это совпало с повышением процентных ставок по кредитам с плавающими ставками, выданным год-два назад, что сделало многих домовладельцев неплатежеспособными. В результате тысячи заемщиков, которые лгали о своих доходах или которых никогда не просили предоставить такие сведения, просто перестали платить.

К концу 2006 г. был объявлен дефолт по 10% субстандартных кредитов, что подорвало все расчеты, лежащие в основе ипотечных ценных бумаг. Первыми от дефолтов пострадали бумаги низшей категории, призванные амортизировать начальные убытки, если бы дефолты превысили прогнозируемый уровень. Но вскоре дефолты посыпались как из рога изобилия, так что под угрозой оказались даже старшие транши с наивысшими кредитными рейтингами и, предположительно, надежно защищенные от неплатежей. В чередне непредвиденных последствий всплеск дефолтов поставил на грань разорения страховщиков облигаций — они продавали страховку для старших долговых инструментов, исходя из того, что возможность такого широкого распространения ущерба равняется одному шансу на миллион

С каждым месяцем разорялось все больше ипотечных компаний, и в нескольких местах финансовой цепочки новые и новые маржин-коллы — требования о внесении дополнительного гарантийного обеспечения — предъявлялись инвесторам, занявшим деньги для покупки ипотечных ценных бумаг, чьей стоимости теперь не доставало для обеспечения этих кредитов. В итоге искусно сконструированная Уолл-стрит структура ипотечных деривативов рухнула, причинив убытки своим создателям — банкам. В ту неделю, когда Blackstone провела свое IPO, два хедж-фонда Bear Stearns оказались на грани краха. В том же июне немецкий IKB Deutsche Industriebank, существенно вложившийся в американские субстандартные ипотечные бумаги, был вынужден попросить о финансовой помощи. В сентябре 2007 г. в Великобритании, пережившей свой бум субстандартного кредитования, едва не обанкротился крупный сберегательный банк Northern Rock, не сумевший получить фондирование за счет продажи новых долгов. Газеты были переполнены фотографиями вкладчиков, выстроившихся в очереди у отделений Northern Rock, чтобы забрать свои деньги, и британскому правительству в конце концов пришлось вмешаться и спасти банк⁸.

До весны 2007 г. игроки на ипотечном рынке все как один отрицали нарастающие сложности и питались неугасающей надеждой на то, что проблемы не перекинутся на другие виды долговых обязательств. Но трудно было не провести параллелей с кредитованием LBO — эскалацией цен на приобретаемые компании, запредельными кредитными плечами, сокращающимся пространством для ошибок. Машина секьюритизации, накачивавшая деньгами ипотечный рынок с 2004 г., точно так же под завязку заправила горючим и рынок LBO, поэтому неудивительно, что банки, хедж-фонды и другие инвесторы, уже задышавшиеся от убытков по ипотечным бумагам, с ужасом отказались от дополнительной долговой нагрузки еще и по LBO.

В конце лета запаниковали и компании прямых инвестиций, покупатели начали один за другим отказываться от соглашений. Компании

и обслуживающие их банки, которые к тому моменту обязались предоставить более \$300 млрд финансирования для LBO, которое они не могли перепродать, искали предлогов уклониться от намеченных сделок. Иногда, например в случае с оптовым подразделением Home Depot, бизнес приобретаемой компании рушился настолько резко, что у инвесторов появлялись законные основания отказаться от сделки или потребовать значительного снижения цены. Но во многих случаях объявляемые причины больше смахивали на сущие отговорки, и приобретаемая компания возмущалась и подавала в суд, пытаясь заставить покупателей закрыть сделку, чтобы ее акционеры могли извлечь выгоду из щедрого предложения. Как правило, компании проигрывали дела в суде, поскольку соглашения составлялись таким образом, что в случае отказа от сделки покупатели обязывались заплатить только фиксированную комиссию за ее расторжение — обычно 2–3% от суммы сделки. Разумеется, выплата ни за что сотен миллионов долларов была суровым наказанием (в чем и заключался смысл комиссии), но все же это было лучше, чем платить полную цену, что на фоне разгорающегося рыночного и экономического кризиса выглядело, мягко говоря, чрезмерным.

В одном печально известном случае к позорному столбу пригвоздили Apollo, когда она попыталась уклониться от сделки на \$10,8 млрд по покупке техасской химической компании Huntsman Corporation. Последняя уже договорилась о слиянии с другой химической компанией, когда принадлежащая Apollo компания Hexion Specialty Chemicals в июле 2007 г. сделала более выгодное предложение. Hexion при поддержке Apollo предложила цену почти на 50% выше той, по которой акции Huntsman торговались всего несколько недель назад до первого объявления о слиянии. В последующие месяцы, когда цены на нефть, основное сырье для Huntsman, резко выросли и экономика начала замедляться, предложение о выкупе стало казаться пагубным просчетом со стороны Apollo, и Hexion подала в суд, чтобы выйти из сделки. Она утверждала, что объединенная компания Hexion-Huntsman будет неплатежеспособной, так как ей придется взвалить на себя слишком много нового долга в условиях падения прибылей. Huntsman подала встречный иск.

К несчастью для Apollo, соглашение с Huntsman практически не оставляло лазеек для выхода (в частности, в нем конкретно оговаривалось, что слияние не может быть отменено из-за общеотраслевых проблем), а слушавший дело судья набросился на компании прямых инвестиций. Он вынес решение о том, что Apollo и Hexion умышленно нарушили соглашение и, следовательно, возмещение убытков не ограничится \$325 млн комиссионных за расторжение. Находясь под угрозой присуждения многомиллиардной компенсации, Apollo и Hexion заплатили Huntsman \$1 млрд, чтобы урегулировать спор. Впоследствии

Credit Suisse и Deutsche Bank, также входившие в группу соинвесторов, были вынуждены заплатить Huntsman еще \$1,7 млрд, чтобы урегулировать поданный против них иск за попытки расторгнуть сделку⁹.

Blackstone прервала две сделки. Одна из них, покупка подразделения ипотечного кредитования PNH Corporation, расстроилась после того, как банки отказались предоставлять первоначально обещанную сумму долгового финансирования. Blackstone выложила \$50 млн комиссионных за расторжение и удалилась¹⁰.

Гораздо труднее было выбраться из сделки по приобретению за \$7,8 млрд процессинговой компании Alliance Data Systems Corporation. В мае 2007 г. эту сделку — одну из немногих крупных сделок, подписанных группой LBO Blackstone в том году, — приостановили федеральные органы, регулирующие деятельность банков. Чиновники были обеспокоены тем, что после LBO обремененная долгами Alliance не сможет обеспечить поддержку своему дочернему банку, если тот вдруг столкнется с финансовыми проблемами. На тот случай, если это произойдет, они потребовали, чтобы Blackstone предоставила финансовые гарантии на сумму более \$600 млн для банковского подразделения Alliance. Но поскольку LBO юридически структурируются таким образом, что ни фонд прямых инвестиций, ни управляющая им компания не несут ответственности за долги приобретенной компании, предоставление такой гарантии было проблематичным. В конце концов Blackstone выступила с необычным предложением: пусть гарантию на \$100 млн предоставит ее фонд, но регулирующие органы это не устроило.

Когда в апреле 2008 г. Blackstone умыла руки, Alliance подала в суд, заявив, что Blackstone не выполнила своего обязательства — приложить все возможные усилия для завершения сделки. Дело было закрыто в 2009 г. на том основании, что соглашение о выкупе не предусматривало предоставления каких-либо финансовых гарантий со стороны Blackstone, и она вышла из сделки без уплаты комиссии за расторжение¹¹. Тем не менее это обошлось ей дорого. Blackstone потратила \$191 млн на покупку акций Alliance по цене \$78 за штуку, пока предложение находилось на рассмотрении, но затем акции рухнули в цене¹². Три года спустя инвестиции все еще оставались убыточными.

Финальным аккордом стала отмена «сделки сделок» — приобретения канадской телефонной компании BCE — в декабре 2008 г., после полутора лет отсрочек, связанных с регулирующими органами и поиском финансирования¹³. Аудиторы BCE прикончили сделку, заявив, что не могут подтвердить платежеспособность компании, как то требовалось. Это спасло покупателей — Ontario Teachers' Pension Plan, Providence Equity Partners, Madison Dearborn Partners и фонд прямых инвестиций Merrill Lynch — от, возможно, крупнейшего провала в сфере прямых инвестиций. Таким образом, KKR и TPG сохранили за собой сомнительный

КОРОЛЬ КАПИТАЛА

рекорд по самому крупному в истории выкупу на заемные средства — приобретению TXU.

Но, какими бы законными ни были основания для отмены сделок и последующих разбирательств, репутация компаний прямых инвестиций оказалась подорвана. На протяжении десятилетия они рекламировали себя как поставщиков самых быстрых и надежных решений для продавцов. Они представлялись социально ответственным бизнесом, убеждая продавцов, что гораздо проще иметь дело с ними, чем с крупными корпорациями, где все решения должны проходить через комитеты и советы директоров, а подчас и утверждаться акционерами. Да, они выигрывали дела в суде, но налицо был факт, что многие их звезды — Apollo, Bain, Blackstone, Carlyle, Cerberus, Clayton Dubilier, Fortress, Goldman Sachs Capital Partners и KKR — предпочитали отказываться от соглашений или снижали свои предложения, когда дела принимали скверный оборот.

НАСТАЛ ЧАС РАСПЛАТЫ

На протяжении всего 2007 г. рыночная конъюнктура неуклонно ухудшалась, и компании прямых инвестиций вздыхали с облегчением всякий раз, когда им удавалось уклониться от сделки. Но в большинстве случаев они либо уже не могли исправить совершенных ошибок, либо еще не убедились, что переплачивают. Однако вскоре кредитное плечо, увеличивавшее доходность на растущих рынках, начало работать против них. Стоимость приобретенных компаний упала, при том что их долги остались прежними, и эта комбинация угрожала превратить в воздух миллиарды долларов собственного капитала, вложенного фондами прямых инвестиций в свои мегасделки. Для отрасли, которая прежде жадно поглощала предлагаемый ей долговой капитал и безоглядно взвинчивала цены на покупаемые компании, пытаясь загрести как можно больше, пока фартило, настал час расплаты.

Некоторые компании прямых инвестиций заплатились за столь любимую ими рекапитализацию дивидендов, что еще несколько лет назад приносила быстрые и щедрые прибыли. Apollo особенно рьяно взваливала дополнительные долги на свои компании, чтобы выплачивать себе дивиденды, в период с конца 2006 г. по 2007 г. включительно надоив с 12 компаний колоссальные \$2 млрд¹. Две из них, Noranda Aluminum Holding Corporation и Metals USA Holdings Corporation, в 2008–2009 гг. столкнулись с резким падением доходов и в конечном итоге с нехваткой денег². Blackstone также провела две крупные рекапитализации дивидендов на взлете рынка, получив \$1,1 млрд от оператора туристических ресурсов Travelport, после того как тот продал на бирже большой пакет акций своего онлайн-сервиса Orbitz.com, и \$173 млн от медицинской страховой компании Health Markets, обслуживающей малый бизнес и индивидуальных предпринимателей. Ни та

ни другая компания не пошла ко дну под грузом дополнительного долга, а Travelport действительно преуспела на очень сложном рынке³.

Однако проблемы в области прямых инвестиций нельзя было даже и близко сравнить с проблемами банковской отрасли. Многие банки, финансовые компании и корпорации привыкли полагаться на краткосрочные займы, которые нужно было постоянно рефинансировать. Когда же рынки капитала заморозились, такие финансовые институты, как Bear Stearns, Lehman Brothers и Merrill Lynch, и даже гигантский Citigroup и престижнейший Morgan Stanley, оказались под угрозой неплатежеспособности, поскольку наступал срок погашения займов и требовалось найти новый капитал в какой-то иной форме. В отличие от них, фонды прямых инвестиций фактически не имели никаких долгов, а финансирование принадлежащих им компаний — как акционерным, так и долговым капиталом — было надежно зафиксировано на несколько лет вперед. Кроме того, даже самые экстремальные LBO были прокредитованы скромно по сравнению с инвестиционными банками, во многих из которых в 2007 г. отношение долгового и акционерного капитала составляло 30:1⁴. При таком соотношении, если стоимость активов банка снижалась всего лишь на 1/30 (на 3,3%), это уничтожало его капитал. Ситуация усугублялась тем, что банки вкладывали свой капитал в инвестиции с использованием заемных средств — причудливо структурированные ипотечные ценные бумаги, недвижимость и LBO. Такое наложение одного кредитного плеча на другое подвергало и без того скудные крохи акционерного капитала банков предельному риску.

Тем не менее, когда в 2008 г. по финансовой системе пошли судороги и начался экономический спад, проблемы настигли и сектор прямых инвестиций. К июлю 2008 г., когда Bain Capital и Thomas H. Lee Partners наконец-то закрыли сделку по покупке сети радиостанций Clear Channel, спустя два года после того, как они перебили предложение Blackstone, спрос на радиорекламу стал уменьшаться. Через год доходы Clear Channel упали почти на четверть. Компания, за которую так ожесточенно сражались покупатели, как и RJR Nabisco 20 лет назад, обесценилась до крайности⁵.

Apollo, которая в 2006–2007 гг. нагроутила свой портфель компаниями с циклическим бизнесом, пострадала особенно сильно. Помимо дорогостоящего фиаско Hexion Chemical, проигравшей в суде сражение за выход из сделки с Huntsman Corporation, вскоре и на Apollo обрушились проблемы ретейлера товаров для дома Linens 'n Things. Компания находилась в таком плачевном состоянии, что, как только подала на банкротство, тут же была ликвидирована. Результаты других инвестиций в портфеле Apollo были не менее удручающими. По крайней мере пять ее компаний столкнулись с падением доходов на 30% и более. Среди них — Realogy (владелец нескольких брокерских брендов

в сфере недвижимости, включая Century 21, Coldwell Banker и Sotheby's) и Countrywide, британский аналог Realogy. Когда цены на жилье упали и продажи домов уменьшились, обрушились и доходы от франшиз обеих компаний. В 2009 г. Countrywide поглотили кредиторы.

Еще одной жертвой в портфеле Apollo стал оператор казино Harrah's Entertainment, купленный ею совместно с TPG. Harrah's столкнулся с аналогичным снижением доходов — впервые в истории игорный бизнес переживал спад в период экономической рецессии⁶. Фонд LBO и фонд недвижимости Blackstone также имели небольшие 2,5%-ные доли в Harrah's, так как компания считала казино привлекательным для вложений, но других инвестиций в этом секторе у нее не было⁷.

В прежние времена прописанные в кредитных договорах ковенанты давали кредиторам право вмешаться и взять контроль над компанией, если ее денежный поток падал ниже определенного уровня. Но не теперь. Кредиты «с облегченными ковенантами», предоставленные для многих крупных LBO, предъявляли к заемщикам так мало требований, что держатели облигаций и кредиторы фактически не могли ничего предпринять до тех пор, пока у компании совсем не заканчивались деньги и она не прекращала платежи. Такие компании, как Freescale и Clear Channel, у которых долг был представлен в форме облигаций, предполагающих выплату процентов облигациями же, получали еще больше свободы действий. Имея возможность выбора, чем платить проценты, обе компании решили платить кредиторам новыми бумагами, тем самым увеличивая, а не выплачивая свои долги. Пока компания не прекращала выплачивать проценты в той или иной форме, ее судный день откладывался до 2011–2014 гг., когда наступал срок погашения кредитов, что давало ее собственникам несколько лет для изменения ситуации к лучшему. Почти у всех компаний Blackstone сроки погашения кредитов наступали примерно в одно время. У них почти не было долгов, подлежащих погашению до 2013 г., но в 2013-м им предстояло вернуть \$34 млрд, а Blackstone требовалось обеспечить соответствующее рефинансирование, если к тому моменту они не будут проданы⁸.

Но даже при такой свободе действий кризис взял свое. Десятки компаний обанкротились, уничтожив инвестиции своих владельцев.

Serberus, некогда начинавшая как инвестор-стервятник и затем превратившаяся в крупную компанию прямых инвестиций, понесла самые катастрофические потери, вызвавшие громкий общественный резонанс. Serberus возглавляла консорциум, приобретший 51% акций GMAC, финансового подразделения General Motors, в 2006 г., когда его операции ипотечного кредитования приносили \$1 млрд прибыли в год, большая часть которой обеспечивалась субстандартными кредитами. Вскоре этот бизнес начал терять сотни миллионов долларов и едва

не потопил всю GMAC. Затем рухнули продажи автомобилей. В 2009 г. GMAC получила финансовую помощь от государства, что уменьшило долю Cerberus до 15% голосующих акций⁹.

К еще более разорительным последствиям привело осуществленное в 2007 г. приобретение автопроизводителя Chrysler у его немецкой материнской компании Daimler¹⁰. Эта инвестиция озадачила большинство экспертов в мире финансов и автомобилестроения, поскольку проблемы Chrysler считались неизлечимыми. Никто не мог понять, как Cerberus собирается оздоровить этого самого маленького из «большой тройки» американских автопроизводителей и заработать на нем прибыль. Даже инвесторы Cerberus держались в неведении: компания собрала \$7 млрд капитала для финансирования сделки, но отказалась делиться финансовой информацией, с самого начала заявив потенциальным инвесторам, что они не будут получать регулярных финансовых отчетов даже после вложения денег. «От нас требовали слепой веры — просто доверяйте им, и все», — вспоминает инвестор, отказавшийся от предложения вложить деньги в эту сделку¹¹. В то время финансовые институты, вкладывавшиеся в фонды прямых инвестиций, начали требовать возможности инвестировать непосредственно в приобретаемые компании наравне с фондами, такими как Cerberus и Blackstone, потому что в этом случае финансистам не пришлось бы отдавать им 20% прибыли, как при вложении в фонд. Используя эту приманку, Cerberus без труда собрала требуемую сумму. Но в 2009 г. Chrysler обанкротился, а Cerberus и ее соинвесторы потеряли почти все свои деньги.

У более солидных компаний многие инвестиции тоже вылетели в трубу. Разорились принадлежавшие KKR производитель строительной продукции Masonite; Carmark Financial Group, специализировавшаяся на инвестициях в коммерческую недвижимость и приобретенная за \$8,8 млрд у General Motors в партнерстве с группой прямых инвестиций Goldman Sachs; компания по техническому обслуживанию самолетов Aveos Fleet Maintenance¹². KKR также пришлось вложить дополнительный капитал в принадлежавшие ей немецкую сеть автоматических, изготовителя матрасов Sealey и производителя вильчатых погрузчиков KION, чтобы помочь им удержаться на плаву.

На счету Carlyle было пять потерянных инвестиций: ведущая гавайская телефонная компания Hawaiian Telcom Communications, испытывавшая серьезные операционные проблемы, после того как Carlyle отделила ее от бывшей материнской компании в 2005 г.; немецкий производитель автокомпонентов Edscha AG; компания по транспортировке и хранению нефти SemGroup LP, неверно определившая риски изменения цен на нефть; японский оператор мобильной связи Willcom, использовавший нестандартную технологию; британская сеть автомоек IMO Car Wash Group¹³.

TPG потеряла приобретенного в конце 2006 г. производителя алюминия Aleris International, ставшего банкротом, и лишилась \$1,3 млрд, вложенных в проблемный сберегательный банк Washington Mutual, который она пыталась укрепить¹⁴.

У Thomas H. Lee Partners был особенно удручающий перечень поражений. Вдобавок к провальным инвестициям в Clear Channel, едва не ставшими для нее смертельными, обанкротились пять компаний из ее портфеля: производитель этанола, производитель кондиционеров, рекламно-полиграфическая фирма, производитель автокомпонентов и производитель матрасов Simmons Bedding, прошедший пять LBO подряд¹⁵.

Forstmann Little, главный соперник KKR в 1980-е гг., едва выживший после двух провальных крупных инвестиций в телекоммуникационные компании, сделанные на пике рынка десятилетием ранее, теперь потерял одну из своих последних компаний — радиовещательную сеть Citadel Broadcasting Corporation, объявившую о банкротстве в декабре 2009 г.¹⁶

В Великобритании одна из крупнейших в стране компаний прямых инвестиций, Terra Firma Capital Partners, была вынуждена попросить у своих инвесторов дополнительный капитал, чтобы спасти проблемную звукозаписывающую компанию EMI Group и подать в суд на Citigroup, который участвовал в финансировании сделки по приобретению EMI¹⁷.

В большинстве случаев компании выживали — они переходили к своим кредиторам или к новым инвесторам. Очень немногие закрывались совсем, как Linens 'n Things, но их собственники — компании прямых инвестиций — как правило, теряли все свои деньги, а кредиторы и держатели облигаций были вынуждены согласиться на «стрижку» — уменьшение размера задолженностей при реструктуризации.

Но не только компании из портфелей фондов прямых инвестиций оказались в беде. В Великобритании относительно давно на бирже торговалось несколько фондов прямых инвестиций наподобие амстердамского фонда KKR. Они снабжали деньгами традиционные партнерства, непосредственно занимающиеся LBO. Когда ударил кредитный кризис, эта структура поставила подножку двум старейшим и крупнейшим в стране компаниям прямых инвестиций, Candover и Permira. Вместо того чтобы держать под рукой миллиарды фунтов стерлингов в ожидании запроса на пополнение капитала от Candover и Permira, фонды завели кредитные линии, которые могли использовать для финансирования новых сделок. Когда на кредитном рынке начался спад, система разрушилась: стоимость активов фондов-доноров — их долей в фондах прямых инвестиций — упала и они перестали получать деньги от фондов прямых инвестиций, вследствие чего их кредитные линии были закрыты. Соответственно, они не могли удовлетворить запросы

на пополнение капитала, поступающие от Candover и Permira. Крах системы придушил Candover, и ей пришлось распродать часть компаний из своего портфеля, так что какое-то время казалось, что она сворачивает деятельность. Permira выжила, но согласилась освободить всех своих инвесторов от части требований по пополнению капитала, чтобы ослабить давление на публичный фонд. Ее капитальная база сократилась, и ключевой источник капитала для ее фондов пересох.

Сделки, заключенные во времена кредитного разгула в 2006 — начале 2007 гг. причинили достаточно ущерба, чтобы их последствия ощущались на годы вперед, но серия непродуманных шагов по спасению финансовых институтов в конце 2007–2008 гг., предпринятых до того, как финансовая система стала восстанавливаться в начале 2009 г., обошлась инвесторам еще в несколько миллиардов долларов. В то время многие компании прямых инвестиций восприняли потрясения на рынках как отличную возможность скупить по дешевке активы и кинулись укреплять своими капиталами банки и другие пошатнувшиеся финансовые институты. Warburg Pincus вложила \$800 млн в проблемного страховщика облигаций MBIA; Thomas H. Lee Partners и Goldman Sachs Capital Partners согласились выделить \$1,2 млрд MoneyGram International, после того как та понесла большие убытки по ипотечным ценным бумагам; J. C. Flowers & Company закачала \$1,5 млрд в мюнхенский банк Hypo Real Estate, вкладывавший средства в американские субстандартные ипотечные займы; а TPG первой предоставила \$1,3 млрд для пакета финансовой помощи общим размером \$7 млрд сберегательному банку Washington Mutual¹⁸.

Они поспешили. Когда кризис углубился, большая часть их спасательного капитала оказалась потеряна. Акции MBIA рухнули в цене с \$31 до \$2, а сделку с MoneyGram пришлось реструктурировать, когда активы компании обесценились. Правительство Германии национализировало Hypo Real Estate, аннулировав тем самым почти все инвестиции Flowers.

Самым же дорогостоящим просчетом стала организованная TPG операция по спасению Washington Mutual. \$1,3 млрд, инвестированные TPG в апреле 2008 г., полностью превратились в воздух спустя всего пять месяцев, когда вкладчики начали массово изымать деньги, и в дело вступили регулирующие органы¹⁹. Эту труднообъяснимую ошибку совершил опытейший специалист по финансовому оздоровлению Дэвид Бондерман. Он изначально сделал себе имя на том, что в 1988 г., работая на техасское семейство Басс, осуществил успешную операцию по спасению банка, одного из предшественников Washington Mutual. Впоследствии он входил в совет директоров Washington Mutual после поглощения им другого банка. По оценкам руководства двух других компаний прямых инвестиций, изучавших Washington Mutual, банку требовалось от \$25 млрд до \$30 млрд нового капитала, чтобы

выдержать бурю²⁰. Они оказались правы. Задним числом можно сказать, что TPG недооценила риск изъятия средств вкладчиками и переоценила способность банка снова встать на ноги.

Но даже устоявшие на ногах компании в большинстве случаев стали стоить гораздо меньше того, что за них заплатили новые владельцы. Масштабы бумажных убытков ошеломляли. Один из соинвесторов Blackstone в сделке с Freescale в 2008 г. списал 85% вложенного им капитала²¹. KKR списала по 90% своих инвестиций в производителя микросхем NXP и немецкую компанию спутникового телевидения ProSiebenSat.1 Media. Устроителям сделок, еще два-три года назад ожесточенно сражавшимся друг с другом за приобретение компаний, теперь предстояло несколько лет напряженного труда, чтобы постараться удержать эти компании на плаву. Одновременно они ломали голову над тем, как выйти из инвестиций хотя бы с небольшой прибылью. Зачастую было непонятно, как они это смогут сделать, учитывая, какую завышенную цену они заплатили и как резко упала рыночная стоимость приобретений. Если вы заплатили за компанию в 10 раз больше ее денежного потока, после чего оценки рыночной стоимости в отрасли опустились до исторической нормы на уровне 7,5 (типичный сценарий в 2009–2010 гг.), то вам пришлось бы увеличить денежный поток компании на треть только для того, чтобы обеспечить безубыточность своих инвестиций. В условиях затяжного и вялого восстановления экономики, прогнозируемого многими экспертами, для совершения такого подвига руководству компании потребовалось бы приложить все свое умение.

Многие LBO, осуществленные на взлете рынка, способны омертвить капитал: сделанные инвестиции хотя и не принесут убытков, но, поскольку не могут быть проданы, заморозят капитал на несколько лет, тем самым снижая доходность. Рекордная покупка энергетической компании TXU, осуществленная KKR и TPG, стала именно таким случаем. Регулирующие органы устанавливали для TXU тарифы на электроэнергию, в основном исходя из цены природного газа, тогда как компания использовала для производства электроэнергии главным образом уголь. Пока цены на газ были относительно высокими по сравнению с ценами на уголь, TXU процветала. Но после LBO цены на газ неожиданно упали в результате открытия его новых месторождений и сокращения спроса, резко уменьшив маржу прибыли предприятия. Одновременно на фоне экономического спада снизилось потребление электроэнергии.

В 2009 г. заработанного TXU едва хватало для того, чтобы покрывать ее расходы, включая выплату процентов, а ее непогашенные кредиты и облигации в совокупности, вероятно, превышали стоимость всей компании, сводя стоимость ее акционерного капитала к нулю, по крайней мере на бумаге. Хотя практически ни один из ее долгов

не подлежал возврату до 2014 г., TXU начала вести переговоры, чтобы продлить сроки погашения кредитов и облигаций²². Судя по всему, владельцам компании предстоит много лет трудиться в поте лица, чтобы просто сохранить свои инвестиции, не говоря уже о том, чтобы заработать прибыль. TXU вполне может ожидать участь RJR Nabisco — крупнейшей сделки своего времени, обернувшейся крупнейшими убытками. Когда 18 лет спустя после закрытия сделки KKR наконец-то продала свой последний пакет акций RJR, она зарегистрировала более чем 20%-ный убыток.

Даже при самом оптимистичном для бизнеса LBO развитии событий на восстановление рыночной стоимости компаний и денежных потоков уйдет несколько лет. Чем позже это произойдет, тем ниже будет доходность инвестиций: продав инвестицию через два года с 50%-ной прибылью, вы получите приличную 25%-ную доходность, но, если продать ее через пять лет, доходность составит всего 10%. Таким образом, доходность большинства мегапокупок, осуществленных в период бума, будет весьма удручающей. Многие специалисты отрасли предсказывали, что в совокупности фонды прямых инвестиций, созданные в середине 2000-х гг., не смогут преодолеть порог безубыточности и покажут результаты хуже, чем даже фонды, созданные в конце 1990-х гг. и инвестировавшие в период последнего рыночного подъема.

Попытки некоторых компаний, таких как Apollo, KKR и Carlyle, диверсифицировать свой бизнес-портфель, добавив к LBO компании по развитию бизнеса и публично торгуемые фонды долгового финансирования, также оказались губительными. Вскоре после того, как KKR разместила на Амстердамской фондовой бирже свой фонд прямых инвестиций объемом \$5 млрд, Carlyle вывела там же на торги фонд на \$900 млн для инвестиций в ипотечные облигации. За счет кредитного плеча он купил их более чем на \$22 млрд и в 2008 г. пошел ко дну, когда его кредиторы один за другим начали предъявлять маржин-коллы, требуя внести дополнительное обеспечение, и впоследствии завладели всеми его активами. Это был полный разгром²³. KKR Financial, инвестировавшая в США в ипотечные и корпоративные долги, спаслась только благодаря финансовой помощи KKR и едва выжила. Ее акции рухнули в цене с более чем \$29 в конце 2007 г. до менее чем 50 центов в начале 2009 г.²⁴ Apollo Investment, публично торгуемая компания по развитию бизнеса, которую Apollo создала в 2004 г., опередив Blackstone и других, была вынуждена произвести огромные списания²⁵. Акции KKR Private Equity Investors, того самого амстердамского фонда KKR на \$5 млрд, потеряли более 90% стоимости к концу 2008 г.

Помимо того что пошатнувшаяся экономика удушающим захватом сжала сильно закредитованные компании, сектор прямых инвестиций столкнулся еще с двумя проблемами: отсутствием денег у своих

инвесторов и угрожающе растущей грудой долгов, которые нужно было рефинансировать начиная с 2011–2012 гг.

В течение десятилетия пенсионные и благотворительные фонды, другие институциональные инвесторы непрерывно подпитывали LBO, реинвестируя свои прибыли в новые фонды. Когда на рынках начался спад, покупатели на компании, принадлежащие фондам прямых инвестиций, как и спрос на IPO, исчезли, так что не осталось и возможности выйти из инвестиций в деньги. Стабильный поток прибылей, текший к инвесторам на протяжении многих лет, иссяк, лишив их денег, которые они могли бы снова направить в фонды прямых инвестиций²⁶. Ситуация осложнялась для инвесторов тем, что этот поток иссяк, когда некоторые из крупнейших сделок, таких как приобретение Hilton, Harrahs, Clear Channel и TXU, все еще находились в процессе реализации в конце 2007 г., и инвесторы столкнулись с неприятной необходимостью внести дополнительные суммы, которые им были просто не по карману. «В декабре 2007 г. процесс распределения прибылей, по большому счету, с виггом затормозился, но запросы на пополнение капитала продолжали поступать, прожигая дыры в карманах инвесторов»²⁷, — вспоминает один из них.

Пенсионные фонды с трудом наскребали деньги на выплату пенсий, а эндаументы признавались своим университетам, что им нечем с ними поделиться. Инвесторы были вынуждены продавать акции и облигации на падающих рынках, способствуя дальнейшему снижению их цены. У CalSTRS, гигантского фонда учителей штата Калифорния, был такой дефицит денежных средств, что он умолял компании прямых инвестиций освободить его от обязательств по финансированию их фондов²⁸.

Колоссальные распродажи акций и облигаций, которым вынужденно способствовали институциональные инвесторы, только усугубляли проблему привлечения средств для фондов прямых инвестиций. Пока инвесторы сбывали акции, облигации и другие ликвидные активы по бросовым ценам, стоимость их совокупных портфелей снижалась относительно стоимости их вложений в фонды прямых инвестиций: последняя оценивалась на основе долгосрочного инвестиционного потенциала и, следовательно, не падала так сильно. Как следствие, доля прямых инвестиций в совокупных активах институциональных инвесторов росла, нарушая установленную схему распределения. Чтобы восстановить баланс вложений, инвесторы были вынуждены сокращать объемы новых обязательств по финансированию фондов прямых инвестиций.

Отрасль прямых инвестиций столкнулась и с еще одной серьезнейшей проблемой: в 2012–2014 гг. предстояло рефинансировать банковские кредиты и мусорные облигации более чем на \$800 млрд. Даже если бы к тому моменту экономика возобновила рост, многие

компания по-прежнему, возможно, стоили бы меньше, чем заплаченные за них фондами прямых инвестиций гигантские суммы, т. е. им просто не хватило бы обеспечения для рефинансирования долгов. В таком случае они могли бы перейти под контроль кредиторов. Этот риск существовал даже в том случае, если бы компании стоили дороже своих долгов, но кредитные рынки к тому времени восстановились бы недостаточно для того, чтобы освоить все требуемое рефинансирование²⁹.

Короче говоря, с какой стороны ни посмотри, обстоятельства складывались не в пользу фондов прямых инвестиций.

Крах финансовой системы не обошел стороной и Blackstone. В отсутствие на горизонте каких-либо инвестиционных прибылей и вследствие уменьшения числа находящихся в разработке новых сделок компания в конце 2008 г. уволила 150 сотрудников, и весь следующий год ее бизнес находился в подвешенном состоянии. Поскольку теперь она была публичной компанией, цена ее акций служила ежедневным индикатором состояния Blackstone и ее перспектив. В феврале 2009 г., когда будущее Blackstone оказалось под вопросом, ее акции обвалились до \$3,55 — более чем на 90% по сравнению с максимальной ценой, достигнутой в триумфальный первый день торгов. Питерсон так сильно переживал из-за того, что его помощник и личный водитель потеряли деньги на акциях Blackstone, что возместил им все убытки³⁰.

В том же месяце компания объявила, что из-за падения прибылей она не будет выплачивать дивиденды за последний квартал 2008 г.³¹ — те самые дивиденды, на которых строилась вся стратегия продвижения IPO. Шварцман, разработавший для себя собственную систему вознаграждения практически полностью на основе инвестиционной прибыли, чтобы согласовать свои интересы с интересами инвесторов Blackstone, получил в 2008 г. и 2009 г. только базовый оклад в размере \$350 тыс. — меньше 0,001% от \$398 млн, заработанных им в 2006 г.

Тем не менее, если не брать в расчет цену акций, Blackstone повезло больше, чем многим ее конкурентам. Через три года после начала кредитного кризиса всего одна из ее портфельных компаний стала банкротом: Freedom Communications, материнская компания газеты *Orange County Register*, в которую Blackstone вложила \$280 млн в обмен на миноритарный пакет акций. Также Blackstone списала инвестиции на сумму \$343 млн в страховщика облигаций Financial Guaranty Insurance Company, которая перед кризисом занялась страхованием более рискованных ипотечных облигаций в дополнение к традиционному страхованию долговых бумаг штатов и местных органов власти. Хотя FGIC продолжала работать, она, как и другие страховщики облигаций, столкнулась с потенциально разорительным потоком требований по застрахованным ею секьюритизированным инвестиционным продуктам. Многие другие инвестиции в портфеле Blackstone также, казалось,

были обречены на убытки: ретейлер рукоделий Michaels Stores, производитель носков Gold Toe Moretz, немецкий производитель пластиковой пленки Klöckner Pentaplast. Все они были приобретены в конце 2006-го или в 2007 г. Сильно подешевел и 4,5%-ный пакет акций Deutsche Telekom, который Blackstone купила в 2006 г. за \$749 млн.

Главным же источником головной боли для Blackstone в портфеле прямых инвестиций была Freescale Semiconductor. В ее приобретение Blackstone вложила более \$4 млрд из требовавшихся \$7,1 млрд капитала: \$1,2 млрд она взяла из собственного фонда и вдобавок значительную сумму собрала у его инвесторов. Партнер Blackstone Пол «Чип» Шорр уже почти что подписал сделку, когда неожиданное предложение KKR в последнюю минуту заставило Blackstone поднять цену на \$800 млн. Зная циклический характер полупроводниковой отрасли, а также предвидя сокращение объемов бизнеса Motorola, крупнейшего клиента Freescale, Blackstone и трое ее соинвесторов — Carlyle, Permira и TPG — решили заплатить 38% цены из собственного капитала, чтобы не обременять компанию слишком большими долгами.

Но ситуация быстро отклонилась от намеченного сценария. Мобильные телефоны Motorola не выдерживали конкуренции, и ее рыночная доля, которая в 2006 г. на момент заключения сделки с Freescale достигла максимума в 22%, в 2007 г. сократилась до 14%, а в 2008 г. — всего лишь до 8%³². Одновременно с этим второй по величине бизнес Freescale, производство микросхем для автопроизводителей, находился в свободном падении.

«В каждом фонде случаются одна-две сделки, где буквально все идет наперекосяк. Freescale стала такой сделкой для нашего пятого фонда, — вспоминает Шварцман. — В последний раз с чем-то подобным мы сталкивались в сделке с HFS [франчайзинговой компанией, владеющей брендами отелей Ramada и Howard Johnson. — Авт.], когда все возможные негативные моменты, которые мы обозначили, произошли на самом деле, причем в первые же полгода: война на Ближнем Востоке, скачок цен на нефть до беспрецедентных на тот момент уровней, разгар глобальной рецессии, в результате чего договоры о франшизе отелей подверглись дефолту».

«Одно только резкое падение продаж у Motorola могло вызвать серьезные проблемы», — продолжает Шварцман. И уж никто не предвидел риски со стороны производства автокомпонентов. «Трудно было предположить, что количество выпускаемых в Соединенных Штатах автомобилей упадет с 17 млн на взлете рынка до 8,5 млн в год. На памяти моего поколения объемы производства никогда не падали ниже 10 млн. В самый плохой год они составляли 12 млн»³³.

В начале 2008 г., всего через год после закрытия сделки с Freescale, новые собственники сместили с поста генерального директора Майкла Майера, которого Пол Шорр обхаживал на протяжении нескольких

лет³⁴. В 2009 г. бизнес по производству микросхем для мобильных телефонов функционировал настолько скверно, что Freescale разорвала контракты на поставку с Motorola и заявила, что собирается либо продать, либо ликвидировать это подразделение. Freescale закрыла заводы в Шотландии, Франции и Японии. Объемы продаж микросхем, на момент покупки компании в 2006 г. достигшие \$6,4 млрд, в 2009 г. упали на 45% — до всего лишь \$3,5 млрд³⁵. В 2009 г. некоторые облигации Freescale торговались по 10% от номинала, поскольку инвесторы опасались дефолта, при том что компания вступила в период кризиса с большими запасами наличности и без долгов, подлежащих погашению в ближайшие несколько лет, а также проведя реструктуризацию и выкупив некоторые долги, чтобы гарантировать свою платежеспособность. В 2010 г. продажи микросхем снова начали расти, и стало казаться, что компании удастся выбраться из затруднений. Но, в отличие от инвестиций в HFS, которые после всех перипетий завершились оглушительным успехом, лучшее, на что может рассчитывать Blackstone в сделке с Freescale, так это вернуть вложенные ею деньги.

«В такого рода сделке, где все идет наперекосяк, главная задача — сохранить компанию в живых, — говорит Шварцман. — Это как военная операция, когда твой взвод оказался в окружении в тылу врага. Тебе нужно остаться в живых, нужно пробиться к своим, нужно получить подкрепление. Если ты мудрый командир и все сделаешь правильно, то большинство твоих людей выберутся из окружения и смогут участвовать в новых сражениях»³⁶.

Еще одним источником серьезных тревог была недвижимость. Джон Грей превосходно сыграл на взлете рынка, когда в начале 2007 г. распродал две трети активов Equity Office Properties, однако в 2009 г. перспективы рынка коммерческой недвижимости выглядели столь мрачно, что инвестиции Blackstone накрыло туманом неопределенности.

Приобретение недвижимости EOP обернулось катастрофой для ее покупателей. Распродажа Грея оставила после себя кровавую череду жертв по всей отрасли коммерческой недвижимости. Гарри Маклоу, заплативший за офисные небоскребы EOP на Манхэттене непостижимые \$6,6 млрд, потерял их всего год спустя, когда истек срок его промежуточных кредитов³⁷. К тому времени рынки ипотечного кредитования заморозились, недвижимость рухнула в цене, и он был вынужден передать эти здания под контроль кредиторов вместе с еще одним своим трофеем — зданием General Motors на Пятой авеню на Манхэттене, которое заложил как дополнительное обеспечение.

Потрясения от распродажи недвижимости EOP ощущались по всей стране. Брайана Магуайра, основателя Maguire Properties, приобрел многие активы EOP в Южной Калифорнии, выгнали с поста генерального директора из-за того, что эти покупки вогнали компанию в огромные долги. Thomas Properties, которая вместе с Lehman Brothers приобрела активы EOP в Остине, штат Техас, оказалась в тяжелейшем положении, после того как Lehman обанкротился и не смог предоставить часть обещанного им финансирования. Фонд недвижимости Morgan Stanley был вынужден передать своим кредиторам ключи от пяти бывших зданий EOP в Сан-Франциско всего через два года после их покупки, а Tishman Speyer Properties не сумела выплатить кредиты за три офисных центра в Чикаго, купленных у Blackstone³⁸.

Даже искусник Сэм Зелл, лично заработавший \$1 млрд на продаже своего пакета акций EOP, оказался в числе проигравших. Часть этих денег он вложил в LBO с безумно высокой долей заемных средств — покупку за \$8,2 млрд Tribune Corporation, издателя газет *Chicago Tribune* и *Los Angeles Times*, который обанкротился в 2008 г. Это было особенно сокрушительный коллапс, поскольку Зелл частично финансировал LBO с помощью акций из программы поощрения сотрудников, в результате многие из них потеряли и рабочие места, и сбережения.

Благодаря тому что Blackstone удалось распродать часть активов EOP по чрезвычайно высоким ценам, оставшийся у нее портфель недвижимости обошелся ей вдвое дешевле, чем он стоил по состоянию на 2007 г., и компания даже заработала \$3,5 млрд бумажной прибыли. Но со снижением арендной платы за офисные площади и уменьшением числа новых арендаторов через два года самые сладкие остатки EOP существенно упали в стоимости³⁹. На кону стояло \$3,5 млрд собственного капитала — самая крупная сумма, которой Blackstone когда-либо рисковала в одной отдельно взятой сделке. В середине 2010 г. Blackstone приступила к переговорам о продлении сроков кредитов EOP, с тем чтобы не все они подлежали погашению в 2012–2014 гг., когда масса других компаний будет пытаться рефинансировать свои долги.

Под еще большим вопросом находилась ситуация с Hilton Hotels, в которую фонд прямых инвестиций и фонд недвижимости Blackstone в купе с соинвесторами вложили \$5,5 млрд капитала. Грей и Майкл Че, проводившие эту сделку для группы LBO, увидели шанс заработать на недостаточно развитом бренде и оздоровлении неэффективно управляемой компании. За год до того, как ее поглотила Blackstone, Hilton приобрела сестринскую компанию Hilton International, которой принадлежали права на бренд Hilton за пределами США. Одноименный бренд не использовался за границей в полной мере, а американские бренды бюджетных, с ограниченным набором услуг отелей, таких как Doubletree, Hilton Garden Inn и Embassy Suites, и вовсе не были

лицензированы в других странах. Таким образом, имелись возможности для расширения бизнеса вместе с одновременным сокращением расходов. Под контролем Blackstone в 2008 и 2009 гг. компания открыла по франшизе по 50 000 новых номеров в год в Турции, Южной Италии и Азии, что позволило резко увеличить денежный поток и обещало его стабильный рост в дальнейшем. Blackstone также перевела штаб-квартиру Hilton из дорогостоящего Беверли-Хиллз в не столь шикарную, но более дешевую провинциальную Виргинию.

Но из-за падения турпотоков в результате глобальной рецессии бизнес Hilton сильно пострадал. Хотя банкротство компании не угрожало: Грей сформировал пакет финансирования таким образом, чтобы в случае неурядиц он ее не подкосил. Blackstone знала по собственному горькому опыту, насколько циклическим может быть гостиничный бизнес. В 1990 г. ей едва удалось избежать катастрофы с HFS, когда во время войны в Персидском заливе турпотоки сократились, а Шварцману и Генри Сильверману пришлось лететь в Гонконг и вымаливать передышку у владельца бренда Ramada. В 2001 г. Blackstone пережила еще ряд неприятных моментов из-за гостиничной сети Savoy, когда после терактов 11 сентября число постояльцев упало и кредиторы угрожали обратить взыскание на недвижимое имущество⁴⁰.

На этот раз не было никаких жестких кредитных ковенантов, и ни один из долгов Hilton не подлежал погашению до конца 2013 г., что давало Blackstone шесть лет для изменения ситуации к лучшему. Однако рецессия взяла свое, и в апреле 2010 г. после долгих переговоров с кредиторами долги Hilton подверглись реструктуризации. Blackstone согласилась инвестировать дополнительные \$800 млн для финансовой поддержки сети, а банки, которые так и не смогли синдицировать и продать большую часть долгов по сделке и продолжали держать их на балансе, согласились на частичное списание: новая договоренность уменьшила задолженность Hilton с \$20 млрд до \$16 млрд⁴¹.

Помимо спада на рынке туризма Hilton оказалась втянутой в спор с одним из своих крупнейших конкурентов — Starwood Hotels & Resorts Worldwide. Последняя утверждала, что двое топ-менеджеров Hilton, в свое время работавших в Starwood, украли у нее 100 000 документов и с ведома генерального директора Hilton использовали полученную информацию для разработки плана по созданию новой гостиничной сети, чтобы составить конкуренцию Starwood. Вскоре федеральные прокуроры начали расследование. (Hilton и топ-менеджеры отрицали свою причастность к этим противозаконным деяниям.)⁴²

Когда экономика восстановится, Hilton, безусловно, снова ждет подъем. Но в любом случае сделка пошла вопреки ожиданиям Blackstone.

СОЗДАТЕЛИ СТОИМОСТИ ИЛИ МАСТЕРА БЫСТРОЙ НАЖИВЫ?

Финансовый кризис поставил под вопрос все, что связано с прямыми инвестициями — их будущее, роль в экономике и способность создавать стоимость. На протяжении более чем трех десятилетий этот бизнес развивался в благоприятных экономических условиях на фоне растущих рынков и низких процентных ставок и в значительной мере был обязан своим ростом общему подъему экономики. Кредитный кризис конца 1980-х и лопнувший пузырь на фондовом рынке в начале 2000-х были не более чем небольшими корректировками по сравнению с глобальной катастрофой 2008–2009 гг., которая подвергла настоящей проверке претензии отрасли прямых инвестиций на то, что именно она способствует повышению капитализации компаний.

Несмотря на ребрендинг в качестве «прямых инвестиций» и вопреки попыткам преподнести себя как социально ответственный бизнес, повышающий стоимость посредством преобразования компаний, отрасль, специализирующаяся на их выкупе с помощью заемных средств, так и не сумела избавиться от клейма, приобретенного в 1980-е гг. Образ ловкачей, проворачивающих LBO, был увековечен в книгах вроде бестселлера «Варвары у ворот» и в фильме Оливера Стоуна «Уолл-стрит». В представлении общественности они безжалостно сокращали рабочие места, разграбляли денежные запасы и активы приобретенных компаний ради получения быстрой наживы. Спустя 15 лет после того, как *Wall Street Journal* получила Пулитцеровскую премию за статью об удручающих последствиях сокращения персонала Safeway, предпринятого KKR в рамках реструктуризации, *Business Week* вернулся к обсуждению этой темы, утверждая, что компании прямых

инвестиций вредят приобретаемому ими бизнесу. В опубликованной в 2006 г. статье «Купить, ограбить, продать»¹, посвященной выкупу в предыдущем году Hertz Corporation, журнал предостерегал читателей от покупки акций Hertz во время предстоящего IPO, так как «мастера быстрой наживы... не постеснялись вывезти грузовиками наличность» из компании по прокату автомобилей, выдоив из нее \$1 млрд в качестве дивидендов.

Но действительно ли эта игра в «расчлнить, разграбить и распродать» причиняет вред отдельным компаниям и экономике в целом?

И даже если LBO сами по себе не вредят приобретенным компаниям, действительно ли фонды прямых инвестиций создают дополнительную стоимость в период владения бизнесом? Или же они, как и другие успешные инвесторы в акционерный капитал, такие как паевые и хедж-фонды, просто покупают и продают с прибылью, не внося никаких улучшений в проинвестированный ими бизнес?

Ответ на первый вопрос: конечно же нет. Отрасль прямых инвестиций не вредит экономике.

Ответ на второй и третий вопросы: да, иногда фонды прямых инвестиций действительно добавляют фундаментальную экономическую стоимость, но весомую часть своей прибыли они получают благодаря правильному выбору времени для покупки и продажи и использованию кредитного плеча для увеличения выигрыша. Но в этом нет никакого греха.

Несмотря на устойчивость пугающего имиджа грабителей с большой дороги, он не подтверждается фактами. Взять хотя бы случай Hertz, о котором писал *Business Week*.

Hertz была классическим примером заброшенной дочерней компании, отчаянно нуждавшейся в обновлении менеджмента, когда Clayton Dubilier, Carlyle и Merrill Lynch купили ее у Ford Motor Company в декабре 2005 г.² Ford рассматривал Hertz всего лишь как надежное место сбыта своих непопулярных моделей автомобилей и уделял ей мало внимания.

Новые собственники изменили подход Hertz к финансированию автопарка — вместо лизинга автомобилей их стали приобретать, что обеспечило экономию. Также они снизили стоимость долгового капитала, выпустив облигации, обеспеченные транспортными средствами, вместо необеспеченных корпоративных облигаций. Еще при Ford компания с целью расширения рынка создала в США за пределами аэропортов сеть офисов проката автомобилей, оказавшуюся убыточной. Теперь многие такие офисы были закрыты. Накладные расходы в Европе, которые были в несколько раз выше, чем в Соединенных Штатах, подверглись сокращению. Внедрялись предложения сотрудников по повышению эффективности процедур возврата и чистки автомобилей, а клиенты поощрялись, когда заказывали автомобили через Интернет

или специальные киоски самообслуживания, что позволяло сократить расходы. Вознаграждение менеджмента на основе завоеванной компанией доли рынка, что стало одной из причин открытия нерентабельных офисов, теперь привязали к денежному потоку и другим показателям.

Изменения быстро принесли плоды. За два года после LBO доходы Hertz выросли на 16%, а денежный поток — на 24–35% в зависимости от выбора показателей. \$1 млрд дивидендов, из-за которых *Business Week* обрушила громы и молнии на новых собственников, стали не такой уж непосильной суммой для компании, потратившей в том году в общей сложности \$3,1 млрд из денежных средств и уверенно наращивавшей свой денежный поток. Несмотря на две выплаты дивидендов, через два года после LBO компания погасила более чем \$500 млн долга. И таких улучшений она добилась при минимальном сокращении рабочих мест — менее чем на 2% в первый год, несмотря на закрытие офисов. (Замедление темпов строительства нового жилья в 2007 г. негативно отразилось на бизнесе Hertz по предоставлению в аренду строительной техники, что повлекло за собой большие сокращения. В конце года штат компании был на 9% меньше, чем перед LBO, однако тогда вся экономика уже вступила в период рецессии.)

Инвесторы, которые вняли призыву *Business Week* не участвовать в IPO Hertz, проиграли, поскольку за следующие полтора года акции Hertz выросли в цене почти вдвое. В 2008 г., когда экономический спад усилился, а туристические потоки сократились, акции Hertz показывали по крайней мере такие же результаты, что и акции ее основных конкурентов. Проще говоря, инвесторы не заметили, что Hertz пострадала от LBO.

Следовательно, стоит с немалой долей скептицизма относиться к нападкам, которым периодически подвергается сектор прямых инвестиций. Многие из них не имеют под собой никаких оснований.

Можно назвать случай Hertz нетипичным, однако растущее число научных исследований опровергает предъявляемое компаниям прямых инвестиций обвинение в том, что они причиняют вред бизнесу ради быстрого извлечения прибыли.

В исследовании³, охватывающем 4701 IPO, проведенное в Соединенных Штатах за 23-летний период по 2004 г. включительно, и осуществленном по заказу Европарламента, профессор французской школы экономики установил, что акции компаний, находящихся под контролем фондов прямых инвестиций, показывают лучшие результаты, чем акции сопоставимых компаний. Тем самым он опроверг мнение о том, что LBO оставляет бизнес в руинах. Это неудивительно. Каким образом мог бы выжить инвестиционный бизнес, опирающийся на продажу компаний с целью получения прибыли, если бы он систематически разрушал принадлежащие ему компании? Зачем бы

искушенные покупатели, например корпорации, стали приобретать компании у фондов прямых инвестиций, если бы те действительно обдирали бизнес догола? Распространенное утверждение, что фонды всучивают свои компании ничего не подозревающим инвесторам через IPO, также нелепо. Большинство инвесторов на рынке первичных размещений — это институциональные инвесторы, такие как паевые и хедж-фонды, банки и страховщики, которые давно бы уже сообразили, что принадлежащие фондам прямых инвестиций компании слабые и переоцененные. Кроме того, сами компании прямых инвестиций почти всегда сохраняют значительные пакеты акций в компаниях из своего портфеля на протяжении многих лет после их вывода на публичный рынок, как это сделала Blackstone с Celanese и TRW, KKR — с Safeway и Clayton Dubilier — с Hertz. Поэтому их прибыли зависят от успеха бизнеса в долгосрочной перспективе, а не от распродажи акций по завышенным ценам с последующим бегством.

Научные исследования также опровергают большинство других стандартных упреков в адрес компаний прямых инвестиций, мол, они уничтожают рабочие места, распродают жизненно важные активы и не занимаются исследованиями и разработками⁴.

Да, LBO часто сопровождается сокращением рабочих мест. Но компании регулярно сокращают рабочие места, независимо от поглощений, так что оценивать влияние фондов прямых инвестиций необходимо только в сравнении с корпоративным миром в целом. Наиболее исчерпывающее исследование, охватившее более 4500 инвестиций за период с 1980 по 2005 г., показало, что под контролем фондов прямых инвестиций бизнес сокращал чуть больше, по сравнению со средним показателем, рабочих мест в первые два года после LBO, но с течением времени создавал больше новых рабочих мест, чем было сокращено⁵. Исследование, проведенное в 2008 г. под руководством профессора Гарвардской школы бизнеса Джоша Лернера по заказу швейцарской некоммерческой организации — Всемирного экономического форума, установило: вопреки утверждениям критиков, в течение первых четырех лет после LBO темпы создания новых рабочих мест в приобретенных компаниях были выше, чем в сопоставимых публичных компаниях, хотя впоследствии этот разрыв сокращался. Только в обрабатывающей промышленности рост новых рабочих мест был сопоставим в обоих секторах.

Что касается быстрой перепродажи, то такое случается не столь уж и часто. Инвестиции продолжительностью менее двух лет составляют всего 12% от общего числа прямых инвестиций, тогда как 58% держатся на протяжении пяти и более лет⁶. Вышеуказанное исследование также показало, что, вопреки распространенному мнению, находящийся под контролем компаний прямых инвестиций бизнес обычно не урезает расходы на важные исследования и разработки, хотя и направляет

эти деньги на основные продуктовые линии, где ставки наиболее высоки, при этом ослабляя внимание к более теоретическим или вспомогательным исследованиям.

Разумеется, использование кредитного плеча, увеличивая фиксированные расходы, несет с собой риски, потенциально подвергая бизнес опасности в период спада. Во время каждой рецессии, начиная с 1990 г., многие компании рушились под грузом долгов, взваленных на них при выкупе на заемные средства. Тем не менее в целом процент потерь среди таких компаний был примечательно невысок. Проведенное по заказу Всемирного экономического форума исследование установило, что с 1970 по 2007 г. — 38-летний период, включающий три рецессии, — в среднем доля дефолтов среди приобретенных фондами прямых инвестиций компаний составляла 1,2% в год. Это было выше общего показателя для всех американских компаний (0,6%), но в то же время ниже среднего показателя в 1,6% для компаний, имеющих в обращении облигации и, вероятно, являющихся более подходящей группой для сравнения⁷.

Другое исследование, проведенное кредитным рейтинговым агентством Moody's Investors Service в 2008 г., установило, что в период экономического подъема в середине 2000-х гг. находящиеся под контролем фондов прямых инвестиций компании оказывались неплатежеспособными по своим долгам намного реже, чем другие аналогично закредитованные компании⁸. С какой стороны ни посмотреть, лишь небольшая часть компаний, прошедших через LBO, потерпела фиаско. Да, им пришлось сокращать рабочие места, но мало кто из них прекратил свое существование. Большинство таких компаний были просто поглощены другими компаниями, новыми инвесторами или кредиторами. (Разумеется, последняя рецессия с ее всплеском дефолтов подвергнет эти данные проверке⁹.)

Таким образом, существует мало подтверждений того, что компании прямых инвестиций в качестве собственников, как правило, вредят бизнесу. Но тогда какими же еще способами они зарабатывают деньги, если не сокращением расходов с целью увеличения прибыли? И вносят ли они в процессе этого какой-либо вклад в экономику в целом помимо того, что генерируют прибыли для своих инвесторов?

Руководители компаний прямых инвестиций, желая получить часть аплодисментов, которыми награждают венчурных инвесторов за их вклад в развитие новых технологий, часто утверждают, что зарабатывают деньги за счет улучшения бизнеса, тем самым повышая его фундаментальную экономическую стоимость и принося пользу обществу. Дэвид Рубинштейн, соучредитель Carlyle, даже предложил провести очередной ребрендинг, заявив, что компании прямых инвестиций должны называться «компаниями преобразовательных инвестиций». (Судя по всему, до сих пор у его идеи нашлось мало последователей.)

Также они утверждают, что не только преуспели в том, чтобы правильно выбирать компании и время для своих инвестиций и увеличивать прибыли за счет использования кредитного плеча, но и научились управлять компаниями и преобразовывать их для обеспечения долгосрочных улучшений в бизнесе.

Безусловно, есть и скептики. Даже многие инвесторы и руководители фондов прямых инвестиций цинично отзываются об источнике своих прибылей. «Основная масса денег была заработана благодаря снижению процентных ставок, которое началось в 1982 г., — говорит руководитель давно работающей компании прямых инвестиций среднего размера. — По моим оценкам, на использование кредитного плеча и снижающиеся процентные ставки приходится 75% всей стоимости, созданной в нашей сфере за последние 25 лет»¹⁰.

Между тем исследователи, анализировавшие природу этих прибылей, обнаружили, что использование кредитного плеча на удивление мало что добавляет к общей инвестиционной прибыли. В исследовании IPO, проведенном по заказу Европарламента, было установлено: непосредственно за счет использования кредитного плеча создается примерно треть всей прибыли от успешных LBO, тогда как остальная часть — за счет долгосрочного увеличения фундаментальной стоимости приобретенных компаний¹¹. Более детальное исследование 32 очень успешных LBO, осуществленных в Европе (со средней внутренней нормой доходности 48%), показало, что всего 22% прибыли было получено благодаря кредитному плечу. Еще 21% — благодаря повышению оценочных коэффициентов, в частности отношения капитализации к прибыли. Остальная часть прибыли, более половины, — благодаря росту продаж и повышению рентабельности бизнеса¹². (В исследовании не рассматривалось, насколько рост продаж, денежных потоков и рентабельности был связан с циклом деловой активности, т. е. какая часть прибыли была получена благодаря покупке компаний на дне цикла и продаже их на его вершине.)

Правда заключается в том, что прибыли в отрасли прямых инвестиций проистекают из комбинации всех этих факторов — использования кредитного плеча и других финансовых схем, правильного выбора времени, новых корпоративных стратегий, слияний и продажи активов, улучшения операционной деятельности, причем некоторые из них создают больше фундаментальной экономической стоимости, чем другие. Отрасль прямых инвестиций выросла не только благодаря изобилию долгового капитала на протяжении большей части последних 25 лет, но и благодаря умению фондов гибко приспосабливаться к обстоятельствам: в хорошие времена они выжимали прибыли, наращивая долги для выплаты дивидендов, иногда подвергали неэффективные компании капитальному ремонту, а в плохие времена торговали долгами проблемных компаний и приобретали контроль над обанкротившимися

компаниями. Компании прямых инвестиций — это, прежде всего, приспособленцы, варьирующие свои методы работы в зависимости от экономических и рыночных циклов.

Игра на колебаниях рынка не создает новую стоимость, в отличие от борьбы с неэффективностью, финансирования исследований и разработок или изменения позиционирования на рынке для производства продуктов с добавленной стоимостью, однако она приносит высокую доходность для пенсионных и благотворительных фондов, эндаументов и других инвесторов. Если LBO не вредят бизнесу, значит, такая форма собственности и структура капитала причиняют ничуть не больше социального ущерба, чем паевые фонды, торгующие акциями публичных компаний. Более того, даже скупка обесценившихся ценных бумаг на дне рынка во время рецессии приносит пользу для экономики и общества, обеспечивая бизнес капиталом, когда его трудно найти, а продавцов — ликвидностью, когда на рынке мало покупателей.

Тем не менее будет преувеличением утверждать, что прибыли в сфере прямых инвестиций в основном являются плодами усовершенствования приобретаемых компаний. Тони Джеймс любит похвастаться тем, что $\frac{2}{3}$ своих прибылей Blackstone получает благодаря увеличению денежного потока, намекая, что под присмотром Blackstone компании достигают преуспевания. Однако Blackstone не вправе ставить весь этот рост себе в заслугу. Возможно, даже в большей степени, чем ее конкуренты, Blackstone зарабатывала, инвестируя на самом дне рынка, так что значительная доля финансово оздоровления, достигнутого приобретенными ею компаниями, связана с циклом деловой активности, а не с усовершенствованием бизнес-процессов.

Проведя анализ своих инвестиций по 2005 г., Blackstone установила, что более 63% всех прибылей она заработала на компаниях с циклическим бизнесом, таких как UCAR, American Axle, Celanese и Nalco, при том что в эти сделки инвестировала менее 23% своего капитала. И наоборот, когда Blackstone пыталась кардинально преобразовать купленные ею компании, как это было в случаях с Collins & Aikman, Imperial Home Décor, Allied Waste и немецким кабельным оператором Callahan, результаты были плачевными. В эти сделки она вложила 14% капитала и в совокупности потеряла на них 2% всего капитала, инвестированного на протяжении 17 лет¹³.

Несмотря на это, Blackstone и другие ведущие компании прямых инвестиций пришли к выводу, что у них есть единственный способ переиграть фондовый рынок в долгосрочной перспективе — систематически улучшать принадлежащие им компании. Bain Capital, выросшая из консалтинговой группы Bain & Company, одной из первых начала реализовывать эту стратегию и создала большой штат из экспертов и опытных менеджеров для работы с купленными компаниями. TPG также с давних пор имеет команду экспертов по операционной

деятельности и провела немало сложных операций по оздоровлению бизнеса, потребовавших значительных усилий и знаний. В 2000 г. и KKR сформировала у себя команду менеджеров, в которой ныне насчитывается 40 человек, а Carlyle наняла в штат специалистов по оздоровлению бизнеса.

Blackstone в этом отношении отставала от конкурентов и с 2004 г. пыталась их нагнать, наняв Джеймса Квелла, бывшего консультанта по вопросам управления из DLJ Merchant Banking, подразделения прямых инвестиций Credit Suisse, чтобы создать нечто вроде дочерней консалтинговой фирмы. 12 корпоративных менеджеров из команды Квелла исследовали компании, намеченные Blackstone для инвестиций, и часто работали в качестве консультантов с компаниями после их приобретения.

Этот переход к практической работе по преобразованию приобретенных компаний можно увидеть в сделке с Celanese и в трех других успешных LBO, осуществленных Blackstone в середине 2000-х гг. Данные примеры наглядно показывают, как в компаниях акцент был смещен с простого сокращения расходов на кропотливую работу по улучшению их деятельности вкупе с развитием и переориентацией бизнеса.

GERRESHEIMER AG

Назовем это преобразованием. Именно в нем заключалась суть стратегии Blackstone по отношению к немецкой упаковочной компании Gerresheimer. В течение десятилетия она преобразилась из изготовителя стеклянных бутылок в производителя сложной высокорентабельной фармацевтической упаковки. В результате эта сделка стала одной из самых прибыльных в истории Blackstone. Менее чем за четыре года она в семь с лишним раз окупилась вложенные деньги.

На самом же деле преобразования начали предыдущие собственники из отрасли прямых инвестиций — Investcorp и Chase Manhattan Bank, в 2000 г. избавившие компанию от нескладной структуры собственности. Когда они ее купили, 51% акций принадлежал немецкой промышленно-энергетической компании VIAG AG, решившей продать Gerresheimer в свете надвигающегося слияния с другой энергетической компанией. Остальные акции Gerresheimer торговались на бирже, поэтому менеджменту приходилось отчитываться не только перед материнской компанией, но и перед публичными акционерами¹⁴.

Генеральный директор Gerresheimer Аксель Херберг, бывший консультант по вопросам управления, пытался убедить своих боссов в VIAG вывести Gerresheimer из бизнеса по производству бутылок для напитков, где конкуренция была высокой, а норма прибыли — низкой. Но безрезультатно. Руководство VIAG не проявляло к Gerresheimer большого интереса и тем паче не хотело заниматься болезненным сокращением

персонала, которое предприимчивый Херберг считал необходимым шагом для преобразования Gerresheimer из посредственного производителя стеклотары в гораздо более привлекательного производителя упаковки в сфере здравоохранения. «Мы были частью немецкого конгломерата, — поясняет Херберг, — а он никогда бы не пошел на закрытие заводов в Германии, как я предлагал»¹⁵.

Перейдя под контроль Investcorp и Chase, Gerresheimer продала заводы по упаковке для напитков и сосредоточилась на производстве специализированной продукции, где конкуренция была не столь высокой, а клиенты — более лояльными. Вместо закрытых заводов в Германии и Соединенных Штатах был открыт новый в Мексике, где рабочая сила дешевле. Но в период экономического спада 2002–2003 гг. процесс преобразований замедлился, тем более что собственников компании отвлекали другие дела. Руководивший сделкой партнер Investcorp уволился, а Chase провел слияние с J. P. Morgan. «С точки зрения собственников, момент был неподходящим для вложения в бизнес дополнительного капитала»¹⁶, — вспоминает Херберг, и менеджмент начал искать покупателя.

В 2003 г. Херберг встретился с Тони Джеймсом и Дагом Роджерсом, консультантом Blackstone по инвестициям в сфере здравоохранения, но только через год, после затяжного аукциона, Лайонел Ассант из лондонского офиса Blackstone наконец-то подписал сделку на \$705 млн. Цена была скромной — на уровне всего лишь 6,8-кратного денежного потока Gerresheimer¹⁷.

Поскольку качество имеет решающее значение для производителей лекарств, а стоимость упаковки составляет лишь незначительную часть от общей стоимости лекарственных препаратов, клиенты Gerresheimer вряд ли бы стали давить на нее, требуя снизить цену. Цель Херберга состояла в том, чтобы создать для компании нишу, предлагая крупным производителям лекарств широкое разнообразие упаковки, и заручиться лояльностью клиентов, удовлетворяя их потребности. При поддержке Blackstone Херберг в течение следующих двух лет активно расширял ассортимент производимой Gerresheimer упаковочной продукции через покупку других предприятий. В основном это были небольшие приобретения — завод в Нью-Джерси, три совместных предприятия в Китае и завод в Дании, но они дополнили ассортимент Gerresheimer такими продуктами, как предварительно наполненные шприцы (шприцы-ручки) и специализированные пластиковые контейнеры¹⁸.

Ведя переговоры в частном порядке и минуя аукционы, Gerresheimer приобретала активы по весьма низким ценам — на уровне всего лишь 4–7-кратного денежного потока. Это была та же тактика, которую использовали конгломераты в 1960-е гг. и которая лежит в основе так называемого «инвестирования в консолидацию», применяемого фондами прямых инвестиций: купить активы с низкими коэффициентами

стоимости и консолидировать их в укрупненные компании, чтобы продать с более высокими коэффициентами. Но, в отличие от конгломератов, Gerresheimer реализовала положительный эффект синергии, поскольку все ее приобретения относились к одной отрасли.

Яркой кульминацией приобретений Херберга стала достигнутая им в начале 2007 г. договоренность о покупке семейной компании Wilden AG, занимавшейся производством ингаляторов и другой продукции с объемом продаж более \$300 млн в год. Рынок Wilden все более глобализировался, однако управлявшие бизнесом братья признавали, что у компании нет ресурсов, чтобы успешно конкурировать в мировом масштабе, говорит Херберг. Проведенная сделка увеличила доходы Gerresheimer примерно на 40% и расширила ассортимент ее продукции¹⁹.

Это подготовило почву для выхода Gerresheimer на публичный рынок, что она и сделала в мае 2007 г. За неполные два года, прошедшие с момента покупки Blackstone компании, ее доходы и денежный поток увеличились примерно на 80%, а численность персонала выросла на 71%. По большей части этот рост был достигнут за счет приобретений, но Gerresheimer также продемонстрировала уверенный органический рост: без учета новых предприятий ее продажи выросли на 13%, а денежный поток — на 18%.

IPO Gerresheimer, в ходе которого она привлекла более \$1,4 млрд, стало крупнейшим первичным размещением акций в Германии в том году. Благодаря уверенному росту показателей Gerresheimer и общему подъему на мировых фондовых рынках в 2007 г. инвесторы оценили компанию в 10 денежных потоков, что почти в полтора раза превышало уровень в 6,8 при ее приобретении Blackstone. Продав часть принадлежащих ей акций при IPO, Blackstone почти в пять раз окупил вложенные деньги²⁰. А когда продала остатки акций в 2008 г., ее инвестиции объемом в \$116 млн окупились в 7,5 раза.

Херберг, который сначала управлял Gerresheimer как дочерней компанией публичного конгломерата, затем как частной компанией, принадлежащей поочередно двум разным фондам прямых инвестиций, и, наконец, как независимой публичной компанией, считает, что именно период, когда она находилась под контролем фондов, благотворно повлиял на ее укрупнение, специализацию и прибыльность. Gerresheimer не смогла бы выйти на новый уровень, оставаясь публичной компанией, утверждает Херберг: «Если ваши квартальные результаты окажутся ниже ожиданий аналитиков, на вас тут же повесят всех собак. Находясь под контролем фондов прямых инвестиций, вы получаете больше времени, поэтому можете брать на себя больше риска». Вопреки распространенному представлению о фондах прямых инвестиций как о любителях быстрой наживы, на деле они дают руководству приобретенных ими компаний пространство для маневра,

что позволяет реализовывать разнообразные стратегии, отмечает он: «Вы получаете долгосрочное финансирование на шесть-восемь лет. Сторонние наблюдатели видят только долговое обременение, но недооценивают значения стабильности, которую обеспечивают компании прямых инвестиций»²¹.

После того как бизнес стал более предсказуемым, можно было вернуться на биржу. «Мы поднялись на другой уровень. Создание стоимости через преобразование было достигнуто», — говорит Херберг. Теперь Gerresheimer встала на путь органического роста. В течение года после IPO ее акции торговались наравне с акциями других немецких промышленных компаний.

MERLIN ENTERTAINMENTS GROUP, LTD.

В случае с компанией Merlin Entertainments, Blackstone не столько покупала и преобразовывала бизнес, сколько выстраивала его с нуля. После быстрой череды перепродаж она купила небольшого, чисто британского оператора океанариумов и за два года превратила его во второго по величине оператора парков развлечений и аттракционов в мире после Walt Disney Company. На этот раз используемый Blackstone подход стал полной противоположностью стандартной стратегии сокращения затрат и распродажи активов.

В 2005 г., когда Merlin попала под прицел Blackstone, эта британская компания управляла 22 тематическими морскими парками Sea Life и аттракционом ужасов London Dungeon («Лондонская темница»), в основном находившимися на территории Великобритании. Как и в случае с Gerresheimer, Merlin Entertainments руководил предприимчивый генеральный директор, скованный в своих действиях материнской компанией. Ник Варни встал у руля Merlin в конце 1990-х гг., когда она принадлежала публичной компании Vardon, основным направлением деятельности которой были оздоровительные и фитнес-клубы. Он настаивал на том, чтобы продать или закрыть часть мелких парков Sea Life и использовать вырученные средства для капиталовложений в более перспективные аттракционы, однако его боссы не хотели терять часть денежного потока на то время, пока новые аттракционы будут вводиться в строй.

«В публичной компании мы были на положении Золушки, не получая ни капиталовложений, ни должного внимания, — вспоминает Варни. — Фондовый рынок любил оздоровление и фитнес, но пренебрежительно относился к паркам развлечений».

При финансовой поддержке крупной британской компании прямых инвестиций Арах Partners в 1999 г. Варни выкупил Merlin у Vardon и начал строить новые парки Sea Life. Расширение бизнеса продолжилось и после того, как в 2003 г. Арах продала компанию меньшей по размеру

Hermes Private Equity. Однако в 2004 г. Merlin по-прежнему оставалась мелкой рыбешкой со скромным денежным потоком в \$27 млн, и тогда Варни решился на грандиозный шаг: приобрести сеть тематических парков Legoland, выставленную на продажу материнской компанией, датским производителем игрушек Lego. Финансировать покупку Legoland для Hermes было не по карману, но она согласилась продать Merlin, если покупатель предложит хорошую цену.

И такой покупатель появился в лице Джозефа Баратты, молодого партнера из лондонского филиала Blackstone. В то время Blackstone была уже хорошо знакома с индустрией развлечений, в свое время осуществив успешные инвестиции в сети тематических парков Six Flags и Universal Orlando. В Европе существовало много небольших сетей парков развлечений, часть из которых принадлежала фондам прямых инвестиций, но отсутствовали крупные операторы. Время от времени эти парки выставлялись на продажу, когда собственники решали от них избавиться, и Баратта увидел в этом возможность для создания солидного бизнеса.

Шварцман и Джеймс не были уверены в том, что Merlin стоит внимания. Ведь речь шла «о крошечных инвестициях в размере \$50 млн собственного капитала», — объясняет Баратта. («Цена сделки, возможно, не дотягивала до суммы, которую они обычно тратили на комиссионные», — шутит Варни.) Но с приобретением активов Legoland появлялась возможность создать более диверсифицированный и устойчивый бизнес, благодаря чему Баратта убедил инвестиционный комитет Blackstone дать ему зеленый свет. Он начал вести переговоры одновременно с Merlin и семейством Кристиансен, владельцами Lego, и в середине 2005 г. Blackstone заключила сразу две сделки, договорившись о покупке Merlin за \$200 млн и Legoland за \$450 млн. Blackstone добавила для финансирования сделки с Legoland \$100 млн капитала, и Кристиансены согласилась получить часть оговоренной суммы не деньгами, а в виде 25% акций в объединенной компании, что уменьшило затраты Merlin и Blackstone.

На профессиональном жаргоне менеджеров сделка с Legoland называлась «трансформационным слиянием». Она сделала Merlin крупным игроком в континентальной Европе, добавив в ее портфель расположенные в помещениях центры Legoland Discovery Centers и открытые парки Legoland с миниатюрными зданиями, дорогами и поездами в стиле Lego, что обеспечило Merlin защиту от непостоянства погодных условий в Северной Европе. «В солнечную погоду люди шли в наши парки на открытом воздухе, — объясняет Варни. — Когда лил дождь, они перетекали в наши крытые центры».

Варни и Баратта считали, что у Legoland есть потенциал для быстрого увеличения прибылей. Это был сильный бренд, но предыдущие владельцы рассматривали его главным образом как маркетинговый

инструмент для продвижения конструкторов Lego и управляли им недостаточно эффективно. Хотя парки «привлекали толпы обеспеченных людей, цены в них были низкими», говорит Баратта. Другими словами, имелась возможность для повышения цен. Кроме того, бывший менеджмент не приурочивал рекламу к проведению в парках усовершенствований, поэтому компания не получала от них всех возможных выгод.

В 2006 и 2007 гг. Merlin дополнили еще двумя крупными приобретениями. Сначала Blackstone вложила \$140 млн в покупку водного и тематического парка Gardaland на берегу озера Гарда у подножия Альп недалеко от Милана, что увеличило поток посетителей в хорошую погоду. В следующем году Merlin провела слияние со всемирно известной сетью музеев восковых фигур мадам Тюссо, пополнив свой портфель развлекательных комплексов в закрытых помещениях. Парк Gardaland прежде принадлежал итальянской компании прямых инвестиций, а сеть музеев — инвестиционному фонду, управляемому властями Дубая.

Сеть музеев мадам Тюссо, как и сеть парков Legoland, намного превосходила Merlin по размеру, но Баратта разработал схему финансирования, позволившую провести сделку. Используя стратегию, примененную им в двух других LBO, осуществленных в Великобритании, — сети пабов Spirit и домов престарелых NHP/Southern Cross, он продал часть ценной недвижимости объединенной группы инвесторам, которые затем сдали ее Merlin в аренду. Инвесторы с готовностью заплатили щедрую цену за недвижимость (ведь она, по их прогнозам, должна была расти в цене) и потом охотно сдали ее в аренду по выгодным ставкам в расчете на рост ее стоимости. Продав недвижимость на взлете рынка, Merlin заработала достаточно средств для того, чтобы заплатить дубайскому фонду \$2 млрд за музеи мадам Тюссо. Как и семейство Кристиансен, фонд согласился получить часть цены 20%-ным пакетом акций в объединенной компании. Таким образом, свое самое крупное приобретение Merlin профинансировала самостоятельно. Blackstone не пришлось инвестировать дополнительный капитал, и она сохранила за собой 54% акций.

С музеями мадам Тюссо в 2008 г. Merlin превратилась в ведущего игрока мировой индустрии развлечений, привлекая 35 млн посетителей в год и получая около \$300 млн в виде денежного потока — в 14 раз больше, чем за год до покупки ее Blackstone. Численность персонала выросла с 700 до более чем 13000 сотрудников, причем 1000 из них наняли на новые рабочие места, созданные благодаря естественному росту, не связанному со слияниями. Merlin процветает, ее прибыли от существующего портфеля активов демонстрируют двузначные темпы роста в течение 10 лет даже без учета приобретений.

Варни и Баратта утверждают, что сейчас компания готова к дальнейшему органическому развитию. Благодаря наличию пригодных

к «размножению» сетевых брендов, таких как Legoland и Sea Life, создание новых объектов будет обходиться ей лишь в небольшую часть от стоимости парка масштаба Диснейленда. Merlin начала экспансию в Соединенные Штаты, где приступила к строительству новых парков Legoland и Sea Life. В 2010 г. она также приобрела парк Cypress Gardens в штате Флорида, где планирует построить еще один Legoland. Как и парки Диснея, парки Merlin ориентированы на семейный отдых, но у Merlin они находятся в крупных городах или рядом с ними, они удобнее и дешевле, поэтому привлекают больше дневных посетителей.

По признанию Варни, ему не хватало финансовой компетентности и искусности при ведении переговоров — качеств, которые привнес Баратта, благодаря чему и состоялись приобретения. Также Варни признает, что покупка Merlin компанией прямых инвестиций сыграла ключевую роль в превращении мелкого оператора Sea Life в ведущего международного игрока индустрии развлечений: «Та скорость и ориентация на результат, с которыми мы провернули сделку, были бы невозможны в публичной компании. ...Без фондов прямых инвестиций мы вряд ли бы стали тем, чем являемся сегодня».

В начале 2010 г. компания начала планировать выход на публичный рынок²². Теперь она стала намного более крупной и диверсифицированной, с куда более многообещающими перспективами, чем в 1999 г., когда принадлежала Vardon.

TRAVELPORT, LTD.

В эпоху, когда экономичное производство стало мантрой в корпоративном мире, остается все меньше и меньше компаний, откровенно нуждающихся в модернизации рабочих процессов. Однако поставщик услуг для индустрии путешествий Travelport то и дело демонстрировал неэффективность, чем разжигал аппетит у фондов прямых инвестиций. Кроме того, он извергал обильный денежный поток — \$554 млн в 2006 г., который мог выдержать долг в несколько миллиардов долларов. Короче говоря, Travelport был идеальным кандидатом для LBO.

Когда материнская компания Cendant Corporation выставила Travelport на продажу в 2006 г., Пол Шорп из Blackstone поспешил оформить предложение на торги. В Citicorp Venture Capital, где Шорп работал до прихода в Blackstone, он в 2003 г. руководил инвестициями в Worldspan Technologies, одного из главных конкурентов Travelport, где ему удалось сократить расходы. План Шорпа по Travelport предусматривал аналогичное традиционное сокращение расходов в купе со слияниями и продажей активов, чтобы сформировать более крупную и вместе с тем более гибкую компанию.

Этой сделкой Blackstone замыкала круг, начатый одной из самых первых ее инвестиций: Cendant была реинкарнацией держателя гостиничной франшизы HFS, которым Blackstone владела в начале 1990-х гг. Компанию до сих пор возглавлял Генри Сильверман, бывший партнер Blackstone, которого страховщик Prudential вынудил уйти в 1991 г. После десятков поглощений Cendant превратилась в разветвленный франчайзинговый и туристический бизнес, включавший такие бренды, как сеть отелей Wyndham, сеть проката автомобилей Avis & Budget, брокерские агентства недвижимости Coldwell-Banker и Century 21, а также Travelport с дочерней компанией онлайн-бронирования Orbitz.com.

На протяжении многих лет Cendant утоляла жажду фондового рынка на устойчивый и предсказуемый рост доходов и прибылей за счет десятков приобретений. К сожалению, эта стратегия порой шла вразрез с максимизацией потенциала приобретаемых компаний, поскольку реструктуризация может приостановить рост доходов, увеличить расходы и привести к списаниям, что негативно отразится на прибылях в краткосрочной перспективе. В 2005 г. стратегия Cendant, ориентированная на непрерывные приобретения, перестала окупать себя на фондовом рынке, и Сильверман, посвятивший 15 лет жизни созданию своей империи, пришел к выводу, что отдельные части Cendant стоят больше, чем целое. Компания объявила о разделении на четыре части. Когда в следующем году Cendant выставила на продажу Travelport, Blackstone предложила за нее \$4,3 млрд, тем самым перебив предложение Apollo. Blackstone вложила \$775 млн из требуемых \$900 млн капитала, а остальное предоставил венчурный фонд Technology Crossover Ventures. (Через пять месяцев после закрытия сделки подразделение прямых инвестиций One Equity Partners банка JPMorgan Chase внесло еще \$125 млн. Впоследствии Blackstone также увеличила свои инвестиции, немного превысившие \$800 млн.)

Незадолго до продажи Travelport Сильверман назначил ее генеральным директором Джеффри Кларка, опытного специалиста по сокращению затрат. Кларк руководил процессом интеграции Compaq Computer в Hewlett-Packard, после того как в 2002 г. эти два конкурирующих производителя компьютеров провели слияние. Сокращение 25 000 рабочих мест обеспечило экономию более \$3 млрд в год и подготовило почву для того, чтобы HP стала крупнейшим производителем ПК в мире, обогнав Dell.

Travelport, которая была продуктом 22 поглощений, сделанных за четыре года, созрела для скальпеля Кларка, и сразу после закрытия сделки в августе 2006 г. он приступил к работе. Ему помогал Патрик Бурк, ветеран технологической отрасли, нанятый Шорром по старой памяти: в свое время Бурк успешно справился с урезанием расходов в Worldspan, чьим приобретением Шорр руководил в своей прежней компании. Первая волна сокращений обрушилась на очевидные

избыточные расходы. 25 центров обработки данных Travelport, накопившихся в процессе лихорадочных приобретений, были сокращены до трех, что позволило уволить несколько сотен штатных сотрудников и работавших по контракту. За ними последовали ИТ-специалисты, после того как Кларк закрыл сотни дорогостоящих проектов по разработке новых продуктов и направил ресурсы примерно на 20 проектов, признанных наиболее важными.

Два дальнейших шага позволили сэкономить еще \$60 млн в год: Travelport отказалась от нескольких тысяч арендованных выделенных телефонных линий, использовавшихся для связи с турагентами, и перешла на гораздо более дешевые интернет-каналы, а также разорвала дорогостоящий контракт с IBM по обслуживанию инфраструктуры мейнфреймов, заменив последние более дешевыми серверами, которые могла обслуживать своими силами. Весной 2007 г. денежные потоки стали настолько устойчивыми, что Travelport сумела занять \$1,1 млрд и выплатить большую их часть в качестве дивидендов. Благодаря этому Blackstone и Technology Crossover уже через семь месяцев практически полностью окупили свои инвестиции.

Пока Кларк занимался оптимизацией внутренних процессов, Шорр организовывал сделки, договариваясь о покупке Worldspan у ее собственника, фонда прямых инвестиций, и подготовив Orbitz к выделению в отдельную компанию и выводу ее на биржу. Приобретение Worldspan должно было усилить основной бизнес Travelport по предоставлению услуг турагентствам и авиакомпаниям. Отделение ориентированной на розничных клиентов Orbitz, на которую приходилось около 30% доходов Travelport, превратило бы последнюю в специализированного поставщика услуг для корпоративных клиентов, тем самым устранив скрытый конфликт интересов между розничным и оптовым сегментами ее бизнеса. (Orbitz конкурирует и с клиентами Travelport — турагентствами, и с другими туристическими веб-сайтами, использующими системы бронирования Travelport.)

Worldspan могла значительно увеличить долю рынка Travelport среди турагентств, особенно в Европе, и у нее имелись более продвинутое технологии, которые можно было встроить в систему бронирования Galileo, разработанную Travelport. У них также совпадали клиентские базы авиакомпаний: Travelport обслуживала United Airlines, а Worldspan работала с Delta и Northwest. Вместе они могли конкурировать на равных с двумя ведущими на тот момент системами бронирования — Sabre, номером один в Соединенных Штатах, и Amadeus, лидером рынка в Европе.

Сделка с приобретением Worldspan за \$1,4 млрд была подписана в декабре 2006 г. Почти всю эту сумму выплатили за счет новых займов. В июле 2007 г. Travelport продала 41% акций Orbitz на публичном

рынке, а вырученные \$477 млн использовала для погашения долга. Меньше чем через год после LBO компания радикально преобразилась.

После закрытия сделки по слиянию с Worldspan в августе 2007 г. начался второй тур сокращения расходов, который после устранения дублирующих затрат принес еще \$195 млн экономии. По подсчетам Кларка, Travelport в течение трех лет после LBO сокращала операционные расходы на \$390 млн в год — ошеломляющий показатель. В 2008 г., в первый год после поглощения Worldspan, он составил 54% от денежного потока. Другими словами, приобретение Worldspan и последующее сокращение затрат удвоили денежный поток Travelport.

В процессе преобразований были уволены 1600 сотрудников, и еще 600 рабочих мест закрыто в результате естественного убывания персонала, но после LBO компания создала 1600 новых рабочих мест, в том числе наняла для обслуживания новых серверов специалистов по операционной системе Linux взамен прежнего штата программистов, обслуживавших мейнфреймы IBM. Таким образом, в общей сложности было сокращено 600 рабочих мест, т. е. около 10% всей рабочей силы Travelport и Worldspan, без учета Orbitz. Новых сотрудников в основном нанимали в Восточной Европе, Индии и на Ближнем Востоке, и в целом они были моложе и оплачивались ниже, чем их предшественники.

«Приобретение и интеграция Worldspan стали крупнейшим драйвером роста стоимости за все время моей работы в компании», — говорит Кларк. По его оценкам, во многом благодаря эффекту синергии, достигнутому в результате слияния двух компаний, «Blackstone фактически приобрела Worldspan по фантастически низкой цене — менее 4-кратного денежного потока».

Сильверман увидел этот потенциал еще несколькими годами ранее, когда рассматривал вопрос о покупке Worldspan, однако для сокращения затрат Cendant пришлось бы прибегнуть к большим списаниям, что навредило бы ее прибылям. «В Travelport можно было провести массу интересных мероприятий, которые мы, как публичная компания, осуществить не могли», — объясняет Сильверман. А Blackstone, сосредоточенной на создании долгосрочной стоимости приобретенной компании, не нужно было беспокоиться о том, что Travelport обязана отражать в финансовой отчетности нематериальные расходы, как того требуют правила бухгалтерского учета для публичных компаний. Поэтому Blackstone смогла извлечь выгоды из реструктуризации.

Даже когда по ней ударил спад в туристической отрасли вследствие рецессии, Travelport продолжала извергать денежные потоки — примерно \$650 млн в 2009 г. Это позволило ей воспользоваться падением на кредитных рынках и выкупить часть своих облигаций номинальной стоимостью более \$1 млрд по бросовой цене из расчета 46% от номинала, сократив общий объем задолженности до \$4 млрд. При таком размере

долга ее денежный поток почти в 2,5 раза превышал расходы на выплату процентов, что обеспечивало компании значительный запас прочности.

Поскольку Blackstone вернула практически все вложенные ею деньги за счет выплаченных в 2007 г. дивидендов, то почти все, что она получала впоследствии, становилось ее прибылью²³. Даже если бы Blackstone продала компанию во время рецессии в 2009 г., она бы удвоила свои вложения²⁴. С учетом того, что в 2010 г. туристический рынок начал восстанавливаться и цены снова двинулись вверх, эта сделка обещает принести еще бóльшую отдачу, когда Blackstone решит наконец-то осуществить продажу.

Ни одна из этих инвестиций не имела целью исключительно сокращение затрат. В каждом случае Blackstone сделала приобретения, которые расширили и радикально преобразовали бизнес. Только в Travelport сокращение затрат являлось ключевым элементом стратегии, но даже здесь наибольшая экономия была достигнута за счет устранения дублирующих функций после поглощения Worldspan.

В действительности ни одна из этих трех сделок не подходит под простую модель LBO. Многие другие инвестиции Blackstone также отклонялись от этой парадигмы. Когда она профинансировала создание двух перестраховочных компаний после терактов 11 сентября, это было чистым вложением собственного капитала, без использования кредитного плеча. Другие крупные проекты, такие как нефтегазо-разведывательная компания Kosmos Energy, созданная Blackstone вместе с Warburg Pincus в 2004 г., и энергетическая компания Sithe Global Power, занимающаяся строительством и эксплуатацией электростанций, являлись стартапами. Злополучные инвестиции Blackstone в немецких операторов кабельного телевидения в 2000–2001 гг. также имели больше общего с инвестициями в стартап, чем со стандартным выкупом, основанным на существующем денежном потоке. Обе компании были куплены с привлечением заемных средств, однако капитал, вложенный Blackstone и другими инвесторами, использовался для финансирования модернизации кабельных систем, с тем чтобы создать полноценные телекоммуникационные компании, предлагающие наряду с кабельным телевидением услуги телефонной связи и доступа в Интернет.

Все эти инвестиции объединяет одна общая черта — во всех случаях Blackstone поддерживала компании в проведении сложных преобразований, которые было бы трудно, если не невозможно осуществить при прежних владельцах и в противостоянии с силами публичного рынка. Генеральные директора Херберг, Варни, Сильверман и Кларк, как и Дэвид Вейдман из Celanese, подтверждают, что

столкнулись с препятствиями, когда пытались провести крупные изменения в бизнесе, являвшемся частью публичных компаний, вынужденных поддерживать стабильные прибыли, даже если изменения обещали улучшение финансовых показателей в долгосрочной перспективе. Будучи приобретенными фондами прямых инвестиций, компании и их менеджмент получили в свое распоряжение несколько лет на осуществление преобразований. Новые собственники были готовы идти на сопряженные с изменениями риски. В качестве автономных организаций и под контролем фондов эти компании смогли в гораздо большей степени реализовать свой потенциал²⁵.

Помимо давления со стороны публичных акционеров, требующих от руководства быстрых результатов, системы вознаграждения в публичных компаниях зачастую не создают для менеджмента стимулов для максимизации долговременной стоимости. Очень часто они ориентированы на достижение краткосрочного успеха — взять хотя бы печально известные бонусные программы в крупнейших банках. В предшествовавшие финансовому кризису годы эти программы поощряли банкиров и трейдеров идти на огромные сиюминутные риски, впоследствии потопившие (или едва не потопившие) их учреждения.

Вознаграждения, которые устанавливаются фондами прямых инвестиций, носят совершенно иной характер. Бонусы привязываются к увеличению денежного потока или превышению других контрольных показателей в среднесрочной перспективе. Но основным источником вознаграждения для менеджеров являются пакеты акций, причем обналить их они могут только после продажи компании. Это мощный стимул, заставляющий менеджеров сосредоточиться на совершенствовании бизнеса, чтобы сделать его более привлекательным для покупателей. Генеральные директора и другие топ-менеджеры не просто получают акции или опционы на них — их обязывают вкладывать деньги в свои компании. Следовательно, они рискуют собственными деньгами²⁶.

Кроме того, если топ-менеджер не оправдывает ожиданий, его быстро выставляют за дверь, поскольку члены совета директоров назначаются новыми собственниками, а не генеральным директором, как это нередко бывает на практике в крупных компаниях, причем уволенный топ-менеджер не уходит обогащенным. В публичных же компаниях при увольнении генеральный директор слишком часто получает право на исполнение опционов на акции, поэтому уходит с целым состоянием. А фонды прямых инвестиций, как правило, структурируют компенсационные пакеты таким образом, что руководители в таком случае утрачивают право на акции; выходное же пособие обычно бывает мизерным по сравнению с пособием

КОРОЛЬ КАПИТАЛА

в публичных компаниях — в лучшем случае в размере базового оклада за один-два года.

Хотя трудно точно измерить, как подобное сочетание интересов менеджеров и акционеров сказывается на компаниях, приобретенных фондами прямых инвестиций, оно является важнейшим компонентом этой альтернативной формы собственности, особенно когда компания нуждается в смене курса.

СЛЕДУЙТЕ ЗА ДЕНЬГАМИ*

Несложно понять, почему на крупные компании, управляющие фондами прямых инвестиций, уже начали писать некрологи. В начале второго десятилетия нового века их бизнес, казалось, находился в ужасном, даже предсмертном состоянии. Некоторые считали, что его постигнет та же участь, что и сектор венчурного капитала в 2000-е гг., который сократился до малой доли от своего прежнего размера. Такое уже случилось в конце 1980-х гг., когда рыночная конъюнктура выпотрошила фонды прямых инвестиций. Прошло больше 18 лет, прежде чем были побиты рекорды, установленные KKR в 1986 и 1988 гг. сделками с Beatrice Foods и RJR Nabisco, и только в 2002 г. KKR удалось превзойти в размерах свой фонд 1987 г. с капиталом в \$6,1 млрд.

Конкурентную среду в сфере прямых инвестиций однозначно ожидают перемены, когда инвесторы фондов определяют, чьи портфели выдержали испытания на прочность, а чьи понесли непростительные или катастрофические потери. Apollo, Cerberus, Thomas H. Lee Partners и другие компании, которые ошибались чаще других, будут скептически восприняты инвесторами при следующем раунде сбора средств для своих фондов, если только не сумеют компенсировать убытки благодаря грамотным инвестициям на дне рынка.

Но при всех своих проблемах отрасль прямых инвестиций пережила кризис гораздо лучше, чем другие поставщики капитала. В отличие от коммерческих и инвестиционных банков, понесших

* Смысл этого выражения: если вы хотите узнать скрытые пружины какого-то действия, постарайтесь выяснить, кому оно выгодно. Эту фразу, в частности, говорил в фильме «Вся президентская рать» информатор корреспондента *Washington Post* Боба Вудварда, с целью вывести журналиста на тех, кто финансировал проникновение в штаб-квартиру демократической партии в отеле «Уотергейт» и установку в ней подслушивающей аппаратуры (это были члены администрации президента Ричарда Никсона). — *Прим. ред.*

астрономические убытки по ипотечным продуктам и дериватавам, большая часть ее капитала осталась нетронутой. Фонды, сформированные в 2005–2007 гг., вероятно, покажут разочаровывающую доходность, как и большинство фондов, созданных на взлете рынка в конце 1980-х и 1990-х гг. Но главное значение будет иметь то, как прямые инвестиции в качестве класса активов сработают по сравнению с другими категориями инвестиций.

Несмотря на все риски использования кредитного плеча и немалое число пошедших ко дну купленных компаний, фонды прямых инвестиций опередили крупные пенсионные фонды по совокупной среднегодовой доходности за последние три года, пять и десять лет¹. Следовательно, для управляющих пенсионными фондами, которым нужно компенсировать убытки, понесенные на вложениях в акции и недвижимость в 2007–2009 гг., вложение в фонды прямых инвестиций будет казаться весьма привлекательной альтернативой.

Даже без новых взносов фонды прямых инвестиций располагают примерно \$500 млрд капитала, и это в то время, когда другие институты отчаянно в нем нуждаются². Такие огромные запасы гарантируют, что отрасль прямых инвестиций будет играть важнейшую роль в период восстановления экономики. В конце 2009 г. она уже начала возрождаться — точно так же, как это было в 2002 г., когда экономика и рынки все еще лежали в руинах после взрыва технологического пузыря и терактов 11 сентября.

Первым признаком возвращения к жизни стала серия сделок с проблемными долгами — традиционный начальный раунд нового инвестиционного цикла. Опытные инвесторы-стервятники, такие как Oaktree Capital Management, Ares Management и Cerberus, начали рыскать в поисках долгов проблемных компаний в надежде получить над ними контроль. Многие из этих жертв принадлежали фондам прямых инвестиций. Apollo, сделавшая себе имя как успешный инвестор-стервятник в начале 1990-х гг., когда она подбирала остатки финансирувавшихся через Drexel компаний, быстро подключилась к охоте, перехватив контроль над обанкротившимся немецким производителем кровельных материалов Monier Group у одной из крупнейших во Франции компаний прямых инвестиций PAI Partners. Затем на пару с Ares она выкупила обанкротившегося производителя алюминия Aleris, принадлежавшего TPG, после чего в партнерстве с Cerberus и Goldman Sachs поглотила британского оператора казино Gala Coral Group, которым владели три крупнейшие британские компании по управлению фондами прямых инвестиций, Permira, Candover и Cinven³. Но игра в стервятников — палка о двух концах, как вскоре обнаружила Apollo, когда контроль над принадлежащим ей британским франчайзинговым агентством недвижимости Countrywide захватила, скупив его долги, Ares⁴.

В большинстве случаев после «нападения» инвесторов-стервятников компании продолжали свою деятельность. Владельцы и скупившие долги фонды просто боролись за то, кто и сколько потеряет и кто в конечном итоге получит контроль над компанией, — безжалостные меркантильные нравы Уолл-стрит проявлялись здесь во всей красе.

Помимо проблемных долгов, с конца 2008 г. тонкая струйка капитала потекла из сектора прямых инвестиций на выручку банкам. J. C. Flowers & Company, инвестирующая только в финансовые институты, в партнерстве с другими инвесторами купила в Калифорнии у федеральных банковских регуляторов обанкротившегося ипотечного кредитора IndyMac. Проанализировав более 40 финансовых организаций, Blackstone в мае 2009 г. объединилась с Carlyle, Centerbridge Partners (компанией прямых инвестиций, основанной бывшим партнером Blackstone Марком Галлогли) и специалистом по оздоровлению бизнеса Уилбуром Россом, чтобы купить флоридский BankUnited, — эту сделку тоже курировали регулирующие органы⁵.

В конце 2009 г. Blackstone перешла к более традиционным инвестициям. Она приобрела сеть тематических парков Busch Gardens за \$2,7 млрд у пивоваренной компании Anheuser-Busch InBev NV, пополнив свой портфель операторов развлечений наряду с Merlin Entertainment и Universal Orlando. Одна из ее компаний Pinnacle Foods, владеющая известными брендами мясных продуктов Swanson и Armour, купила за \$1,3 млрд производителя замороженных продуктов Birds Eye. Фонд недвижимости Blackstone тем временем пришел на спасение двум испытывающим финансовые проблемы операторам коммерческой недвижимости, купив 50%-ную долю в офисном комплексе Broadgate в Лондоне у British Land и 60% акций в двух торговых центрах, принадлежащих компании из Огайо⁶.

Эти новые инвестиции, безусловно, играли важную роль для бизнеса в перспективе, но, пожалуй, еще важнее было выйти из прежних инвестиций. В начале осени 2009 г. рынок IPO и кредитные рынки восстановились достаточно для того, чтобы позволить зафиксировать некоторую прибыль после двухлетнего застоя. Первой крупной компанией, выведенной на биржу, стал дисконтный ретейлер Dollar General Corporation, купленный KKR в июле 2007 г. KKR заработала 150% прибыли, доказав, что некоторые инвестиции, сделанные на взлете рынка, все-таки могут принести приличную отдачу. Blackstone быстро последовала ее примеру, проведя IPO поставщика медперсонала для больниц и других учреждений Team Health, получив более чем двойную прибыль по инвестициям четырехлетней давности. Вскоре после этого она вывела на рынок Graham Packaging, которой владела с 1998 г., получив весьма скромную прибыль. В конце 2009 г. Carlyle, Cerberus, TPG и другим тоже удалось провести IPO некоторых подконтрольных им компаний.

К тому времени корпорации также вышли из спячки и снова начали покупать, открыв еще один путь для выхода из инвестиций. Фармацевтический гигант GlaxoSmithKline заплатил \$3,6 млрд за производителя дерматологических препаратов Stiefel Laboratories, на четверть принадлежавшего Blackstone. Таким образом, всего за два года Blackstone заработала на этой инвестиции 40% прибыли. Несколько месяцев спустя Blackstone удвоила вложения, сделанные в 2006 г. в производителя безалкогольных напитков Orangina Schweppes Group, когда японская Suntory Holdings приобрела его за \$2,7 млрд⁷. Между тем Kosmos Energy, созданная Blackstone и Warburg Pincus в 2004 г. и занимающаяся разведкой нефти у западного побережья Африки, получила предложение о продаже одного из месторождений, где она обнаружила большие залежи нефти. Это сулило огромную прибыль для инвесторов Kosmos⁸.

Даже рекапитализация с целью выплаты дивидендов снова вернулась на сцену. Несмотря на то что кредитные рынки открылись еще далеко не полностью, благополучные компании снова могли делать заимствования, и фонды прямых инвестиций ухватились за возможность извлечь деньги из своих компаний. Принадлежащий Blackstone оператор больниц Vanguard Health Systems взял новый долг и выплатил \$300 млн дивидендов⁹. Поразительно, но оператор сети медицинских учреждений HCA, приобретенный KKR за \$33 млрд в 2006 г., преуспевал настолько, что в начале 2010 г. сумел сделать займы и дважды выплатить дивиденды своим собственникам на общую сумму \$2,3 млрд, после чего подал документы для выхода на публичный рынок¹⁰.

Фиксация прибыли имеет решающее значение для сектора прямых инвестиций, поскольку позволяет вновь запустить в работу механизм привлечения средств. Каждый доллар, возвращенный инвесторам, уменьшает активы под управлением фондов прямых инвестиций и подлежит замене. Это первый шаг к восстановлению действенного цикла получения прибылей и привлечения новых средств, поддерживавшего бизнес в 2000-х гг.

Что касается ближайшего будущего, то объемы капитала, находящиеся в распоряжении фондов прямых инвестиций, скорее всего, сократятся, поскольку активы их инвесторов упали в стоимости, а вместе с этим — и абсолютные суммы для возможных вложений. После двух лет обивания порогов инвесторов¹¹ Blackstone в начале 2010 г. сумела собрать всего \$12 млрд для своего нового фонда прямых инвестиций — огромный шаг назад по сравнению с \$21,7 млрд, с которыми она закрыла предыдущий фонд в 2007 г. KKR пришлось вообще отложить планы по сбору средств в 2009 г., потому что ее инвесторы были опустошены. Пулы активов фондов прямых инвестиций будут медленно сокращаться до тех пор, пока они не реализуют прибыли по своим компаниям и не отправят полученные деньги пенсионным фондам и другим инвесторам.

Тем не менее долгосрочные тенденции работают в пользу сектора прямых инвестиций. Так, в результате старения населения в развитых странах доступные для инвестирования активы пенсионных фондов будут только расти, и сфера прямых инвестиций, вероятно, будет получать все большую долю от увеличивающегося объема денег. В 2009 г., когда отрасль прямых инвестиций уже считали умершей, три крупнейших государственных пенсионных фонда, устанавливающих тенденции, — калифорнийские CalPERS и CalSTRS и пенсионный фонд штата Нью-Йорк — приняли решение увеличить долю вложений в нее¹².

В посткризисную эпоху сфера прямых инвестиций, безусловно, изменится по сравнению с тем, какой она была в 2006–2007 гг. Даже ведущие игроки называют тот период удивительным — слишком хорошим, чтобы быть реальным. Сегодня заключенные в тот период сделки размером \$20 млрд и более кажутся аномальными, как в свое время и сделка с RJR Nabisco, почти в четыре раза превосходившая по размеру предыдущее крупнейшее LBO. Многие эксперты считают, что может пройти примерно два десятилетия, прежде чем отрасль прямых инвестиций вновь вернется к сделкам масштаба TXU, EOP или Hilton. Однако для нее самой и в свете ее значения для рынка капитала гораздо важнее не то, когда состоится следующее LBO за \$40 млрд, а как скоро возобновятся сделки размером \$5–10 млрд — именно они способны поддерживать функционирование фондов прямых инвестиций на докризисном уровне.

Когда же LBO вернутся, они не достигнут колоссальных масштабов середины 2000-х гг. Ведь именно секьюритизация кредитов, выданных для LBO, и мусорные облигации, а также ипотечные кредиты и другие разновидности долга привели к формированию кредитного пузыря и последующему кризису. В то же время долговые рынки стали гораздо более сложными и глубокими, чем в 1980-х гг., когда крах одного банка Drexel Burnham на несколько лет заморозил бизнес LBO. Два десятилетия спустя масса финансовых учреждений по всему миру предоставляет финансирование для сделок по выкупу компаний на заемные средства.

Несмотря на сжатие кредитного рынка, у сектора прямых инвестиций есть солидный фундамент для восстановления, а именно \$500 млрд капитала в резерве. Одна только Blackstone в начале 2010 г. имела в распоряжении \$29 млрд капитала, доступного для инвестирования в корпоративные LBO, недвижимость и долги — крупнейший резерв среди всех компаний прямых инвестиций. Если судить по прошлым временам, эти деньги могут принести высокую доходность, поскольку инвестиции, сделанные в период экономического спада, обычно показывали наилучшие результаты. LBO, осуществленные в 1991–1992 и 2001–2002 гг., в среднем принесли доходность в 30% — почти вдвое больше, чем инвестиции, сделанные в другие годы, а самыми успешными фондами

оказались те, что были сформированы и инвестированы на дне экономического цикла¹³.

Однако долговременное выживание отрасли гарантируют не только эти колоссальные резервы капитала, но и ее уникальная роль в современной экономике. Сегодня лучше всего рассматривать прямые инвестиции как параллельный рынок капитала и альтернативную переходную форму корпоративной собственности. В отличие от денег, привлекаемых компаниями на рынках акций и облигаций или через банковские ссуды, этот капитал поступает вместе с определенным планом действий, и инвесторы имеют право следить за тем, чтобы этот план исправно исполнялся. Другими словами, фонды прямых инвестиций берут на себя риски, от которых отказываются другие инвесторы, в обмен на контроль и высокую доходность.

Сделки по выкупу компаний на заемные средства по-прежнему остаются эталоном, и они снова выйдут на передний план, когда восстановятся долговые рынки, однако не только они теперь характеризуют сферу прямых инвестиций. На дне делового цикла ее капитал направляется на *уменьшение* долговой нагрузки проблемного или обанкротившегося бизнеса и приобретение долгов с большими скидками, так как инвестиции в недостаточно капитализированные и бедствующие компании имеют наибольший потенциал роста после выхода экономики из рецессии. В хорошие времена инвестиции идут в компании, нуждающиеся лишь в операционных улучшениях. Часть денег также вкладывается в стартапы, как это было, когда Blackstone участвовала в создании двух перестраховочных компаний после терактов 11 сентября и нефтегазоразведывательной компании Kosmos Energy.

Все эти разновидности прямых инвестиций, за исключением обычной торговли долгами, объединяет то, что они служат мостом между двумя этапами жизни компаний. Аналогично тому, как венчурные инвесторы финансируют начинающие компании и передают им навыки управления и маркетинга, так и прямые инвестиции развились в альтернативную форму собственности, преуспевающую там, где проигрывают другие формы капитала и собственности. Целью могут становиться публичные компании, такие как Celanese или Safeway, не сумевшие оптимизировать бизнес и не способные максимизировать его стоимость в долгосрочной перспективе, или крупные дочерние структуры публичных компаний, такие как Travelport или Hertz, страдающие от неэффективного управления. В некоторых случаях, как с Merlin и Gerresheimer, фонды прямых инвестиций могут вмешаться тогда, когда материнские компании препятствуют амбициозным устремлениям подконтрольных им организаций. Наконец, они инвестируют в проблемные и нуждающиеся в оздоровлении компании, обеспечивая их необходимым капиталом и принимая на себя риски, пока бизнес встает на ноги.

Не только сами по себе прямые инвестиции, по сути, вышли за рамки LBO. За рамки этого бизнеса вышли и сами управляющие компании. «Сегодня все крупные компании прямых инвестиций находятся в процессе преобразования из специализирующихся на LBO в управляющих альтернативными инвестициями»¹⁴, — утверждает Дэвид Рубинштейн, один из основателей Carlyle. Преодолев последний экономический спад, Blackstone и большинство других равных ей компаний превратились в глобальных игроков, управляющих разнообразными категориями активов и инвестирующих в страны с развивающейся экономикой, такие как Индия и Китай. Три из них, Fortress, Blackstone и (хотя и с большим опозданием) KKR, вышли на публичный рынок, и вскоре к ним надеется присоединиться Apollo, — этот процесс заставил их совершить переход от тайных личных вотчин к статусу публичных финансовых институтов.

Сектору прямых инвестиций еще предстоит столкнуться с кризисом рефинансирования в 2012–2014 гг., когда компаниям, приобретенным на взлете рынка, нужно будет погасить кредиты и облигации, а также привлечь новое финансирование. Разумеется, среди этих компаний есть такие, что стоят меньше своих долгов и будут взяты под контроль кредиторами, так что владеющим ими фондам придется списать свои инвестиции. Но прогнозируемая катастрофическая волна банкротств — это, скорее всего, преувеличение. У кредиторов и фондов прямых инвестиций есть несколько лет на то, чтобы пересмотреть условия и отодвинуть сроки погашения долгов¹⁵.

В 2009–2010 гг. были пересмотрены, уменьшены или продлены займы на миллиарды долларов, и, когда подойдут сроки их погашения, масса таких кредитов, несомненно, будет рефинансирована или продлена. Например, к весне 2010 г. Blackstone сократила общую сумму долгов своих компаний, истекших, согласно первоначальным договоренностям, в 2013 г., с \$34 млрд до всего лишь \$15 млрд через комбинацию таких мер, как реструктуризация, продление сроков и выкуп долговых обязательств¹⁶. Ее конкуренты аналогичным образом уменьшили общие объемы своих долгов, чтобы избежать кризиса рефинансирования. Разумеется, час расплаты неизбежно настанет, но он не пустит ко дну ни сектор прямых инвестиций, ни экономику в целом.

Более того, стесненные условия, в которых сегодня находятся банки, могут даже сыграть на руку сфере прямых инвестиций, вынудив крупные банки сократить деятельность в тех направлениях, где они посягнули на ее территорию. Например, в число крупнейших конкурентов группы недвижимости Blackstone входили подразделения инвестиций в недвижимость Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch и Lehman Brothers. Понеся большие убытки, все они сократили или свернули свою деятельность в области прямых инвестиций в недвижимость¹⁷. Администрация Обамы вышла с предложением запретить

банкам вкладывать свой капитал в LBO, что устранит таких мощных конкурентов, как Goldman Sachs Capital Partners и подразделения прямых инвестиций других ведущих банков, включая Citigroup, Morgan Stanley и Credit Suisse.

В то время как банки отступают, компании прямых инвестиций продолжают вторгаться на территорию банков, как это с самого начала делала Blackstone, создав у себя группу M&A и группу реструктуризации. В 2007 г. KKR объявила об организации собственного подразделения ценных бумаг, которое будет заниматься размещением акций и облигаций. Хотя подразделение было создано в первую очередь с целью обслуживания компаний из портфеля KKR, чтобы отстранить банки от организации сделок и собирать комиссионные за андеррайтинг самостоятельно, KKR не ограничивает его деятельность оказанием внутрикорпоративных услуг. В 2010 г. это подразделение участвовало уже более чем в 15 размещениях, включая выпуск облигаций для ведущего британского футбольного клуба Manchester United, чьи акции KKR не владела вообще¹⁸.

«Если мы не будем постоянно обновляться, то умрем»¹⁹, — любит повторять Шварцман своим подчиненным. В конце концов, существуют тысячи источников чистого капитала. Весь фокус в том, чтобы дополнить его чем-то иным.

В разгар потрясений на финансовых рынках Blackstone придерживалась этого принципа, реализуя концепцию прямых инвестиций в Китае. Вслед за покупкой суверенным инвестфондом Chinese Investment Corporation пакета акций Blackstone в 2007 г. сама Blackstone приобрела за \$500 млн миноритарный пакет акций в государственной химической компании China Bluestar и согласилась помочь ей с приобретением химических компаний по всему миру. Два года спустя группа недвижимости Blackstone в партнерстве с местным китайским застройщиком инвестировала в строительство торгового центра. Вслед за этим Blackstone запустила новый, номинированный в юанях, фонд прямых инвестиций на \$730 млн, который будет инвестировать в регионе Шанхая. (Carlyle создала аналогичный фонд в Пекине.)

Причина этих успехов Blackstone не в ее капитале — у китайцев капитала в избытке. Инвестируя в эту быстро развивающуюся экономику, компания привносит свои финансовые и управленческие навыки вкупе с глубоким знанием рынков. Со своей стороны, Chinese Investment Corporation сообщила, что собирается инвестировать \$500 млн в фонд хедж-фондов Blackstone, тем самым открывая для компании еще один обильный источник капитала.

По выходе из кризиса оказалось, что портфель LBO Blackstone пережил потрясения лучше, чем портфели многих ее конкурентов. А благодаря отставанию в гонке по запуску публичных инвестиционных

фондов, Blackstone избежала обвалов, от которых пострадали публично торгуемые фонды Apollo, Carlyle и KKR. Blackstone остается самым крупным игроком среди всех компаний, управляющих фондами прямых инвестиций (только Carlyle приближается к ней по объему капитала, находящегося под управлением), и обладает самым диверсифицированным среди них бизнес-портфелем.

25 лет спустя Blackstone по-прежнему соответствует модели, разработанной для нее Питерсоном и Шварцманом в 1985 г., — модели нового финансового института, построенного на основе прямых инвестиций, вокруг которого создаются дополнительные ниши по мере появления благоприятных возможностей. И, как показывает сотрудничество с китайцами, Шварцман не потерял сноровки в деле привлечения и вложения капитала и по-прежнему прокладывает для Blackstone путь к прибылям.

БЛАГОДАРНОСТИ

Еще не приступив к серьезной работе над книгой, мы уже были обязаны многим людям за их содействие. Лиа Спиро из издательского дома McGraw-Hill первой натолкнула нас на мысль подготовить пособие по прямому инвестированию для начинающих и затем убедила нас в том, что пришедшая в голову Дэвида смутная идея написать более трудоемкую книгу об истории Blackstone — гораздо интереснее. С первых дней Зоуи Пагнамента поддерживала наши усилия и обеспечила нам доступ к трем первоклассным литературным агентам, в том числе Ларри Кишбауму, который в конечном итоге и стал нашим представителем.

Мы чрезвычайно признательны Ларри за его деловую хватку, глубокое знание мира финансов и книжного дела и просто за то, что он есть. Его рассудительность и дружеское подшучивание помогли нам преодолевать неизбежные трудности в ходе трехлетней работы над проектом.

В лице Джона Махани судьба нам послала редактора, превосходно разбирающегося в нюансах исследуемой нами темы и одновременно рассматривавшего ее в перспективе, чтобы не позволить нам утонуть в мелочах. Рукопись в огромной мере выиграла от его замечаний и предложений.

Боб Тейтельман, наш босс в *The Deal*, сам писатель, с первых же дней оказывал нам моральную и интеллектуальную поддержку. Благодаря его отзывам после прочтения первого варианта рукописи мы расширили рамки повествования. Мы очень признательны Вивиан Тенорио, Кристине Идзелис и Вайпал Монга из *The Deal* за то, что они множество раз подхватывали работу в наше отсутствие. Джон также хочет поблагодарить Ариндам Наг, Сусанну Поттер и других коллег в агентстве Dow Jones, которые с пониманием относились к его занятости и беспорядочному рабочему графику на последних этапах работы над книгой. Все они вздохнут с облегчением, когда мы наконец-то покинем этот замкнутый на Blackstone мир.

Кинси Хаффнер, Шон Дейли и Адам Сакс внесли ценный вклад своими глубокими, вдумчивыми замечаниями, которые в той или иной форме были учтены в рукописи.

КОРОЛЬ КАПИТАЛА

Эта книга никогда бы не состоялась без помощи самой Blackstone. Начиная со Стива Шварцмана, Тони Джеймса, главного юриста Боба Фридмана и далее по служебной лестнице, сотрудники охотно шли нам навстречу и щедро делились своим временем как в ходе интервью, так и в последующем длительном процессе проверки фактов. Некоторые из них поначалу проявляли сдержанность, но все без исключения уважительно относились к нашей независимой точке зрения и не пытались превратить книгу в авторизованную историю Blackstone. Стив Шварцман посвятил нам времени больше, чем кто-либо другой, — более десятка пространных интервью на протяжении почти двух лет, в течение которых финансовый мир успел перевернуться с ног на голову. Его открытость и исключительная память позволили нам дополнить повествование его личной точкой зрения и точкой зрения его компании на события, происходившие в течение этого 25-летнего периода, с такими деталями, на которые мы изначально и не рассчитывали.

Мы чрезвычайно признательны Джону Форду, многолетнему пресс-секретарю Blackstone, чья порядочность и учтивость заслужили ему любовь и уважение со стороны финансовой прессы задолго до того, как возник замысел этой книги. Его знание компании было для нас бесценным, особенно на ранних этапах работы, и он ответил на сотни наших запросов, которыми мы осаждали Джона в течение года даже после его выхода на пенсию. Еще двое заслуживают особого упоминания: это Стефани Кокинос, заместитель Джона Форда (она непостижимым образом организовывала для нас интервью с партнерами, одно за другим, на ранних этапах работы над книгой, когда мы интенсивно собирали информацию) и Кристина Вески (ей выпала трудоемкая работа по проверке множества дат, цен и цифр в десятках инвестиций).

Множество других людей из мира финансов, чьи имена мы не назвали, внесли свой вклад ценными идеями, воспоминаниями и мнениями, которые помогли нам дополнить книгу важными деталями и разными точками зрения.

Всем им — наша искренняя благодарность.

ОБ АВТОРАХ

Дэвид Кэри — ведущий журналист в *The Deal*, журнале и службе новостей, базирующихся в Нью-Йорке и специализирующихся на освещении рынков прямых инвестиций и слияний и поглощений. До прихода в *The Deal* в 1999 г. работал редактором в журнале *Corporate Finance* и писал статьи для *Adweek*, *Fortune*, *Institutional Investor* и *Finance World*. Получил две степени магистра: по французской литературе в Принстонском университете и по журналистике в Колумбийском университете, а также степень бакалавра в Вашингтонском университете.

Джон Моррис — редактор в информационно-аналитическом агентстве Dow Jones Investment Banker. До прихода в агентство работал заместителем главного редактора *The Deal* в Лондоне и Нью-Йорке, где отвечал за освещение рынка прямых инвестиций. С 1993 по 1999 г. работал редактором и колумнистом в журнале *American Lawyer*. Степень бакалавра получил в Калифорнийском университете в Беркли, степень доктора права — в Гарвардском университете. Прежде чем стать журналистом, в течение шести лет занимался юридической практикой в Сан-Франциско.

ПРИМЕЧАНИЯ

Многие основные сведения о прямых инвестициях Blackstone — суммы сделок, даты их закрытия, объемы инвестированного собственного капитала, размеры прибылей, ставки доходности, стратегические планы, лежащие в основе конкретных инвестиций, и отчеты о практической их реализации — взяты из конфиденциальных проспектов, известных как меморандумы о закрытом размещении ценных бумаг пятого и шестого фондов Blackstone. Авторам был предоставлен доступ к меморандумам. Эти документы выдаются потенциальным инвесторам в фонды Blackstone и не подлежат публичному раскрытию. Все факты, полученные из данных источников, впоследствии получили подтверждение со стороны Blackstone.

Сотни других фактов, непосредственно относящихся к Blackstone, также были подтверждены компанией в письменном виде на завершающем этапе работы над книгой. Эти факты касаются самых разных вопросов — от дат и сумм сделок до содержания дискуссий и последовательности событий. Данную информацию авторы первоначально получили в ходе интервью в компании и за ее пределами, а также из различных документов.

Blackstone ни на одном этапе не просматривала рукопись, поэтому представленные в тексте характеристики, наблюдения, выводы и мнения не согласовывались с Blackstone и не правились ею.

В качестве условия своего сотрудничества Blackstone потребовала, чтобы авторы сверяли с ней все цитаты и факты, непосредственно связанные с компанией и ее сотрудниками, — условие, которое обычно ставится большинством людей и компаний, когда они имеют дело с журналистами. Ни один из сотрудников Blackstone, ни сама компания не внесли существенных изменений ни в одну цитату за исключением фактических и грамматических ошибок, а также неразъясненных положений. Из сотен цитат, включенных в книгу, лишь малая часть была изменена каким-либо образом. Поскольку мы брали интервью у большинства сотрудников Blackstone по нескольку раз и впоследствии сверяли правильность цитат через письменные запросы, даты интервью не указаны.

Некоторые источники согласились беседовать только на условиях анонимности. Поскольку во многих случаях другие части тех же

интервью были даны официально, а источники и даты этих интервью указаны в примечаниях к книге, мы не стали указывать даты анонимных интервью.

СОКРАЩЕНИЯ

Проспект IPO: проспект по форме 424B4, Blackstone Group LP, от 21 июня 2007 г., доступен на сайте www.sec.gov/edgar.shtml.

PPM for VCP V: Конфиденциальный меморандум о закрытом размещении ценных бумаг фонда Blackstone Capital Partners V (без даты) и дополнения от апреля и октября 2005 г.

PPM for VCP VI: Конфиденциальный меморандум о закрытом размещении ценных бумаг фонда Blackstone Capital Partners VI (без даты) и обновленные результаты по инвестициям на 31 декабря 2008 г.

NYT: *New York Times*

WSJ: *Wall Street Journal*

ДОПОЛНИТЕЛЬНАЯ ЛИТЕРАТУРА

Anders, Merchants: George Anders, *The Merchants of Debt: KKR and the Mortgaging of American Business* (Washington, DC: Beard Books, 2002; originally published by Basic Books, 1992).

Auletta, Greed: Ken Auletta, *Greed and Glory on Wall Street: The Fall of the House of Lehman* (New York: Warner Books, 1986).

Baker and Smith, Capitalists: George P. Baker and George David Smith, *The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value* (Cambridge, England: Cambridge University Press, 1998).

Bruck, Predators: Connie Bruck, *The Predators' Ball: The Junk Bond Raiders and the Man Who Staked Them* (New York: The American Lawyer/Simon & Schuster, 1988).

Burrough and Helyar, Barbarians: Bryan Burrough and John Helyar, *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco* (New York: Harper & Row, 1990).

Finkel and Geising, Masters: Robert A. Finkel and David Geising, *The Masters of Private Equity and Venture Capital* (New York: McGraw-Hill, 2010).

Peterson, Education: Peter G. Peterson, *The Education of an American Dreamer: How a Son of Greek Immigrants Learned His Way from a Nebraska Diner to Washington, Wall Street, and Beyond* (New York: Twelve, 2009).

Stewart, "Party": James B. Stewart, "The Birthday Party", *New Yorker*, February 11, 2008.

Wasserstein, *Big Deal*: Bruce Wasserstein, *Big Deal: The Battle for Control of America's Leading Corporations* (New York: Warner Books, 1998).

Сведения о финансовых показателях компаний взяты из квартальных и годовых финансовых отчетов по форме 10-Q и 10-K, поданных в Комиссию по ценным бумагам и биржам США и доступных на сайте www.sec.gov/edgar.shtml. Там, где мы ссылаемся на менее известные данные, нераскрытые в публичной отчетности, указывается номер документа Комиссии по ценным бумагам и биржам, а также его дата, чтобы читатели могли найти документ в Интернете.

ГЛАВА 1. ДЕБЮТАНТЫ

¹ **«Его вечеринка...» ... По слухам, выступления Стюарта...:** Landon Thomas Jr., “More Rumors About His Party Than About His Deals”, *NYT*, Jan. 27, 2007; Michael J. de la Merced, “Dealbook — Inside Stephen Schwarzman’s Birthday Bash”, *NYT*, Feb. 14, 2007; Richard Johnson with Paula Froelich, Bill Hoffmann, and Corynne Steindler, “Page Six — \$3M Birthday Party Fit for Buyout King”, *New York Post*, Feb. 14, 2007; Michael Flaherty, “Blackstone CEO Gala Sign of Buyout Boom”, Reuters, Feb. 14, 2007; Richard Johnson with Paula Froelich, Bill Hoffmann, and Corynne Steindler, “Page Six — No Room for Henry At Bash”, *New York Post*, Feb. 15, 2007; а также анонимное интервью с посетителем праздника.

² **На момент закрытия торгов...:** \$38 млрд включают доли партнеров Blackstone, не торговавшиеся публично.

³ **Выход на публичный рынок предал огласке...:** проспект IPO.

⁴ **В 2007 г. фонды прямых инвестиций...:** по данным Thomson Reuters, собранным для авторов 26 мая 2009 г.

⁵ **Поговаривали даже...:** “Behind Home Depot Rumors”, CNBC Faber Report, <http://www.cnbc.com/id/16037251>, Dec. 4, 2006.

⁶ **Одна только Blackstone владела...:** по сведениям Blackstone.

⁷ **Скажем, Goldman Sachs...:** годовой отчет Goldman Sachs Group по форме 10-K за финансовый год, закончившийся 30 ноября 2007 г., 29 января 2008 г., с. 15; Blackstone, годовой отчет по форме 10-K за 2007 г., 12 марта 2008 г., с. 11.

⁸ **В 2004 г. произошло...:** David Carey and Vipal Monga, “Wielding the Club: The Warner Chilcott Affair”, *The Deal*, May 19, 2005.

⁹ **Она превосходила КKR...:** проспект IPO, с. 1; AIM Program Fund Performance Review, California Public Employees’ Retirement System, as of June 30, 2007; Alternative Investments Portfolio Performance, California State Teachers’ Retirement System, as of Mar. 31, 2007.

¹⁰ **Ответная реакция на бум LBO...**: “German SPD Head Says to Fight Capitalist “Locusts”, Reuters, Apr. 17, 2005; Kerry Capell, with Gail Edmondson, “A Backlash Against Private Equity”, *Business Week*, Mar. 12, 2007.

¹¹ **Даже консервативная Wall Street Journal...**: Alan Murray, “A Question for Chairman Bernanke: Is It Time to Yank the Punch Bowl?”, *WSJ*, Feb. 14, 2007; “The Blackstone Tax” (unsigned editorial), *WSJ*, June 20, 2007.

¹² **Растущее число научных исследований...**: см. главу 25.

¹³ **Несмотря на противоречивую реакцию...**: Julie Creswell and Vikas Bajaj, “\$3.2 Billion Move by Bear Stearns to Rescue Fund”, *NYT*, June 23, 2007.

¹⁴ **Подобно шопоголикам...**: годовой отчет Blackstone по форме 10-K за 2008 г., 3 марта 2009 г., с. 158.

¹⁵ **Наоборот...**: [ожидаем подтверждения от Blackstone].

¹⁶ **Начать с того, что компании, работающие...**: Hugh MacArthur, Graham Elton, Bill Halloran, et al., *Global Private Equity Report 2010*, Bain & Co., Mar. 10, 2010 (по оценкам, \$508 млрд); Heino Meerkatt and Heinrich Liechenstein, *Driving the Shakeout in Private Equity*, Boston Consulting Group and the IESE Business School of the University of Navarra, Navarra, Spain, July 2009 (\$550 млрд); Conor Kehoe and Robert N. Palter, “The Future of Private Equity”, *McKinsey Quarterly* 31 (Spring 2009): 11 (\$470 млрд).

¹⁷ **Несмотря на то что в 2008 и 2009 гг...**: пресс-релиз Пенсионного фонда государственных служащих штата Калифорния (CalPERS), June 15, 2009 (увеличение доли активов с 10 до 14%); Keenan Skelly, “Calstrs Raises Target Allocation to 12%”, *LBO Wire*, Aug. 17, 2009; Mar. 8, 2010, электронное сообщение Роберта Уэйлена, пресс-секретаря ревизора штата Нью-Йорк Томаса Ди Наполи — подтверждение того, что Пенсионный общий фонд штата Нью-Йорк увеличил долю соответствующих активов в своем портфеле с 8 до 10% в ноябре 2009 г.

ГЛАВА 2. МАГИЯ HOUDAILLE, МЕТАНИЯ LENMAN

¹ **«Я прочитал этот проспект...»**: интервью со Стивеном Шварцманом.

² **«Сделка с Houdaille привлекла...»**: интервью с Ричардом Битти, 5 августа 2008 г.

³ **Через 16 месяцев...**: Michael M. Thomas, “Windfall — A Game of 1980s High Finance”, *New York*, Aug. 8, 1983, 22ff; Ann Crittenden, “Reaping the Big Profits from a Fat Cat”, *NYT*, Aug. 7, 1983.

⁴ **Сам Саймон приписывал...**: Ibid.

⁵ **Да и неудивительно...**: интервью со Шварцманом.

- ⁶ **Ведь с того самого дня...**: интервью с Питером Питерсоном.
- ⁷ **Но к моменту прихода Питерсона...**: Warren Hellman, in Finkel and Geising, *Masters*, 55.
- ⁸ **А в 1973 г., когда Питерсон...**: *Ibid.*, 54.
- ⁹ **Они даже обозначили...**: интервью с Питерсоном и Шварцманом.
- ¹⁰ **Шварцман пригласил...**: интервью с Битти.
- ¹¹ **Питерсон быстро поднимался...**: Auletta, Greed, 35ff.
- ¹² **Несмотря на то что у Питерсона...**: Peterson, *Education*, 147ff.
- ¹³ **Однажды глава администрации...**: *Ibid.*, 147–48.
- ¹⁴ **В скором времени Питерсон...**: *Ibid.*, 148–51.
- ¹⁵ **Никсон избавился от Питерсона...**: *Ibid.*, 193ff.
- ¹⁶ **Но спустя два месяца после его прихода...**: *Ibid.*, 218–19; Auletta, Greed, 48.
- ¹⁷ **За сделки...**: *Ibid.*, 48; Peterson, *Education*, 218–19.
- ¹⁸ **«Я сказал им...»**: интервью с Уорреном Хеллманом, 4 июня 2008 г.
- ¹⁹ **В 1975 г. журнал *Business Week*...**: “Back from the Brink Comes Lehman Bros.”, *Business Week*, Nov. 1975.
- ²⁰ **«Он упорно говорил...»**: анонимное интервью с бывшим партнером Lehman.
- ²¹ **Но с коллегами...**: Auletta, Greed, 16ff; анонимное интервью с бывшим партнером Lehman.
- ²² **Иногда казалось, что Питерсон...**: анонимные интервью с несколькими бывшими коллегами Питерсона и главой нью-йоркской компании, управляющей фондами прямых инвестиций.
- ²³ **Говард Липсон...**: интервью с Говардом Липсоном, 29 мая 2008 г.
- ²⁴ **В своем конференц-зале...**: личное наблюдение.
- ²⁵ **«Пит, похоже, вынашивал...»**: интервью с Дэвидом Баттенем, 1 октября 2008 г.
- ²⁶ **После смерти...**: Auletta, Greed, 32ff; Peterson, *Education*, 215ff.
- ²⁷ **Например, ходили слухи...**: Peterson, *Education*, 216.
- ²⁸ **Другой случай двурушничества...**: *Ibid.*, 236–37.
- ²⁹ **Роберт Рубин...**: Hellman, in Finkel and Geising, *Masters*, 54.
- ³⁰ **«Не понимаю, почему...»**: Stewart, “Party”.
- ³¹ **Самый глубокий раскол...**: Auletta, Greed, 3ff; Peterson, *Education*, 216.
- ³² **Питерсон же старался их сблизить**: Peterson, *Education*, 225–32.
- ³³ **Больше всего он сблизился с Уорреном Хеллманом...**: *Ibid.*, 216–17.
- ³⁴ **Из более молодых партнеров...**: интервью с Питерсоном.
- ³⁵ **Питерсон высоко ценил...**: интервью с Питерсоном и Шварцманом.
- ³⁶ **«Думаю, меня считали...»**: интервью с Питерсоном.

³⁷ **Генеральный директор Harvester...**: Peterson, Education, 231; интервью со Шварцманом.

³⁸ **Похожая история произошла с Vendix...**: интервью со Шварцманом.

³⁹ **Семья Шварцмана...**: интервью со Шварцманом.

⁴⁰ **Особенно наглядно это проявилось...**: Karen W. Arenson, "Stephen Schwarzman, Lehman's Merger Maker", NYT, Jan. 13, 1980.

⁴¹ **Весной того года...**: Stewart, "Party".

⁴² **По словам бывшего сотрудника Lehman...**: анонимное интервью.

⁴³ **«У него весьма высокое самомнение»...**: интервью с Уолтером Хеллманом.

⁴⁴ **Ральф Шлосстайн...**: интервью с Ральфом Шлосстайном, 25 июля 2008 г.

⁴⁵ **«Мы придумали это на ходу»**: интервью со Шварцманом.

⁴⁶ **Он чувствовал, что Глаксман...**: Auletta, Greed, 70ff; Peterson, Education, 255ff.

⁴⁷ **«Ему подчинялись трейдеры...»**: интервью с Питерсоном.

⁴⁸ **Шварцман и другие...**: Peterson, Education, 260.

⁴⁹ **Некоторые друзья Питерсона...**: Auletta, Greed, 69ff; анонимные интервью.

⁵⁰ **Питерсон честно признается...**: Peterson, Education, 256, 266.

⁵¹ **Именно Шварцман...**: интервью со Шварцманом; Auletta, Greed, 190ff.

⁵² **Shearson настоял на том...**: Auletta, Greed, 208.

⁵³ **Он горел желанием работать...**: интервью со Шварцманом.

⁵⁴ **Поэтому во время переговоров...**: интервью со Шварцманом и Питерсоном.

⁵⁵ **«Другие партнеры Lehman...»**: анонимное интервью с бывшим партнером Lehman.

⁵⁶ **На вопрос, почему Шварцман...**: анонимное интервью со знакомым Шварцмана.

⁵⁷ **В течение нескольких месяцев после сделки...**: анонимные интервью с двумя бывшими партнерами Lehman.

⁵⁸ **«Мы со Стивом отлично дополняли друг друга...»**: интервью с Питерсоном.

⁵⁹ **В конце концов Питерсон...**: интервью с Питерсоном.

⁶⁰ **«Это были очень жесткие переговоры...»**: интервью с Питерсоном.

⁶¹ **Shearson составил длинный список...**: интервью с Питерсоном и Шварцманом.

⁶² **Шварцман считал...**: анонимные интервью с тремя знакомыми Шварцмана.

⁶³ **«Стив ничего не забывает...»**: анонимное интервью.

⁶⁴ «Сама мысль о том, что нам придется...»: интервью с Питерсоном.

ГЛАВА 3. ДЕСЯТИЛЕТИЕ ПОД ЗНАКОМ DREXEL

¹ **Корпоративные конгломераты...**: Wasserstein, Big Deal, 55ff; Baker and Smith, Capitalists, 16ff.

² **Самой заметной...**: Baker and Smith, Capitalists, 52ff; Burrough and Helyar, Barbarians, 133ff.

³ **Когда на 30-летие...**: Burrough and Helyar, Barbarians, 133.

⁴ **В 1976 г., когда Кольбергу...**: Ibid., 136–38.

⁵ **Начальный капитал под управлением этого трио...**: анонимное интервью с партнером KKR.

⁶ **Этот успех словно магнитом притянул к KKR...**: заявление о регистрации IPO по форме S-1, KKR & Co. LP, 31 октября 2008 г., с. 233.

⁷ **После долгих мучительных колебаний партнеры Goldman...**: интервью со Стивеном Клински, 6 июня 2008 г.

⁸ **По размеру она была вдвое меньше KKR:** анонимное интервью.

⁹ **Тед Форстман...**: Burrough and Helyar, Barbarians, 235ff.

¹⁰ **Он быстро показал себя мастером...**: конфиденциальный меморандум о закрытом размещении акций Forstmann Little & Co., без даты, конец 1990-х гг.

¹¹ **В 1960-е гг. акции конгломератов...**: Wasserstein, Big Deal, 64ff.

¹² **Но в конце 1960-х гг. конгломератам пришлось...**: Ibid., 71ff; Baker and Smith, Capitalists, 48–49.

¹³ **Рекордным для таких сделок стал 1981 г...**: конфиденциальный меморандум о закрытом размещении акций Kohlberg Kravis Roberts & Co., без даты, конец 1990-х гг.; конфиденциальный меморандум об оферте фонда Forstmann Little & Co., без даты, конец 1990-х гг.; сообщения СМИ.

¹⁴ **По мере того как KKR, Forstmann Little...**: меморандумы о закрытом размещении акций Kohlberg Kravis Roberts & Co. и Forstmann Little & Co., конец 1990-х гг.

¹⁵ **Когда Генри Кравис возразил...**: Anders, Merchants, 85.

¹⁶ «В то время зарабатывать деньги...»: интервью с Дэниэлом О'Коннеллом, 1994 г.

¹⁷ **Милкен был известен своим трудолюбием...**: Wasserstein, Big Deal, 81–85; Anders, Merchants, 83–108; Bruck, Predators, 10ff.

¹⁸ **После прорыва в 1983 г...**: Bruck, Predators, 78.

¹⁹ **KKR одной из первых...**: Baker and Smith, Capitalists, 25; Anders, Merchants, 88.

²⁰ **О способности Drexel...**: Anders, Merchants, 89.

²¹ **На пике в середине 1980-х гг...**: Ibid., 83; Wasserstein, *Big Deal*, 83.

²² **Инвесторы первых пяти фондов...**: отчет по форме S-1, KKR & Co. LP, с. 233.

²³ **Джерри Кольберг покинул KKR...**: Baker and Smith, *Capitalists*, 179–80; многочисленные сообщения в СМИ.

²⁴ **Как охотники, так и объекты охоты...**: Замечательное описание словесной войны между рейдерами и корпоративным истеблишментом в 1980-е гг., а также того, как пресса живописала мастеров LBO и как политики их ругали, можно найти в книге Бейкера и Смита «Капиталисты» (Baker and Smith, *Capitalists*, 14–40).

²⁵ **После скупки довольно большого пакета акций...**: Wasserstein, *Big Deal*, 108–9; многочисленные сообщения СМИ.

²⁶ **Иногда компания...**: Wasserstein, *Big Deal*, 109, 135; многочисленные сообщения СМИ.

²⁷ **Да, Пелтц управлял National Can...**: Wasserstein, *Big Deal*, 108–10; David Carey, “Can Raiders Run What They Raid?” *Fortune*, June 4, 1990.

²⁸ **Эта схема была не нова**: Wasserstein, *Big Deal*, 57–58, 72ff, 618ff; Baker and Smith, *Capitalists*, 18ff.

²⁹ **Один из ведущих юристов...**: Bruck, *Predators*, 204ff; Wasserstein, *Big Deal*, 146.

³⁰ **KKR позиционировала себя...**: Wasserstein, *Big Deal*, 95; Baker and Smith, *Capitalists*, 99.

³¹ **«Раз мы играли на одном поле...»**: интервью с Ричардом Битти, 5 августа 2008 г.

³² **KKR несколько раз применяла эту тактику...**: Baker and Smith, *Capitalists*, 84; Wasserstein, *Big Deal*, 97; многочисленные сообщения СМИ.

³³ **«У нас больше нет заместителей...»**: Carol J. Loomis, “Buyout Kings”, *Fortune*, July 4, 1988.

³⁴ **В ходе серии слушаний...**: Wasserstein, *Big Deal*, 79–80; Baker and Smith, *Capitalists*, 33ff.

³⁵ **Говорят, что на встрече...**: Baker and Smith, *Capitalists*, 91–92.

³⁶ **Сам Тед Форстман...**: Burrough and Helyar, *Barbarians*, 233–34, 240–41; Theodore J. Forstmann, “Corporate Finance, “Leveraged to the Hilt” — Violating Our Rules of Prudence”, *WSJ*, Oct. 25, 1988.

³⁷ **Форстман в частных беседах разносил...**: Burrough and Helyar, *Barbarians*, 234; см. также Anders, *Merchants*, 125 («Высокий, спортивного телосложения Форстман частенько обзывал Крависа и Робертса “карликами”»).

³⁸ **Со своей стороны, колкий на язык Кравис...**: Burrough and Helyar, *Barbarians*, 129.

ГЛАВА 4. ЧЬИ ВЫ, ПАРНИ, БУДЕТЕ?

¹ **Название было придумано Шварцманом...**: интервью с Питером Питерсоном и Стивенем Шварцманом.

² **Их офис отличался аскетизмом...**: Steven Mufson, "Creating Connections at Blackstone Group", *Washington Post*, July 30, 1989.

³ **Начальный капитал оказался столь же скромным...**: интервью с Питерсоном и Шварцманом.

⁴ **Для обоих это была ничтожная сумма...**: Auletta, *Greed*, 221.

⁵ **Шварцман тоже заработал...**: интервью со Шварцманом и его налоговым бухгалтером.

⁶ **Но при том что сумма... И хотя Blackstone не удалось...**: интервью со Шварцманом.

⁷ **Лидер на рынке LBO компания KKR...**: конфиденциальный меморандум о предложении фонда Kohlberg Kravis Roberts & Co, конец 1990-х гг.

⁸ **KKR, в то время крупнейший оператор...**: отчет по форме S-1, KKR & Co. LP, от 31 октября 2008 г., с. 233.

⁹ **Индивидуальные партнеры в успешной компании...**: Dyan Machan, Stephen Taub, Paul Sweeneg, et al., "The Financial World 100: The Highest Paid People on Wall Street", *Financial World*, July 22, 1986, 21.

¹⁰ **«Проблема заключалась в том...»**: интервью с Питерсоном.

¹¹ **«Мы с Питом рассчитывали...» ... К зиме 1986 г...**: интервью со Шварцманом.

¹² **Но Питерсон одно время вел дела...**: интервью с Питерсоном; интервью с Гарнетом Кейтом, 30 июля 2008 г.

¹³ **Prudential, однако, настояла...**: интервью с Майклом Пуглиси и Шварцманом.

¹⁴ **Особенно большая удача...**: интервью со Шварцманом.

¹⁵ **«Мы с Питом поздравляли себя...»**: интервью со Шварцманом.

¹⁶ **В июне, на званом вечере...**: интервью с Питерсоном.

¹⁷ **Еще более весомую сумму... «Наверное, это была самая большая удача»**: интервью со Шварцманом. Цифра \$635 млн взята из газетной рекламы Blackstone, опубликованной в конце 1987 г.

ГЛАВА 5. ВЕРНОЙ ДОРОГОЙ

¹ **Арендованное сроком на 10 лет...**: по сведениям Blackstone; интервью со Шварцманом.

² **Питерсон и Шварцман быстро наняли...**: интервью с Питерсоном.

³ **Их раздражало жеманство Альтмана...**: анонимное интервью с бывшим коллегой Альтмана.

⁴ **Опубликованная в 1981 г. статья...:** William Greider, “The Education of David Stockman”, *Atlantic*, Dec. 1981, 27ff; David Stockman, *The Triumph of Politics: Why the Reagan Revolution Failed* (New York: Harper & Row, 1986).

⁵ **В Blackstone он попал по приглашению...:** интервью со Шварцманом и Питерсоном.

⁶ **Однако на тот момент Финк...:** Steve Swartz, “First Boston’s Mortgage Securities Chief Leaves to Join Smaller Blackstone Group”, *WSJ*, March 4, 1988.

⁷ **Партнеры приняли объяснение Финка...:** интервью со Шварцманом.

⁸ **Питерсон и Шварцман предложили...:** интервью со Шварцманом и анонимными источниками.

⁹ **Альтману, который, возможно...:** анонимные интервью с тремя людьми, которые были в курсе дела.

¹⁰ **К весне 1988 г....:** интервью со Шварцманом. Двое инвесторов фонда впоследствии отказались от своих обязательств, что уменьшило его капитал до \$810 млн.

¹¹ **За первую половину 1988 г....:** Scot J. Paltrow, “Nomura Buys Stake in Fledgling Investment Firm”, *Washington Post*, July 28, 1988.

¹² **Позже в том же году...:** Carol J. Loomis, “The New J. P. Morgans”, *Fortune*, Feb. 29, 1988.

¹³ **Именно Вассерштайн...:** Wasserstein, *Big Deal*, 179ff; Dennis K. Berman, Jeffrey McCracken, and Randall Smith, “Wasserstein Dies, Leaves Deal-Making Legacy”, *WSJ*, Oct. 16, 2009; Andrew Ross Sorkin and Michael J. de la Merced, “Obituary — Bruce Wasserstein, 61, Corporate Raider”, *NYT*, Oct. 16, 2009.

¹⁴ **Сразу после своего открытия...:** Paltrow, “Nomura Buys Stake”; Michael Quint, “Yamaichi-Lodestar Deal Another Sign of the Trend”, *NYT*, July 28, 1988; анонимное интервью с бывшим партнером Wasserstein Perella.

¹⁵ **Почти все эти деньги...:** анонимное интервью с бывшим партнером Wasserstein Perella.

¹⁶ **Другой новой компанией...:** Quint, “Yamaichi-Lodestar Deal”; прочие сообщения СМИ.

¹⁷ **Тем не менее ни один из новых игроков...:** Loomis, “The New J. P. Morgans”; отчет по форме S-1, KKR & Co. LP, 31 октября 2008 г., с. 233. Фонд KKR 1987 г. собрал \$5,6 млрд в первом раунде. Потом KKR добавила еще \$500 млн и закрыла фонд с капиталом в \$6,1 млрд.

¹⁸ **В мае 1988 г. Генри Кравис...:** конфиденциальный меморандум о закрытом размещении акций Kohlberg Kravis Roberts & Co., конец 1990-х гг. Согласно этому документу, валовая прибыль KKR от инвестиций в Storer Communications в размере \$221 млн составила \$658,2 млн. Партнеры компании получили 20% этой прибыли, или \$131,6 млн, в виде «фиксированной доли вознаграждения».

¹⁹ **В начале года Blackstone...**: письменный ответ Майкла Пуглиси на запрос авторов; Peterson, *Education*, 274ff; сообщения СМИ.

²⁰ **Все началось со звонка Альтмана...**: интервью с Дональдом Хоффманом, 30 июня 2009 г.

²¹ **Альтман, Питерсон и Шварцман прилетели...**: интервью с Питерсоном и Шварцманом; интервью с Хоффманом (см. выше) и Дэвидом Родериком, 16 июня 2009 г.

²² **Когда три вернулось в Нью-Йорк...**: письменный ответ Шварцмана на запрос авторов.

²³ **Прежде всего, серьезное беспокойство... «Джеймс провел превосходный анализ...»**: интервью со Шварцманом и Говардом Липсоном, 29 мая 2008 г.

²⁴ **«Они и близко не хотели...»**: интервью с Липсоном.

²⁵ **Шварцман связался со всеми... «Но он сказал, что наше предложение...»**: интервью со Шварцманом; интервью с Джеймсом Ли, 24 июля 2008 г.

²⁶ **«Мы и вправду хотели реализовать нашу идею...»**: интервью с Питерсоном.

²⁷ **Blackstone получила все...**: интервью со Шварцманом и Липсоном, 29 мая 2008 г.

²⁸ **В 1989 г., как и прогнозировал...**: проспект эмиссии облигаций для Transtar Holdings LP., 27 апреля 1994 г.

²⁹ **«Можно сказать, что Blackstone...»**: анонимное интервью с банкиром, финансировавшим LBO.

³⁰ **Это помогло Blackstone создать репутацию...**: интервью с Питерсоном.

³¹ **«Эта первая сделка была идеальной...»**: интервью с Говардом Липсоном, 9 июня 2008 г.

³² **«Вот почему мы выработали...»**: интервью со Шварцманом.

³³ **«Мы всегда считали...»**: анонимное интервью со специалистом, активно занимавшимся LBO в 1980-е гг.

³⁴ **«Стив никогда не мог смириться...»**: интервью с четырьмя бывшими партнерами Blackstone.

³⁵ **Шварцман признает это...**: интервью со Шварцманом.

ГЛАВА 6. BLACKSTONE СБИВАЕТСЯ С ПУТИ

¹ **Стокман яростно отстаивал...**: интервью с банкиром и организатором сделок, работавшими со Стокманом, а также с двумя бывшими коллегами Стокмана.

² **Первые признаки неприятностей...**: анонимное интервью с бывшим сотрудником Blackstone.

³ **«Когда Сиголофф приходил...»:** интервью со Стивеном Шварцманом.

⁴ **«Он критиковал сделки...»:** анонимное интервью с бывшим партнером Blackstone. Двое бывших коллег Стокмана отзываются о нем точно так же.

⁵ **«Прав ли он был или нет...»:** интервью с Дэвидом Баттенем, 1 октября 2008 г.

⁶ **«Норма прибыли компании... «Как оказалось...»:** интервью со Шварцманом.

⁷ **«Стив проявил себя...»:** анонимное интервью с бывшим партнером Blackstone.

⁸ **«В телефонной беседе...»:** интервью со Шварцманом.

⁹ **«Он жестко раскритиковал...»:** анонимные интервью с тремя бывшими партнерами Blackstone.

¹⁰ **«Буквально все...»:** анонимное интервью с бывшим сотрудником Blackstone.

¹¹ **«В первые годы...»:** интервью с Говардом Липсоном, 29 мая 2008 г.

¹² **«После того как Брюс...»:** интервью со Шварцманом.

¹³ **«Сначала Nikko сопротивлялся...»:** интервью со Шварцманом и Майклом Пуглиси.

¹⁴ **«Вслед за кратким затишьем...»:** интервью с Пуглиси.

¹⁵ **«Резюме Маквея...»:** Randall Smith, "Blackstone Group Leaving Arbitrage as Deals Dwindle", *WSJ*, Jan. 29, 1990.

¹⁶ **«Спустя всего 10 месяцев...»:** интервью с Пуглиси и Баттенем.

¹⁷ **«Но вряд ли кто-либо из уволенных...»:** анонимные интервью с двумя бывшими партнерами Blackstone; Stewart, "Party".

¹⁸ **«Вайноград и Маквей...»:** анонимные интервью с тремя бывшими партнерами Blackstone.

¹⁹ **«Он был потрясающим руководителем»:** анонимное интервью с бывшим партнером Blackstone.

²⁰ **«Младший персонал»:** анонимное интервью с бывшим сотрудником Blackstone.

²¹ **«Стив был очень жестким боссом»:** интервью с Генри Сильверманом, 13 мая 2008 г.

²² **«Понимая, что новая дорогостоящая ошибка... «Если бы мы не пережили неудачу с Edgcomb»:** интервью со Шварцманом.

ГЛАВА 7: ДОБРО ПОЖАЛОВАТЬ НА ШОУ СТИВА ШВАРЦМАНА!

¹ **«Я отдавал компании чрезвычайно много сил...»:** интервью с Питером Питерсоном.

² **Начиная с эссе...:** Peter G. Peterson, “The Morning After”, *Atlantic*, Oct. 1987.

³ **Обозреватель *Newsday*...:** Allan Sloan, “LBO Ends Up on Scrap Heap”, *Newsday*, Sept. 9, 1990.

⁴ **Автор статьи в *Barron's*...:** Joe Queenan, “The Cadillac Cassandra — Peter Peterson’s Quixotic Quest for Fame and Fortune”, *Barron’s*, Jan. 16, 1989.

⁵ **На заседаниях...:** интервью с Джонатаном Колби, 14 декабря 2008 г.; анонимные интервью с двумя бывшими коллегами Питерсона.

⁶ **Питерсон редко снисходил...:** анонимные интервью с тремя бывшими сотрудниками Blackstone.

⁷ **«На протяжении 90-х годов...»:** интервью с Лоренсом Гаффи.

⁸ **В посвященной ему журнальной статье...:** Stewart, “Party”.

⁹ **«Я представлял наш бизнес в виде модели...»:** интервью со Стивенем Шварцманом.

¹⁰ **«Казалось, он умеет летать!»:** интервью с Бобом Брайантом, 19 февраля 2009 г.

¹¹ **Он учился только на «хорошо» и «отлично»... Шварцман также получил приглашение:** интервью с Джеффри Розеном, 28 мая 2008 г.; интервью со Шварцманом; Stewart, “Party”.

¹² **В июне 1969 г. свежее испеченный выпускник... Дональдсон ответил:** интервью со Шварцманом.

¹³ **Дональдсон утверждает...:** интервью с Уильямом Дональдсоном, 12 февраля 2010 г.

¹⁴ **На собеседовании президент банка...:** интервью со Шварцманом.

¹⁵ **«Он часто звонил...»:** интервью с Джеймсом Ли, 24 июля 2008 г.

¹⁶ **Бывший партнер Blackstone Брет Перлман...:** интервью с Бретом Перлманом, 22 октября 2008 г.

¹⁷ **«В те времена, когда я работал...»:** анонимное интервью с бывшим партнером Blackstone.

¹⁸ **Один банкир вспоминает...:** анонимное интервью с банкиром, финансировавшим LBO.

¹⁹ **Глава другой компании...:** анонимное интервью с руководителем компании прямых инвестиций.

²⁰ **Он помнил дни рождения...:** интервью с Говардом Липсоном, 29 мая 2008 г.

²¹ **Когда у его друга и коллеги...:** интервью с Розеном; анонимное интервью с партнером Blackstone.

²² **Бывший партнер Blackstone Брет Перлман...:** интервью с Перлманом.

²³ **«Помню, я подумал...»:** интервью с Марио Джаннини, 13 февраля 2009 г.

²⁴ **Шварцман был «нефильтрованным»...**: анонимное интервью с руководителем компании прямых инвестиций; личные наблюдения.

²⁵ **«Стив не из тех руководителей...»**: интервью с Саймоном Лонерганом, 22 января 2009 г.

²⁶ **В 1990 г. он заявил...**: Randall Smith, “Fast Talk, Connections Help Make Blackstone a Wall Street Success”, *WSJ*, Oct. 24, 1990.

²⁷ **Весной 2008 г. на годовом собрании...**: Peter Lattman, “Steve Schwarzman’s Take on the Subprime Mess”, *WSJ Blog*, May 8, 2008; анонимное интервью с партнером с ограниченной ответственностью (т. е. инвестором фонда) Blackstone.

²⁸ **«Шварцман всегда способен...»**: анонимное интервью с партнером с ограниченной ответственностью Blackstone.

ГЛАВА 8. КОНЕЦ ЭПОХИ, ПРОБЛЕМЫ С РЕПУТАЦИЕЙ

¹ **Еще одним существенным источником...**: отчет по форме S-1 компании BFM Holdings, Inc. от 19 мая 1992 г.

² **Как только менеджмент CNW...**: анонимное интервью с бывшим руководителем DLJ.

³ **Председатель совета директоров UP Дрю Льюис...**: интервью с Питером Питерсоном.

⁴ **DLJ оказался в не менее отчаянном положении...**: анонимные интервью с двумя бывшими руководителями DLJ.

⁵ **И вот одним сумрачным... «Но он поступил благородно...»**: интервью со Шварцманом и Гамильтоном Джеймсом; анонимное интервью с бывшим руководителем DLJ; проспект IPO компании Chicago and North Western Holdings Corp., 31 марта 1992 г., с. 9 и далее.

⁶ **Здесь было все...**: Burrough and Helyar, *Barbarians*; Wasserstein, *Big Deal*, 113–16; анонимное интервью с бывшим партнером KKR.

⁷ **«Как утверждают близкие к компании...»**: James Sterngold, “Buyout Specialist Bids \$20.3 Billion for RJR Nabisco”, *NYT*, Oct. 25, 1988.

⁸ **Но в конечном итоге KKR...**: Anders, *Merchants*, 255.

⁹ **Весной 1990 г....**: *Ibid.*, 263.

¹⁰ **Вышедший в 1990 г. бестселлер...**: Burrough and Helyar, *Barbarians*.

¹¹ **Годы спустя...**: анонимное интервью с человеком, знакомым с этой сделкой.

¹² **В результате инвесторы...**: отчет KKR & Co. LP по форме S-1, 31 октября 2008 г.

¹³ **Разгромная статья...**: Susan Faludi, “The Reckoning: Safeway LBO Yields Vast Profits but Exact a Heavy Human Toll”, *WSJ*, May 16, 1990.

¹⁴ **Однако истинные последствия... В 1989 г., через три года...**: Anders, *Merchants*, 115–18, 166–68, 184–85, 206–12, 228–29; Baker and Smith, *Capitalists*, 92–95, 107–113; Government Accounting Office, *Case*

Studies of Selected Leveraged Buyouts — No. 91–107, 1991; “LBOs: The Good, the Bad and the Ugly”, *BusinessWeek* online, Dec. 3, 2007, [http:// images.businessweek.com/ss/07/12/1203lbo/index01.htm](http://images.businessweek.com/ss/07/12/1203lbo/index01.htm) (slide 7) — на основе отчета Standard & Poor’s; финансовая отчетность Safeway.

¹⁵ **KKR заработала в 50 раз больше:** конфиденциальный меморандум KKR о закрытом размещении акций, конец 1990-х гг.

¹⁶ **Под влиянием новых учений:** из интервью с Рэндом Гарбачом, бывшим управляющим директором Deloitte, отвечавшим за корпоративную стратегию и реструктуризацию, 14 ноября 2009 г.

¹⁷ **«Эти люди оказали»...:** из интервью с Робертом Брунером, 2 декабря 2009 г.

ГЛАВА 9. НОВЫЕ ЛИЦА

¹ **В 1990 г. объем продаж...:** по данным агентства Securities Data Corporation, цит. по: Michael Siconolfi, “Year-End Review of Bond Markets: Merrill Retains Underwriting Crown in Shaky Market”, *WSJ*, Jan. 2, 1991.

² **В 1988 г. было зарегистрировано...:** Timothy Curry and Lynn Shibut, “The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences”, *FDIC Banking Review*, Dec. 2000, 2.

³ **Шварцман лишь слегка преувеличил...:** интервью со Стивеном Шварцманом.

⁴ **Первым крупным успехом Carlyle...:** конфиденциальный отчет для партнеров с ограниченной ответственностью Carlyle Group, июнь 2000 г.

⁵ **На этой быстро провернутой сделке...:** интервью с Томасом Хиксом, ноябрь 1992 г.

⁶ **Когда экономика восстановилась...:** Davan Maharaj, John-Thor Dahlberg, “Tycoon Has Law Hot on His Heels: California Accuses Francois Pinault and Others of Illegally Acquiring an Insurer’s Assets”, *Los Angeles Times*, July 6, 2000. Блэк и его спонсоры впоследствии продали часть портфеля облигаций Executive Life Франсуа Пино, «магнату», как его назвали в заголовке статьи. Вместе Apollo и Пино заработали \$2,5 млрд прибыли на этой сделке, по сообщению *Los Angeles Times*. Однако имена Блэка и Apollo никогда не связывались со скандалом, разгоревшимся впоследствии вокруг Пино.

⁷ **Apollo Advisors, новая компания...:** отчет Apollo Global Management LLC по форме S-1 от 12 августа 2008 г.

⁸ **В результате на этих инвестициях...:** анонимное интервью с человеком, хорошо осведомленным о сделках по American Savings Bank и Continental Airlines.

⁹ **За четыре года до гулянки...:** Norm Clarke, “Money Man Really Means Business When He Celebrates His Birthday”, *Las Vegas Review-Journal*, Nov. 13, 2002; “\$7 Million Birthday Bash”, *New York Post*, Nov. 13, 2002.

¹⁰ **В следующем году Баттен...:** Leslie Wayne, “The R.T.C.’s Point Man in Distressed Real Estate”, *NYT*, Mar. 10, 1991.

¹¹ **Баттен, на которого было возложено... Робертсона не уволили...:** интервью с Дэвидом Баттеном, 1 октября 2008 г.

¹² **Квартиру, как сообщалось...:** Michael Gross, “Where the Boldface Bunk”, *NYT*, March 11, 2004.

¹³ **Более того, Blackstone...:** интервью с Генри Сильверманом, 20 января 2010 г.

¹⁴ **«Наши объемы бронирования»... Шварцман почувствовал такое облегчение...:** интервью со Шварцманом; интервью с Генри Сильверманом, 13 мая 2008 г.

¹⁵ **Она была оценена...:** проспект IPO Chicago and North Western Holdings Corp., 31 марта 1992 г.; денежный поток CNW (прибыль до вычета расходов на уплату налогов, процентов и амортизации, известная как EBITDA) в данном году может быть рассчитан путем сложения амортизации, указанной на с. F-4 проспекта, и операционной прибыли, указанной на с. F-2.

¹⁶ **«CNW не достигла...»:** интервью с Говардом Липсоном, 9 июня 2008 г.

¹⁷ **«Когда Генри пришел...»:** интервью со Шварцманом.

¹⁸ **«По моим расчетам...»:** интервью с Сильверманом, 13 мая 2008 г.

¹⁹ **Привлечь финансирование...:** интервью с Кеннетом Уитни.

ГЛАВА 10. РАЗВОДЫ И БИТВА УМОВ

¹ **На странице комментариев...:** Peter G. Peterson, “The Budget: From Comedy to Tragedy”, *NYT*, Sept. 16, 1990.

² **А в глянцевоm вкладыше...:** “Store Styling”, in “Men’s Fashions of the Times”, *NYT*, Sept. 16, 1990.

³ **По мнению некоторых...:** анонимное интервью с бывшим партнером Blackstone.

⁴ **«В те времена Стив и Пит...»:** интервью с Джонатаном Колби, 14 декабря 2008 г.

⁵ **Но со временем между ними...:** анонимные интервью с тремя людьми, хорошо знающими Питерсона и Шварцмана.

⁶ **«Я считал справедливым...»:** электронное письмо Питера Питерсона.

⁷ **«Со стороны Пита...»:** анонимное интервью с другом Питерсона.

⁸ **«Пит считал, что зарабатывать...»:** анонимное интервью с общим знакомым Питерсона и Шварцмана.

⁹ **Шварцману очень нравился...:** интервью со Стивеном Шварцманом.

¹⁰ **«Prudential считала крайне затруднительным...»:** интервью с Гэри Трабка, 2 октября 2008 г.

¹¹ **Иск Prudential...:** интервью с Генри Сильверманом, 20 января 2010 г.

¹² **Альтман дорого заплатил... Несколько лет Альтман...:** анонимные интервью с тремя бывшими партнерами Blackstone.

¹³ **Питерсон, который был наставником...:** интервью с Остином Бейтнером, 9 октября 2008 г.

¹⁴ **Шварцман был менее великодушен... Ведь тот факт, что высокопоставленный...:** анонимные интервью с тремя бывшими партнерами Blackstone.

¹⁵ **Когда Альтман вернулся в Нью-Йорк...:** анонимное интервью с другом Альтмана.

¹⁶ **«То, что ему не предложили...»:** анонимное интервью с бывшим партнером Blackstone.

¹⁷ **К началу 1992 г. активы...:** отчет BFM Holdings Inc. по форме S-1, 19 мая 1992 г.

¹⁸ **Но в скором времени Финк и Шварцман... Шварцман сначала решительно...:** анонимные интервью с бывшими партнерами Blackstone.

¹⁹ **В июне 1994 г. фирма...:** пресс-релиз PNC, 16 июня 1994 г.

²⁰ **Партнеры Blackstone прилично заработали...:** анонимные интервью с тремя бывшими партнерами Blackstone.

²¹ **Хотя точная сумма...:** Leah N. Spiro and Kathleen Morris, "Blackstone: Nice Is for Suckers — Its Good Cop — Bad Cop Team Grabs the No. 2 spot in LBOs", *BusinessWeek*, Apr. 13, 1998.

²² **Впоследствии Шварцман открыто признал...:** например, 10 января 2008 г. на телеконференции с аналитиками и журналистами, где обсуждалось приобретение Blackstone компании GSO Capital Partners, Шварцман заявил: «Мы жалеем о том, что так рано продали BlackRock».

²³ **Партнер Blackstone Чин Чу...:** интервью с Чин Чу.

²⁴ **В 1991 г. Стокман прибыл на заседание... «Вот именно!» — ответил Липсон:** анонимное интервью с участником этого заседания.

²⁵ **«У Джеймса был запредельный IQ...»... Моссман стал закулисным арбитром...:** цитаты и отзывы о Моссмани, его дебатах со Стокманом, стиле работы и влиянии в Blackstone взяты из интервью с Томилсоном Хиллом-третьим, Кеннетом Уитни, Чин Чу и Саймоном Лонерганом (от 22 января 2009 г.), а также из анонимных интервью с несколькими бывшими партнерами Blackstone и коллегами Моссмана.

ГЛАВА 11. BLACKSTONE ОСВАИВАЕТ НОВЫЕ НИШИ

¹ **«Я ответил, что не заинтересован»...** Вместо него в 1993 г.: интервью с Джоном Шрайбером и Стивеном Шварцманом.

² **В 1991 г. компания попыталась...**: интервью с Кеннетом Уитни и Шварцманом.

³ **Через свои давние связи...**: исследование сделки с DeBartolo в меморандуме о закрытом размещении акций для 5-го фонда Blackstone Capital Partners.

⁴ **С момента ухода Альтмана...**: пресс-релиз Blackstone от 18 ноября 1993 г.

⁵ **В сфере слияний и поглощений после спада...**: согласно данным агентства Securities Data Corporation, объемы M&A в США выросли с \$153 млрд в 1992 г. до \$451 млрд в 1995 г.

⁶ **«Вражда между Майклом и Стивом...»**: анонимное интервью с бывшим партнером Blackstone.

⁷ **«Я же считал, что мы работали...»**: интервью с Майклом Хоффманом, 20 мая 2009 г.

ГЛАВА 12. ВОЗВРАЩЕНИЕ В БИЗНЕС

¹ **В CD&R вспоминают...**: выступление президента и генерального директора CD&R Дональда Гогела в ноябре 2006 г. на Форуме по вопросам прямых инвестиций, организованном фирмой Astoria; текст выступления размещен на веб-сайте компании: http://www.cdr-inc.com/news/perspectives/private_equity_a_force.php.

² **«Дэвид Стокман провел анализ...»**: интервью с Говардом Липсоном, 9 июня 2008 г.

³ **«Я сказал Бобу, что есть смысл...»**: интервью с Питером Питерсоном.

⁴ **«Мы сможем отговорить Боба Кеннеди...»... Blackstone при поддержке Chemical...**: интервью с Джеймсом Ли, 24 июля 2008 г.

⁵ **К концу 1990-х гг. рынок...**: Ellen Moody, "King of corporate debt moves into equities", Bloomberg News, Oct. 4, 1999.

⁶ **«Мы и не подозревали...»**: интервью с Липсоном.

⁷ **В интервью *Business Week*...**: Leah N. Spiro and Kathleen Morris, "Blackstone: Nice Is for Suckers", *Business Week*, Apr. 13, 1998.

⁸ **«Мы сохранили капитал...»**: интервью с Липсоном.

⁹ **«Это были компании среднего размера...»**: интервью со Шварцманом.

¹⁰ **Несколько лет спустя цены на нефть...**: анонимное интервью с бывшим партнером Blackstone.

¹¹ **«Я привык оценивать...»**: анонимное интервью с банкиром.

¹² **Когда в 1998 г. было проведено слияние...**: слова аналитика металлургической отрасли Чарльза Бредфорда процитированы в статье Лена Бозеловика “Heavy Metal Buyout Owners of Former Johnstown Steel Plant Make a Bid for Company that Owns Beaver Falls Plant”, *Pittsburgh Post-Gazette*, July 25, 1998.

¹³ **«Пенсионные выплаты...»**: анонимное интервью с участником сделки по Republic.

¹⁴ **Помимо потока...**: информация о событиях, приведших к уходу Стокмана из Blackstone, взята преимущественно из анонимных интервью с двумя бывшими сотрудниками Blackstone и человеком, который тесно работал со Стокманом.

ГЛАВА 13. ВПЕРЕД, К ПРИБЫЛЯМ

¹ **Крупнейшая в мире страховая компания...**: пресс-релиз AIG «AIG планирует инвестировать \$1,35 млрд в Blackstone Group и ее фонды», 30 августа 1998 г.

² **Forbes и Business Week...**: Matthew Schifrin, “LBO Madness”, *Forbes*, Mar. 9, 1998; Stanley Reed, “Buyout Fever! LBOs Are Changing the Face of Dealmaking in Europe”, *Business Week*, June 14, 1999.

³ **Принято считать...**: David Henry, “Netscape Investors Bet on a Dream”, *USA Today*, Aug. 9, 1995.

⁴ **В следующем году Yahoo!...**: Rose Aquilar, “Yahoo IPO Closes at \$33 after \$43 Peak”, CNET News, Apr. 12, 1996.

⁵ **Галлогли был белой вороной...**: личные наблюдения; анонимные интервью с инвестором Blackstone и тремя бывшими коллегами Галлогли.

⁶ **В середине 1990-х гг. Галлогли...**: интервью с Марком Галлогли, 17 июля 2008 г. и 24 февраля 2009 г.; интервью с Бретом Перлманом, 22 октября 2008 г. и 11 февраля 2009 г.; интервью с Саймоном Лонерганом, 22 января 2009 г.; интервью с Лоренсом Гаффи.

⁷ **Первая сделка...**: интервью с Галлогли, 24 февраля 2009 г.; интервью с Перлманом, 22 октября 2008 г.; интервью с Лонерганом.

⁸ **К тому времени эта отрасль...**: David Carey, “Short Circuited or Hard-Wired?”, *Deal*, Feb. 28, 2003.

⁹ **Убежденный, что новые технологии...**: интервью с Гаффи; подтверждено Blackstone.

¹⁰ **«Казалось, Пол Аллен считал...»**: интервью с Лонерганом; интервью с Перлманом, 11 февраля 2009 г.

¹¹ **Как оказалось, такие цены...**: Carey, “Short Circuited”.

¹² **Но в 2000 г. сумасбродство Аллена...**: подтверждено Blackstone.

¹³ **Помимо сделок с кабельными сетями...**: интервью с Галлогли, 24 февраля 2009 г.; интервью с Лонерганом.

¹⁴ **Однако успехи Галлогли...**: интервью со Шварцманом; интервью с Галлогли, 24 февраля 2009 г.

¹⁵ **«Нас все больше беспокоила...»**: письменный ответ Питерсона от 25 февраля 2010 г. на запрос с целью проверки фактов.

¹⁶ **«Мы оказались на перепутье...» ... Разумеется, было рискованно...**: интервью с Питерсоном, Шварцманом и Робертом Фридманом.

¹⁷ **Также оставалось неясным...**: интервью с Лонерганом.

ГЛАВА 14. ДОРОГОСТОЯЩИЙ ВОЯЖ В ГЕРМАНИЮ

¹ **Microsoft сместила...**: “The FT 500 — Global 500, Section One”, *Financial Times*, May 4, 2000.

² **С доходностью в 100, 200...**: см., напр., отчет Совета регентов Калифорнийского университета, *Alternative Investments as of March 31, 2003*.

³ **Если в 1995 г. венчурным фондам...**: пресс-релиз Venture Economics/Thomson Financial and National Venture Capital Association, “Strong Fund Reserves Diminish Need for Venture Capitalists to Raise Additional Capital”, May 6, 2002.

⁴ **Это изменило географию...**: John Gorham, “Go West, Rich Men”, *Forbes*, Oct. 12, 1998. “Forbes 400 Richest in America”, *Forbes*, Oct. 1999. Питерсона и Шварцмана вполне можно было бы включить в конец этого списка, исходя из суммы, которую AIG вложила в Blackstone в 1998 г., и прибылей, которые они заработали в Blackstone за прошедшие годы.

⁵ **«Мы чувствовали у себя в компании...»**: интервью со Стивеном Шварцманом; интервью с Бретом Перлманом, 22 октября 2008 г. и 11 февраля 2009 г.

⁶ **Шварцман тоже пошел навстречу...**: интервью со Шварцманом; интервью с Перлманом, 22 октября 2008 г.; информация о вложениях в сумме \$7 млн сообщена Blackstone.

⁷ **Blackstone вложила \$227 млн...**: интервью с Перлманом, 22 октября 2008 г.

⁸ **Самый грандиозный план... Причем в Германии кабельные сети уже...**: интервью с Уильямом Обеншайном, бывшим топ-менеджером Bank of America, 28 февраля 2009 г.; интервью с Саймоном Лонерганом, 22 января 2009 г.; анонимные интервью еще с двумя участниками сделки.

⁹ **Однако управленческая команда... «Эти разбирательства были очень неприятными»**: интервью с Обеншайном; анонимные интервью с тремя участниками сделки.

¹⁰ **«Где мои гребаные деньги...»**: анонимное интервью с источником, близким с Каллахану.

¹¹ **«Я был по-настоящему зол...»:** интервью со Шварцманом.

¹² **Две трети инвестиций...:** материалы к общему совещанию группы частных инвестиций Blackstone, т. 1, ч. II, с. 18, от 21 апреля 2006 г.

¹³ **«Болезненные потери инвестиций 2000 г. ...»:** интервью с Дэвидом Блитцером.

¹⁴ **И вот с этой вершины...:** данные, собранные компанией Dealogic для авторов по состоянию на 7 апреля 2009 г. (IPO и эмиссии мусорных облигаций).

¹⁵ **Но, какими бы болезненными...:** David Carey, “Why the Telcos Burned the Buyout Shops”, *Deal*, Nov. 17, 2000.

¹⁶ **Вдобавок к этим бедам...:** Vyvyan Tenorio and John E. Morris, “Ted Forstmann Testifies in Trial”, *Deal*, June 1, 2004; “Jury Finds Forstmann Little Liable on All Counts”, Reuters, July 1, 2004.

¹⁷ **Когда в 2000 г. Том Хикс...:** Jonathan Braude and David Carey, “Hicks Europe Wing on Its Own”, *Deal*, Jan. 21, 2005; David Carey, “Class of ’98”, *Deal*, Aug. 1, 2003.

¹⁸ **Кровавая бойня...:** David Carey, “AMF Rolls a Gutter Ball”, *Deal*, July 3, 2001.

¹⁹ **Между тем КKR...:** David Carey, “Regal Cinemas Near Prepackaged Bankruptcy”, *Deal*, Jan. 12, 2001.

²⁰ **В 2001 г. обанкротились 62...:** David Carey, “Older, but How Much Wiser?” *Deal*, Dec. 6, 2001; David Carey, “Bust-Up Update”, *Deal*, Aug. 8, 2002.

²¹ **Blackstone едва избежала...:** интервью с Чадом Пайком.

²² **К 2002 г....:** Edward Altman, New York University Stern School of Business, “Review of the High Yield and Distress Debt Markets”, presentation at Boston College Center for Asset Management Conference, June 5, 2009.

²³ **Начиная с лета 2000 г....:** меморандум о закрытом размещении акций для 5-го фонда Blackstone Capital Partners.

ГЛАВА 15. ОПЕРЕЖАЯ СОБЫТИЯ

¹ **На тот момент «мы оценивали...»:** интервью со Стивеном Шварцманом.

² **«Сделки с проблемными компаниями...»:** интервью с Чин Чу.

³ **«Мы инвестируем в стоимость...»:** интервью со Шварцманом.

⁴ **Свою новую стратегию Blackstone...:** интервью с Лоренсом Гаффи и Артуром Ньюманом.

⁵ **«На тот момент “кабель”...»:** интервью со Шварцманом и Гаффи.

⁶ **Вместе со своими соинвесторами... Adelphia и Charter обрушили...:** меморандум о закрытом размещении акций для 5-го фонда Blackstone Capital Partners; интервью с Обеншайном; интервью с Гаффи.

⁷ **На протяжении нескольких лет телекоммуникационный фонд...**: меморандум о закрытом размещении акций для 6-го фонда Blackstone Capital Partners.

⁸ **Когда в октябре 2002 г. Blackstone...**: John E. Morris and David Carey, "DLJ, Blackstone Cash In on Nycomed", *Deal*, Mar. 10, 2005.

⁹ **Нетипичным получилось и финансирование...**: интервью с Нилом Симпкинсом; Kelly Holman and Lou Whiteman, "Blackstone Inks TRW Auto Deal", *Deal*, Nov. 19, 2002.

¹⁰ **В другом случае Blackstone...**: Lou Whiteman, "PMI Leads Buyout of GE Unit", *Deal*, Aug. 4, 2003.

ГЛАВА 16. ТРЕБУЕТСЯ ПОМОЩЬ

¹ **За период с 1996 по 2000 г...**: данные Blackstone.

² **Всем этим руководил...**: интервью со Стивеном Шварцманом; интервью с Говардом Липсоном, 29 мая 2008 г.

³ **В то время Ли находился на вершине...**: Robert Lenzner, "Meet the New Michael Milken", *Forbes*, Apr. 17, 2000.

⁴ **Но уже через несколько недель...**: Robert Clow, "Jimmy Lee Banks Again — To Hunt M&A in His Own, Separate Shop at Chase", *New York Post*, Nov. 7, 2000; Erica Copulsky, "At Chase Manhattan, a Study in Contrasts", *Deal*, May 31, 2000; Laura M. Holson, "Chase's Investment Banking Hopes Ride on a Goldman Exile", *NYT*, June 29, 2000.

⁵ **«В решающие моменты...»**: интервью с Бретом Перлманом, 11 февраля 2009 г.

⁶ **Ли, который до того работал... «Джимми исключительно преданный человек...»**: интервью со Шварцманом; интервью с Джеймсом Ли, 17 октября 2008 г.

⁷ **Хедхантер Том Нефф...**: интервью со Шварцманом.

⁸ **Теоретически Джеймс владел...**: проспект IPO, с. 193–194.

⁹ **Когда Шварцман связался с ним в 2002 г...**: Инвестиционный комитет пенсионного фонда штата Массачусетс, перечень компаний-партнерств, управлявших фондами прямых инвестиций, и их внутренних норм доходности по состоянию на 31 декабря 2003 г., предоставлен по факсу 25 августа 2004 г. в ответ за запрос авторов (DLJ Merchant Banking); Пенсионный фонд учителей штата Калифорния, отчет об инвестициях от 30 июня 2002 г., предоставлен по факсу 13 декабря 2002 года в ответ на запрос авторов (Blackstone Capital Partners II).

¹⁰ **«Официально он не управлял банком...»**: интервью с Сабинном Стритером, 25 февраля 2009 г.; анонимные интервью с тремя бывшими банкирами DLJ.

¹¹ **Когда после серии стычек...**: Andrew Ross Sorkin and Patrick McGeehan, "First Boston Plans a Shakeup in Its Banking Unit", *NYT*, Feb.

19, 2002; Landon Thomas Jr., “The New Color of Money”, *New York*, May 27, 2002; Erica Copulsky, “CSFB Big Gun James Jumps to Blackstone”, *New York Post*, Oct. 18, 2002; анонимные интервью с двумя источниками.

¹² **Друзья говорят, что Джеймс...:** анонимные интервью.

¹³ **С точки зрения Шварцмана, Джеймс обладал... Он был просто не в состоянии...:** рассказ об этих встречах и высказываниях их участников основан на интервью Шварцмана и Тони Джеймса; персональные детали лично подтверждены Джеймсом; характеристики личностей основаны на наблюдениях авторов и интервью.

¹⁴ **Джеймс не стал терять времени...:** интервью с Перлманом.

¹⁵ **Хотя его мандат...:** интервью с Джеймсом; David Carey, “Stirring the Pot at Blackstone”, *Deal*, Aug. 8, 2003.

¹⁶ **Он также потребовал от партнеров...:** интервью с Джеймсом.

¹⁷ **Джеймс втолковывал, что...:** интервью с Лоренсом Гаффи.

¹⁸ **«Восемь железнодорожных путей...»:** интервью с Чин Чу.

¹⁹ **Как и следовало ожидать...:** материалы к общему совещанию группы прямых инвестиций Blackstone, т. 1, ч. II, с. 56, от 21 апреля 2006 г.

²⁰ **Внимательно изучил Джеймс...:** интервью с Джеймсом.

²¹ **«Тони сказал: “Мы не собираемся...”»:** анонимное интервью с банкиром, финансировавшим LBO.

²² **«До прихода Джеймса Blackstone управлялась...»:** интервью с Чадом Пайком.

²³ **«Тони не пришел в компанию...»:** интервью со Шварцманом.

²⁴ **Некоторые партнеры испытывали беспокойство...:** два анонимных интервью.

²⁵ **Непосредственно же попал под удар Моссман:** три анонимных интервью.

²⁶ **«Раньше у каждого были свои особые отношения...»:** интервью с Липсоном.

²⁷ **Брет Перлман и Марк Галлогли...:** Matthew Craft, “Elevation Partners Raises \$1.8B Fund”, *Corporate Financing Week*, July 1, 2005; Henny Sender, “Centerbridge over Troubled Waters: New Fund Mixes Buyouts, Bad Debt”, *WSJ*, Dec. 15, 2006.

²⁸ **«Он прекрасно знает свои сильные и слабые стороны...»:** анонимное интервью с банкиром, финансировавшим LBO.

ГЛАВА 17. ТОЧНЫЙ ВЫБОР МЕСТА И ВРЕМЕНИ

¹ **В 2002 г., когда Шварцман и Джеймс...:** интервью со Стивеном Шварцманом и Тони Джеймсом.

² **Такая точка зрения шла вразрез...:** интервью с Марио Джаннини, 13 февраля 2009 г.

³ **«Мы действовали очень активно...»:** интервью с Джеймсом; данные, собранные компанией Dealogic для авторов на 7 мая 2009 г.

⁴ **Первой крупной ставкой...:** интервью с Нилом Симпкинсом.

⁵ **Но еще задолго до того, как Чу нацелился...:** интервью с Чин Чу и его письменный ответ на запрос авторов.

⁶ **Когда Чу впервые начал...:** интервью с Чин Чу; финансовые отчеты Celanese. Цитаты и мысли, приписываемые Чу в этой главе, основаны на его интервью.

⁷ **«Нам потребовалось время...»:** письменный ответ Дэвида Вейдмана на запрос авторов, середина 2009 г.

⁸ **Раздобыть деньги...:** интервью с Чин Чу.

⁹ **В декабре 2003 г...:** интервью с Чин Чу; пресс-релиз Blackstone, от 16 декабря 2003 г. Названная стоимость сделки в €2,8 млрд (\$3,4 млрд) не включает пенсионных обязательств.

¹⁰ **На следующее утро...:** пресс-релиз Blackstone от 30 марта 2004 г.; пресс-релизы Celanese от 3 августа 2004 г., 19 августа 2005 г. и 22 декабря 2006 г.

¹¹ **В Celanese эта проблема усугублялась...:** интервью с Чин Чу.

¹² **Переезд в Даллас сэкономил...:** интервью с Чин Чу.

¹³ **Через два месяца после выплаты дивидендов...:** отчет Celanese Corp. по форме S-1 от 3 ноября 2004 г.; отчет Celanese по форме 424B4 от 24 января 2005 г.; меморандум о закрытом размещении акций 5-го фонда Blackstone Capital Partners.

¹⁴ **К тому моменту, как они продали...:** Blackstone зарегистрировала \$2,9 млрд прибыли по инвестициям 4-го фонда ВСП в размере \$405,6 млн в Celanese.

¹⁵ **По оценкам Чу...:** интервью с Чин Чу и письменный ответ на запрос с целью проверки фактов.

¹⁶ **За этот период денежный поток Celanese...:** финансовая отчетность BASF, Dow Chemical и Eastman Chemical.

¹⁷ **Спад деловой активности...:** письменный ответ Дэвида Вейдмана на запрос авторов, середина 2009 г.

¹⁸ **Инвестирование в Nalco...:** меморандум о закрытом размещении акций 5-го фонда ВСП.

¹⁹ **«К циклам нужно относиться...»:** интервью с Чин Чу.

²⁰ **Это был урок...:** реестр 14A, TRW Automotive Holdings Corp., от 3 апреля 2009 г. (информация об оставшемся у Blackstone пакете акций).

ГЛАВА 18. ПРОДАЖИ РАСТУТ, СТАВКИ ПОВЫШАЮТСЯ

¹ **Настроения изменились...:** данные, собранные компанией Dealogic для авторов по состоянию на 7 апреля 2009 г.

- ² **Рынок высокодоходных облигаций...**: то же.
- ³ **Именно это произошло с Nalco:** финансовая отчетность Nalco; анонимное интервью с участником LBO.
- ⁴ **Однако никогда ранее рекапитализация...**: Vyvyan Tenorio, “The Dividend Debate”, *Deal*, Apr. 16, 2009.
- ⁵ **Вторичные выкупы...**: John E. Morris, “Sealy Hops from Bain to KKR”, *Deal*, Mar. 4, 2005.
- ⁶ **Но три других предыдущих LBO Simmons...**: David Carey, “How Many Times Can You Flip This Mattress?” *Deal*, Jan. 23, 2004. В иностранной статье *New York Times*, посвященной банкротству Simmons в 2009 г., акцентировалось внимание на увеличении долговой нагрузки на компанию в результате череды LBO, но ни разу не упоминалось о впечатляющем увеличении денежного потока и росте бизнеса: см. Julie Creswell, “Profits for Buyout Firms as Company Debt Soared”, *NYT*, Oct. 5, 2009.
- ⁷ **Хотя рост Sealy...**: финансовая отчетность Sealy; Morris, “Sealy Hops from Bain to KKR”.
- ⁸ **В 2001 г., на дне рыночного цикла...**: данные Blackstone; пресс-релиз Carlyle от 14 февраля 2005 г. (о выплатах за 2004 г.); Приложение № 6, S-1A, KKR & Co., от 31 октября 2008 г., с. 232; Nathalie Boschat, “Carlyle and Blackstone in Record Payouts”, *Financial News*, Jan. 27, 2006 (о выплатах Carlyle за 2005 г.). В конце 1990-х и начале 2000-х гг. KKR имела под управлением больше капитала в фондах LBO, чем Blackstone, поэтому в данный период она вышла из большего числа инвестиций. Показатели Carlyle включают фонд венчурного капитала, фонд недвижимости и фонд мезонинного долга.
- ⁹ **К концу 2005 г. ее четвертый фонд...**: данные отчета о реализации программы активного управления инвестициями Пенсионного фонда государственных служащих штата Калифорния (далее отчет фонда CalPERS) по состоянию на 31 декабря 2005 г. (фонд Apollo 2001 г.: 39,8%; фонд Blackstone 2002 г.: 70,8%; фонд TPG 2003 г.: 41,8%); стратегический обзор портфеля Инвестиционного совета штата Вашингтон по состоянию на 31 декабря 2005 г. (фонд KKR 2002 г.: 50,5%). Начиная с 2000 г. многие пенсионные фонды штатов стали обязаны раскрывать доходность по своим вложениям в фонды LBO и венчурные фонды, впервые в истории обнародовав эти показатели.
- ¹⁰ **Фонд Blackstone 2002 г...**: отчет фонда CalPERS по состоянию на 31 декабря 2008 г.; отчет о портфеле альтернативных инвестиций акционерного капитала Пенсионного фонда государственных служащих штата Орегон по состоянию на 31 марта 2009 г.
- ¹¹ **Однако в конце 1990-х гг. на долю банков...**: «Данные о распределении активов в секторе прямых инвестиций» Центра прямых инвестиций и предпринимательства, Школа бизнеса Така Дартмутского

университета, дело № 5–0015, обновлено 18 августа 2003 г. (далее «Данные о распределении активов»), с. 14.

¹² **Хотя типичный пенсионный фонд...**: Доклад о пенсионных системах штатов за 2009 г.: уровни финансирования и распределение активов, с. 11–12, агентство Wilshire Associates; «Данные о распределении активов», с. 2–3.

¹³ **Гигантские пенсионные фонды...**: там же, 1; отчет фонда CalPERS по состоянию на 31 декабря 2005 г.

¹⁴ **В целом между 2003 и 2008 г.:** Доклад Wilshire о пенсионных системах штатов за 2009 г., с. 11.

¹⁵ **Но те компании, чьи прибыли...**: Heino Meerkatt, John Rose, Michael Brig, Heinrich Liechenstein, M. Julia Prats, and Alejandro Herrerra, *The Advantage of Persistence — How the Best Private Equity Firms “Beat the Fade”*, Boston Consulting Group and the IESE Business School of the University of Navarra, Navarra, Spain, Feb. 2008; *Note on Allocation*, 12.

¹⁶ **Как результат...**: Conor Kehoe and Robert N. Palter, “The Future of Private Equity”, *McKinsey Quarterly* 31 (Spring 2009): 15.

¹⁷ **По сравнению с 2002 г.:** пресс-релиз National Venture Capital Association/Thomson Financial от 16 января 2007 г.: в 2002 г. 86 фондов привлекли \$24,83 млрд, в 2005 г. 178 фондов — \$96,09 млрд.

¹⁸ **Хотя данная сфера уже не была столь концентрированной...**: Kehoe and Palter, “The Future of Private Equity”, 15. В 2006 г. министерство юстиции США начало расследование по делу о возможном тайном сговоре между крупными компаниями прямых инвестиций. Впоследствии некоторые акционеры компаний — мишеней LBO подали иски о нарушении антимонопольного законодательства против большинства крупнейших компаний прямых инвестиций, обвиняя их в том, что они договорились не перебивать предложения друг друга в ходе нескольких крупных корпоративных аукционов. На начало 2010 г. правительственное расследование ни к чему не привело, доказательства по гражданским искам не предаются огласке, поэтому никаких публичных доказательств сговора обнародовано не было. Peter Lattman, «‘Club’ Suit Dogs Buyout Firms», *WSJ*, Mar. 9, 2010.

¹⁹ **В предыдущее десятилетие... Доля прямых инвестиций...**: данные, собранные компанией Dealogic для авторов по состоянию на 28 мая 2009 г.

ГЛАВА 19. ТРЕБУЮТСЯ ПУБЛИЧНЫЕ ИНВЕСТОРЫ

¹ **Первый шаг в этом направлении сделала...**: N-2, Apollo Capital Corp., Feb. 6, 2004. Впоследствии компания была переименована в Apollo Investment Corp.

² **Когда в начале апреля Apollo объявила...:** Vipal Monga, “Blackstone Locks up BDC Market”, *Deal*, May 19, 2004.

³ **Это было «массовое движение...»:** анонимное интервью.

⁴ **Но далее события приняли непредвиденный оборот...:** Vipal Monga, “This Goose Is Cooked”, *Deal*, Oct. 1, 2004.

⁵ **«Золотая гусыня...»:** Ibid.

⁶ **В марте 2005 г....:** Jonathan Braude, “Ripplewood Stock Rises”, *Deal*, Mar. 24, 2006.

⁷ **В начале 2006 г...:** “KKR Starts Roadshow for \$1.5bln Listing — source”, Reuters, Apr. 19, 2006.

⁸ **«В кратчайшие сроки...»:** интервью с Майклом Клейном, 14 ноября 2008 г.; анонимное интервью с консультантом нескольких IPO.

⁹ **Если цель в \$1,5 млрд...:** интервью со Стивеном Шварцманом.

¹⁰ **Вскоре конкуренты обнаружили...:** интервью со Шварцманом и Клейном.

¹¹ **В Blackstone по этому поводу...:** интервью с Эдвардом Пиком, 22 октября 2008 г.

¹² **Шварцман извлек из этого важный урок...:** интервью со Шварцманом.

ГЛАВА 20. СЛИШКОМ ХОРОШО, ЧТОБЫ БЫТЬ ПРАВДОЙ

¹ **Первый признак...:** интервью с Чин Чу.

² **Принесенные этими сделками \$2,6 млрд...:** вычисления сделаны на основе данных меморандума о закрытом размещении акций для 5-го фонда Blackstone Capital Partners.

³ **«Я считал, что долг по этой сделке...»:** интервью с Чин Чу.

⁴ **Но после достигнутого в том году...:** годовой отчет Тропих за 2007 г.

⁵ **Это LBO, размером...:** David Carey, “Silver Lake Leads SunGard Buyout”, *Deal*, Mar. 28, 2005.

⁶ **Закон Сарбейнза — Оксли...:** Daniel Rosenberg, “Sarbanes-Oxley Slows IPO Rush in Boom to Private-Equity Funds”, *WSJ*, Mar. 31, 2005.

⁷ **Появление CLO стимулировало процесс кредитования...:** статистические данные в презентации PowerPoint предоставила Мередит Коффи, старший вице-президент по исследовательской и аналитической работе Ассоциации кредитных синдикатов и торговли, 17 июня 2009 г. в ответ на запрос авторов.

⁸ **В 2004 г. типичная крупная компания...:** цифры взяты из комментариев и данных, предоставленных агентством Standard & Poor’s 9 июня 2009 г. в ответ на запрос авторов.

⁹ **«Оглядываясь на это время...»:** Carmel Crimmins, “Carlyle’s Rubenstein Sees No Buyout Crash”, Reuters, Jan. 25, 2006.

¹⁰ **В том году компании прямых инвестиций...**: данные, собранные компанией Dealogic для авторов по состоянию на 28 мая 2009 г.

¹¹ **«Не то что бы я видел...»**: интервью с Тони Джеймсом.

¹² **Все началось в мае 2006 г...**: интервью с Полом Шорром-четвертым. Рассказ о переговорах по LBO, заканчивая словами «никто уже не осмелился встать на пути у Blackstone», основан на этом интервью и на извещении о предстоящем общем собрании акционеров Freescale для голосования по доверенности (см. ниже).

¹³ **Freescale согласилась предоставить команде Шорра...**: извещение по форме DEFM14A о предстоящем общем собрании акционеров Freescale Semiconductor для голосования по доверенности от 19 октября 2006 г., с. 19–31 («Обоснование слияния»). Этот документ включает ведущийся изо дня в день отчет о предложениях, требованиях, переговорах и заседаниях совета директоров с точки зрения компании.

¹⁴ **«Мы были готовы подписать контракт...»**: интервью со Стивеном Шварцманом.

¹⁵ **Откровенно говоря, это была чрезмерно высокая цена...**: годовая отчетность Freescale за 2006 и 2008 гг.

¹⁶ **Чтобы дать компании еще больше простора...**: годовая отчетность Freescale за 2007 г. от 13 марта 2008 г., с. 59–60.

¹⁷ **«Производство полупроводников, как известно...»**: интервью с Джеймсом.

¹⁸ **Но даже с обильным вливанием...**: балансовый отчет Freescale за квартал, закончившийся 29 сентября 2006 г., и ее годовая отчетность за 2007 г.

¹⁹ **«Порой на меня накатывала депрессия...»**: интервью с Чин Чу.

²⁰ **В конце августа, когда Шорр...**: информация об участниках торгов и их предложениях, а также хронология войны предложений взяты из оригинального извещения по форме DEFM14A о предстоящем общем собрании акционеров Clear Channel в связи с голосованием по доверенности по вопросу о слиянии от 29 января 2007 г., с. 24–36.

²¹ **«Банки предлагали нам...»**: интервью с Джеймсом.

²² **Согласно договору, Vain и Thomas H. Lee...**: извещение по форме DEFM14A Clear Channel, с. 6–7.

²³ **После того как владевшая акциями Clear Channel группа...**: Chris Nolter, “Clear Channel Warms to Bid”, *Deal*, May 18, 2007.

²⁴ **Аналогичный сценарий разыгрывался...**: электронное письмо партнера Blackstone Пракаша Мелвани от 28 августа 2008 г. Blackstone подтвердила названия компаний и сообщила цену предложения по каждой из них. В некоторых случаях цена была раскрыта в извещениях о предстоящих общих собраниях акционеров компаний-мишеней.

²⁵ **«В начале 2007 г. мы проиграли...»**: интервью с Пракашем Мелвани.

²⁶ Тем не менее по объемам инвестиций в 2006 г...: годовой отчет Blackstone за 2008 г. от 3 марта 2009 г., с. 70, 72; Приложение № 6 по форме S-1A, KKR & Co., LP, от 31 октября 2008 г., с. 25 (\$6,7 млрд партнерства с ограниченной ответственностью инвестировано в 2006 г.); Приложение № 2 по форме S-1A, Apollo Global Management, LLC, от 23 ноября 2009 г., с. 32 (\$2,9 млрд капитала партнерства с ограниченной ответственностью инвестировано в 2006 г.).

²⁷ «Когда все вокруг вас лихорадочно покупают...»: интервью с Джеймсом.

ГЛАВА 21. ОФИСНАЯ ВЕЧЕРИНКА

¹ Глава 21: частично для данной главы адаптирована статья авторов New Kids on the Block («Новички»), опубликованная в журнале *Deal* 30 ноября 2007 г.

² «Вы должны купить EOP...»: детали разговора с Капланом и других бесед с участием Джонатана Грея, а также подробности сделки по EOP, если не указано иное, приводятся по интервью с Греем.

³ Например, в 1998 г....: интервью с Чадом Пайком.

⁴ Стратегия прямых инвестиций...: проспект IPO (среднегодовая доходность); конфиденциальный меморандум о закрытом размещении акций 6-го фонда Blackstone — Blackstone Real Estate Partners VI, январь 2007 г. (небольшие убытки).

⁵ Они также узнали...: интервью с Фрэнком Коэном и Кеннетом Капланом.

⁶ «Сэм — прирожденный торговец...»: интервью с Дугласом Селлером, 1 ноября 2007 г.

⁷ Теперь у Blackstone была цель...: интервью с Коэном и Капланом.

⁸ И Левенталь охотно пустился...: интервью с Аланом Левенталем, 15 ноября 2007 г.

⁹ 2 ноября, когда команда Грея...: Последовательность событий, включая сведения о предложениях, контрпредложениях и ключевых встречах с участием представителей EOP, подробно изложена в извещении о предстоящем общем собрании акционеров для голосования по доверенности и в приложениях, разосланных акционерам EOP: окончательное извещение по форме 14A, Equity Office Properties Trust, от 29 декабря 2006 г., с. 29–36 («Информация о слиянии»); Окончательные дополнительные материалы по форме 14A от 29 января 2007 г., S-9 — S-14 («Обновленная информация о слиянии»); по форме 14A от 2 февраля 2007 г., S-7 — S-9 («Обновленная информация о слиянии»).

¹⁰ Однако Зелл начал жестко торговаться...: интервью с Сэмом Зеллом, 19 ноября 2007 г.

¹¹ Blackstone понадобилось всего пять дней...: анонимное интервью с участником сделки; информация подтверждена Blackstone.

¹² Blackstone предложила лишь небольшую...: интервью с Ричардом Кинкейдом, 30 октября 2007 г.

¹³ Однажды на риелторской конференции...: интервью с Зеллом; интервью с Роем Марчем, 5 ноября 2007 г.

¹⁴ «Я обожаю Стива...»: интервью с Зеллом.

¹⁵ Зелл встревожился...: интервью с Зеллом и Греем.

¹⁶ Наконец, в середине декабря... «Разумеется, мы немедленно...»: интервью с Зеллом и Кинкейдом.

¹⁷ «Знаете, как это бывает...»: анонимное интервью с участником сделки.

¹⁸ Зеллу не удалось развязать...: интервью с Коэном.

¹⁹ Грей и Фрэнк Коэн вскоре после объявления...: интервью с Коэном.

²⁰ Шквал запросов и предложений...: интервью с Марчем.

²¹ «У нас была большая фора...»: интервью с Брайаном Стадлером, 1 ноября 2007 г.

²² Для Зелла и Кинкейда...: интервью с Зеллом и Кинкейдом.

²³ Такая мелочность Vornado...: интервью с Тони Джеймсом.

²⁴ С февраля по июнь...: данные Blackstone.

²⁵ Благодаря использованию кредитного плеча...: интервью с Майклом Ноттом из компании Green Street Advisors, ноябрь 2007 г.; анонимное интервью с человеком, который был в курсе финансового состояния Blackstone на тот момент. Blackstone отказалась подтвердить цифру в \$7 млрд.

ГЛАВА 22. ВЫХОД НА ПУБЛИЧНЫЙ РЫНОК — ОЧЕНЬ ПУБЛИЧНЫЙ ВЫХОД

¹ «Я не собираюсь проигрывать дважды...»: интервью с Майклом Пуглиси.

² Хотя порой было трудно различить...: анонимное интервью с общим знакомым Шварцмана и Крависа.

³ В декабре 2005 г...: интервью со Стивеном Шварцманом.

⁴ Старший банкир Citigroup Майкл Клейн...: интервью со Шварцманом; интервью с Майклом Клейном, 14 ноября 2008 г.

⁵ Тем временем Джеймс детально... «Затем мы подготовили вымышленный набор...»: интервью с Тони Джеймсом; интервью с Рут Порат, Эдвардом Пиком и Майклом Уайзом, 22 октября 2008 г.; интервью с Порат и Уайзом, 19 ноября 2008 г.

⁶ **Но на самом деле он и его команда...:** интервью со Шварцманом и Пуглиси; электронное письмо Роберта Фридмана в ответ на наш запрос.

⁷ **«Я был помешан на конфиденциальности...»:** интервью со Шварцманом.

⁸ **Для работы над юридическими вопросами...:** интервью с Джошуа Фордом Бонни, 15 июля 2008 г.

⁹ **Согласно их изначальной договоренности...:** интервью с Пуглиси, Шварцманом и Робертом Фридманом.

¹⁰ **Начать с того, что...:** интервью с Бонни и Фридманом; проспект IPO.

¹¹ **Шварцман и Джеймс испытывали массу сомнений...:** интервью со Шварцманом и Джеймсом; интервью с Порат, Пиком и Уайзом.

¹² **«Если не сделаем мы...»:** интервью с Пуглиси и Порат, 22 октября 2008 г.

¹³ **В январе 2008 г....:** интервью с Беннетом Гудманом.

¹⁴ **Джеймс также видел другие, менее очевидные выгоды... «По несколько раз в неделю...»:** интервью с Джеймсом.

¹⁵ **Однако, несмотря на все тревоги...:** интервью с Пуглиси и Шварцманом.

¹⁶ **В конце лета 2006 г....:** интервью с Бонни.

¹⁷ **Для решения этой проблемы Джеймс...:** интервью с Джеймсом; анонимное интервью с участником IPO; предварительный проспект IPO по форме S-1, Blackstone Group LP, 22 марта 2007 г.

¹⁸ **К 11 октября он собрал...:** интервью с Порат, Пиком и Уайзом.

¹⁹ **Проект «Пума» получил...:** интервью с Бонни.

²⁰ **«Я управлял публичной компанией...»:** интервью с Питером Питерсоном; анонимное интервью с человеком, знающим его образ мыслей.

²¹ **Добавление банкиров...:** проспект IPO (сумма прибыли); дата найма Citigroup подтверждена Blackstone; два анонимных интервью.

²² **Шварцман и Джеймс были по-прежнему...:** интервью с Джеймсом; интервью с Филлис Корф, консультантом по андеррайтингу в Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom, 6 августа 2008 г.

²³ **Deutsche Bank...:** анонимное интервью с участником проведения IPO.

²⁴ **В январе на Всемирном экономическом форуме...:** Andrew Ross Sorkin, "A Growing Aversion to Ticker Symbols", NYT, Jan. 28, 2007.

²⁵ **Потенциальные политические последствия...:** интервью с Генри Сильверманом, 13 мая 2008 г.

²⁶ **Прошла лишь неделя...:** *Fortune*, Mar. 5, 2007; анонимное интервью с лицом, знакомым с этой историей. Номера *Fortune* рассылаются по почте и поступают в продажу примерно за две недели до указанной на обложке даты.

²⁷ **В начале февраля...**: интервью с Робертом Фридманом и Джеймсом.

²⁸ **К тому моменту некоторые партнеры...**: три анонимные интервью с партнерами; дата подтверждена Blackstone.

²⁹ **22 марта Blackstone...**: отчет по форме S-1.

³⁰ **Через своих друзей Энтони Ленг...**: интервью с Энтони Ленгом.

³¹ **Поначалу Шварцман сомневался...**: интервью с Фридманом.

³² **Сделку подписали 20 мая...**: интервью с Ленгом и Фридманом; проспект IPO (Beijing Wonderful Investments); анонимное интервью (полное название резервов на \$15 млрд).

³³ **В обмен на разрешение...**: интервью с Питерсоном и его письменный ответ на запрос авторов (индивидуальные доли).

³⁴ **Пока Blackstone вела переговоры...**: измененное заявление о регистрации по форме S-1, Blackstone Group LP, 21 мая 2007 г.; анонимное интервью с человеком, знакомым с комментариями Комиссии по ценным бумагам и биржам.

³⁵ **Пресса была полна историями...**: Jenny Anderson, "Scrutiny on Tax Rates That Fund Managers Pay", *NYT*, June 13, 2007; поправка № 4 к заявлению по форме S-1, Fortress Investment Group, 2 февраля 2007 г., с. 5.

³⁶ **Следовательно, изменение законодательства...**: «Власти понимали, что это была не просто проблема жирных котлов с Уолл-стрит», — говорит источник в Вашингтоне, причастный к прямым инвестициям. Если бы проблему решали, не делая ни для кого исключения, то «залезли бы в карман каждого доктора, инвестировавшего в торговый центр».

³⁷ **Даже бывший министр финансов...**: Anderson, "Scrutiny on Tax Rates". Ввиду потенциальных сложностей с изменением налогового законодательства и вследствие снижения прибылей компаний прямых инвестиций в конце 2007 г., ни одно из предложений, представленных в Конгресс США, не получило развития. Администрация Обамы склоняется к тому, чтобы рассматривать фиксированную долю вознаграждения как обычный доход, и в июне 2010 г. в конгресс были внесены новые законопроекты с целью изменения действующего законодательства.

³⁸ **Хотя давление со стороны профсоюзов...**: интервью с Сильверманом; три анонимных интервью; редакционная статья "The Blackstone Tax", *WSJ*, June 20, 2007.

³⁹ **Сенатор Макс Баукс...**: два анонимных интервью с источниками в Вашингтоне, следившими за развитием событий.

⁴⁰ **11 июня Blackstone...**: поправка № 4 к отчету по форме S-1, Blackstone Group LP, 11 июня 2007 г.

⁴¹ **Это в девять раз превышало...**: отчет по форме 14A, Goldman Sachs Group, 21 февраля 2007 г., с. 14.

⁴² **Каскад подзаголовков...**: Henny Sender and Monica Langley, "How Blackstone's Chief Became \$7 Billion Man", *WSJ*, June 13, 2007.

⁴³ **На следующий день, в четверг 14 июня...**: Комитет Сената США по финансовым вопросам, «Информационный выпуск: законопроект Баукуса-Грассли нацелен на публично торгуемые партнерства» от 14 июня 2007 г.

⁴⁴ **Фактически имелись в виду...**: “The Blackstone Tax”, *WSJ*.

⁴⁵ **Вечером того дня, когда Баукус и Грассли...**: интервью с Джеймсом.

⁴⁶ **Рано утром в субботу...**: интервью с Джеймсом.

⁴⁷ **Когда новость о приступе у Джеймса...**: интервью с Порат, 19 ноября 2008 г.

⁴⁸ **К делу подключился Шварцман...**: интервью с Дэвидом Блитцером.

⁴⁹ **В понедельник, завершив последние встречи...**: интервью с Блитцером; письменный ответ Джеймса на запрос авторов.

⁵⁰ **«В ту неделю на нас были нацелены все пушки...»**: интервью с Джонатаном Греем.

⁵¹ **Но SEC уже поставила подпись...**: интервью с Порат и Уайзом; интервью с Фридманом.

⁵² **Когда подвели итоги...**: проспект IPO.

⁵³ **IPO Blackstone стало не только прорывом...**: данные, собранные компанией Dealogic для авторов по состоянию на 8 июля 2009 г.

⁵⁴ **В тот самый день, когда акции Blackstone...**: Julie Creswell and Vikas Bajaj, “\$3.2 Billion Move by Bear Stearns to Rescue Fund”, *NYT*, June 23, 2007.

ГЛАВА 23. ВЫСОКО ЛЕТАТЬ — БОЛЬНО ПАДАТЬ

¹ **30 июня был установлен...**: Peter Moreira and John E. Morris, “Teachers” \$48.5B bid wins BCE”, *Deal*, July 2, 2007.

² **В начале июня спред...**: “Spreads Recover; Heavy Supply Ahead”, Reuters, June 8, 2007.

³ **Но внезапно они столкнулись с тем...**: Jennifer Ablan, “CDO Market Near Halt Amid Subprime Worries”, Reuters, June 26, 2007.

⁴ **Первым LBO, павшим жертвой ...**: пресс-релизы SLM Corporation от 11 июля 2007 г. и 28 января 2008 г.

⁵ **Через несколько недель...**: John E. Morris, “Price Cut for HD Supply”, *Deal*, Feb. 28, 2008.

⁶ **Зимой едва не расстроилась...**: пресс-релиз Clear Channel от 26 марта 2008 г.; Don Jeffrey and Phil Milford, “Clear Channel, Bain, Lee Sue Banks Over Buyout Plan”, Bloomberg News, Mar. 26, 2008.

⁷ **С 2001 по 2005 г...**: «Кризис субстандартного ипотечного кредитования», отчет и рекомендации объединенного комитета по экономике Конгресса США, октябрь 2007 г., с. 10, 18.

⁸ **В сентябре 2007 г. в Великобритании...**: “Ten Days That Shook the City”, *Sunday Times*, Sept. 23, 2007.

⁹ **В одном печально известном случае...**: John E. Morris, “Paying for splitsville”, *Deal*, Feb. 19, 2009.

¹⁰ **Одна из них, покупка подразделения ипотечного кредитования...**: пресс-релиз PNH Corporation от 1 января 2008 г.

¹¹ **Гораздо труднее было выбраться...**: заключение Канцлерского суда штата Делавэр по делу *Alliance Data Systems Corporation против Blackstone Capital Partners*, № . 3796-VCS о закрытии дела по иску Alliance (15 января 2009 г., вице-канцлер Лео Страйн).

¹² **Тем не менее это обошлось ей дорого:** Меморандум о закрытом размещении акций 6-го фонда ВСП.

¹³ **Финальным аккордом стала...**: Peter Moreira, “VCE Buyout Collapses”, *Deal*, Dec. 11, 2008.

ГЛАВА 24. НАСТАЛ ЧАС РАСПЛАТЫ

¹ **Apollo особенно рьяно...**: *Private Equity: Tracking the Largest Sponsors*, Moody’s, Jan. 2008; John E. Morris, “Double Trouble”, *Deal*, July 17, 2008; Vyvyan Tenorio, “The Dividend Debate”, *Deal*, Apr. 16, 2009.

² **Две из них...**: финансовая отчетность компаний.

³ **Blackstone также провела две крупные рекапитализации...**: Travelport — интервью с Полом Шорром-четвертым; интервью с Джефффри Кларком, генеральным директором Travelport, 27 августа 2009 г.; отчет по форме S-4, Travelport, Ltd, от 8 мая 2007 г., с. 88; Health Markets — сведения подтверждены Blackstone.

⁴ **Кроме того, даже самые экстремальные LBO...**: Katia d’Hulster, “The Leverage Ratio: A New Binding Limit on Banks”, Crisis Response Note No. 11, World Bank, Dec. 2009.

⁵ **К июлю 2008 г., когда Vain Capital...**: финансовая отчетность Clear Channel.

⁶ **Apollo, которая в 2006–2007 гг....** Еще одной жертвой в портфеле Apollo...: Morris, “Double Trouble”.

⁷ **Фонд LBO и фонд недвижимости Blackstone...**: Меморандум о закрытом размещении акций 6-го фонда ВСП.

⁸ **Почти у всех компаний...**: данные Blackstone.

⁹ **Cerberus возглавляла консорциум...**: Jui Chakravorty Das, “GMAC Bailout Could Give Cerberus a Floor and Exit”, Reuters, Dec. 30, 2008; Louise Story, “Cerberus Tries to Get Chrysler out of a Ditch”, *NYT*, Mar. 31, 2009.

¹⁰ **К еще более разорительным последствиям...**: Ibid.

¹¹ **Даже инвесторы Cerberus держались в неведении...**: анонимное интервью с несостоявшимся инвестором Cerberus.

¹² **Разорились принадлежавшие KKR...**: David Carey, “KKR Holdings Jump 34% in Value”, *Deal*, Feb. 25, 2010; François Shalom, “Aveos Creditors Agree to Debt Swap for Equity”, *Montreal Gazette*, Jan. 27, 2010; Tiffany Kary and Bill Rochelle, “Masonite Files for Bankruptcy to Restructure Debts”, Bloomberg News, Mar. 16, 2009.

¹³ **На счету Carlyle...**: Chris Nolter, “Hawaiian Telcom Files for Bankruptcy”, *Deal*, Dec. 1, 2008; Andrew Bulkeley, “Carlyle’s Edscha Collapses”, *Deal*, Feb. 3, 2009; John Blakeley and David Carey, “SemGroup Slides into Ch. 11”, *Deal*, July 23, 2008; Alison Tudor, “Carlyle Group-Owned Willcom Inc. Files for Bankruptcy”, *LBO Wire*, Feb. 18, 2010; Neil Sen, “IMO Car Wash Ruling Crushes Mezzanine Lenders”, *Deal*, Aug. 12, 2009.

¹⁴ **TPG потеряла приобретенного в конце 2006 г....**: Carol Vaporean, “Aleris Files for Bankruptcy as Aluminum Mart Slides”, Reuters, Feb. 12, 2009.

¹⁵ **У Thomas H. Lee Partners...**: Vyvyan Tenorio, “It Could Have Been Worse”, *Deal*, Jan. 7, 2010; Vyvyan Tenorio, “The Fallen”, *Deal*, Feb. 19, 2009.

¹⁶ **Forstmann Little...**: Tiffany Kary and Don Jeffrey, “Citadel Broadcasting Can Use Cash During Bankruptcy”, Bloomberg News, Dec. 21, 2009.

¹⁷ **В Великобритании одна из крупнейших...**: Devin Leonard, “Battle of the Bands: Citigroup Is up Next”, *NYT*, Feb. 6, 2010.

¹⁸ **Сделки, заключенные во времена кредитного разгула...**: David Carey, “Buyouts and Banks”, *Deal*, Nov. 30, 2008.

¹⁹ **Самым же дорогостоящим просчетом...**: Geraldine Fabrikant, “WaMu Tarnishes Star Equity Firm”, *NYT*, Sept. 27, 2008.

²⁰ **По оценкам руководства...**: анонимные интервью.

²¹ **Один из соинвесторов Blackstone...**: предварительная отчетность SVG Capital plc, 2009 г., с. 13.

²² **Рекордная покупка энергетической компании TXU...**: David Carey, “Future Shock”, *Deal*, Nov. 24, 2009; Jenny Anderson and Julie Creswell, “For Buyout Kingpins, the TXU Utility Deal Gets Tricky”, *NYT*, Feb. 27, 2010.

²³ **Вскоре после того, как KKR...**: Peter Lattman, Randall Smith, and Jenny Strasburg, “Carlyle Fund in Free Fall as Its Banks Get Nervous”, *WSJ*, Mar. 14, 2008; Henny Sender, “Leverage Levels a Fatal Flaw in Carlyle Fund”, *Financial Times*, Nov. 30, 2009; веб-сайт Carlyle Capital www.carlylecapitalcorp.com

²⁴ **KKR Financial...**: пресс-релизы KKR Financial Holdings LLC, от 24 сентября 2007 г. и 31 марта 2008 г.

²⁵ **Apollo Investment...**: годовой отчет Apollo Investment Corporation за 2009 г., с. 24.

²⁶ **Стабильный поток прибылей...**: Craig Karmin and Susan Pulliam, “Big Investors Face Deeper Losses”, *WSJ*, Mar. 5, 2009.

²⁷ **«В декабре 2007 г...»:** анонимное интервью с консультантом партнеров с ограниченной ответственностью.

²⁸ **У CalSTRS, гигантского фонда...:** Karmin and Pulliam, “Big Investors”; анонимные интервью с консультантом партнеров с ограниченной ответственностью и руководителем компании прямых инвестиций.

²⁹ **Отрасль прямых инвестиций...:** “The Leveraged Finance Maturity Cycle”, *Credit Sights*, Apr. 29, 2009; “Refinancing the Buyout Boom”, Fitch Ratings special report, Oct. 29, 2009; Mike Spector, “Moody’s Warns on Deluge of Debt”, *WSJ*, Feb. 1, 2010.

³⁰ **Питерсон так сильно переживал...:** подтверждено Питером Питерсоном электронным письмом от 25 февраля 2010 г. в ответ на запрос авторов.

³¹ **В том же месяце компания объявила...:** годовой отчет Blackstone за 2008 г., 3 марта 2009 г., с. 158.

³² **Мобильные телефоны Motorola...:** годовые отчеты Freescale.

³³ **«В каждом фонде...»:** интервью со Стивеном Шварцманом.

³⁴ **В начале 2008 г., всего через год...:** пресс-релиз Freescale «Freescale объявляет о смене руководства — генеральный директор и председатель совета директоров Майкл Майер покидает свой пост» от 8 февраля 2008 г.; анонимные интервью с двумя людьми, которым известна подоплека этого события.

³⁵ **Объемы продаж микросхем...:** финансовые отчеты Freescale.

³⁶ **«В такого рода сделке...»:** интервью со Шварцманом.

³⁷ **Гарри Маклоу...:** Jennifer S. Forsyth, “Real-Estate Credit Crisis Squeezes Macklowe”, *WSJ*, Feb. 1, 2008.

³⁸ **Потрясения от распродажи...:** Charles V. Bagli, “Property Deal of the Century Leaves Buyers Underwater”, *NYT*, Feb. 8, 2009; Dan Levy, “Morgan Stanley to Give Up 5 San Francisco Towers Bought at Peak”, *Bloomberg News*, Dec. 17, 2009; Charles V. Bagli, “Buying Landmarks? Easy. Keeping Them? Maybe Not”, *NYT*, Jan. 16, 2010.

³⁹ **Но со снижением арендной платы...:** Charles V. Bagli, “Market’s Troubles Echo in a Building’s Vacant Floors”, *NYT*, Nov. 10, 2008.

⁴⁰ **В 2001 г. Blackstone пережила...:** интервью с Чадом Пайком.

⁴¹ **Однако рецессия взяла свое...:** Peter Lattman and Lingling Wei, “Blackstone Reaches Deal to Revamp Hilton’s Debt”, *WSJ*, Feb. 20, 2010; пресс-релиз Hilton Worldwide от 8 апреля 2010 г.

⁴² **Помимо спада на рынке...:** сообщение Associated Press «Федеральные прокуроры расследуют обвинения против Hilton Hotels» в *Washington Post*, 20 февраля 2010 г.

ГЛАВА 25. СОЗДАТЕЛИ СТОИМОСТИ ИЛИ МАСТЕРА БЫСТРОЙ НАЖИВЫ?

¹ **В опубликованной в 2006 г. статье...:** David Henry and Emily Thornton, with David Kiley, Aug. 7, 2006.

² **Hertz была классическим примером...:** этот раздел основывается на финансовых отчетах Hertz, на углубленном правительственном исследовании LBO и опирающихся на него двух исследованиях, проведенных бизнес-школами: *Private Equity — Recent Growth in Leveraged Buyouts Exposed Risks That Warrant Continued Attention*, Government Accountability Office Report GAO-08–885, Appendix VI, Sept. 2008; *Bidding for Hertz: Leveraged Buyout and Investing in Sponsor-Backed IPOs: The Case of Hertz*, University of Virginia, Darden Business Publishing, Charlottesville, Case Studies UVA-F-1560 and UVAF- 1561, оба исследования обновлены 17 апреля 2009 г.

³ **В исследовании, охватывающем 4701 IPO...:** исследование «Прямые инвестиции и LBO», осуществленное Оливье Готтшлагом по поручению Европарламента, ноябрь 2007 г.; доступно на сайте <http://www.buyoutresearch.org>.

⁴ **Научные исследования также опровергают...:** в своей недавно вышедшей книге «LBO Америки» друг и бывший коллега авторов Джош Косман утверждает, что фонды прямых инвестиций вредят приобретаемым ими компаниям и причиняют ущерб экономике в целом (Josh Kosman, *The Buyout of America: How Private Equity Will Cause the Next Great Credit Crisis*; New York: Penguin, 2009). Однако он неправильно интерпретирует выводы некоторых из приведенных здесь исследований, включая данные о влиянии LBO на рабочие места. Разумеется, мы не соглашались с его общими выводами.

⁵ **Наиболее исчерпывающее исследование...:** *The Globalization of Alternative Investments Working Papers Volume I: The Global Economic Impact of Private Equity* (Cologny/Geneva and New York: World Economic Forum, 2008), далее — исследование WEF). Данные о количестве новых и сокращенных рабочих мест содержатся в отчете: Steven J. Davis, Josh Lerner, John Haltiwanger, et al., “Private Equity and Employment”, 43–64. Полный текст исследования WEF доступен на сайте <http://www.weforum.org/en/media/publications/privateequityreports/index.htm>.

⁶ **Что касается быстрой перепродажи...:** исследование Всемирного экономического форума. Данные о периодах держания инвестиций содержатся в отчете Пера Стромберга, включенном в исследование WEF: Per Strömberg, “The New Demography of Private Equity”, 3–26. Автор проанализировал более 21 397 LBO, осуществленных с 1970 по 2007 г. Сведения о расходах на исследования и разработки содержатся в другом отчете, также включенном в исследование WEF: Josh Lerner, Per Strömberg, and Morten Sorensen, “Private Equity and Long-Run Investment: the Case of

Innovation”, 27–42. Авторы изучили по всему миру 495 компаний, принадлежащих фондам прямых инвестиций.

⁷ **Разумеется, использование кредитного плеча...**: исследование WEF. Данные о частоте дефолтов содержатся в отчете Стромберга, с. 3–26. Среднегодовая частота дефолтов среди компаний, принадлежащих фондам прямых инвестиций, определена Стромбергом на основе исследования 21 397 LBO. Частота дефолтов, которую он выводит для всех компаний, имевших в обращении облигации, основывается на специальном комментарии агентства Moody’s Investors Service: *Default and Recovery Rates of Corporate Bond Issuers (1920–2005)*, январь 2006 г.

Исследование, проведенное в июле 2008 г. Bank for International Settlements: *Committee on the Global Financial System Paper No. 30, Private Equity and Leveraged Finance Markets*, пришло к аналогичному выводу о том, что только малая часть бизнеса, принадлежащего фондам прямых инвестиций, оказалась неплатежеспособной, хотя BIS выводит более высокую частоту дефолтов, чем 1,2% у Стромберга, — от 2,13% до 3,84% для четырех отдельно взятых периодов с 1982 по 2001 г.

⁸ **Другое исследование, проведенное кредитным рейтинговым агентством...**: исследование 220 компаний, поддержанных фондами прямых инвестиций, показало, что всего лишь 1,1% из них оказались неплатежеспособными в период с 2002 по 2007 г., тогда как среди эмитентов высокодоходных облигаций частота дефолтов за тот же период составила 3,4%. *Private Equity: Tracking the Largest Sponsors*, Moody’s Investors Service, Jan. 2008, 5.

⁹ **Разумеется, последняя рецессия с ее всплеском дефолтов...**: к настоящему времени проведено мало исследований о дефолтах в результате финансового кризиса 2007–2008 гг. и последующей рецессии. Одно такое исследование было осуществлено отраслевой группой Private Equity Council, Вашингтон, округ Колумбия. В пресс-релизе, опубликованном в марте 2010 г., PEC сообщает, что в 2008–2009 гг. частота дефолтов в исследованной ею выборке из более чем 3200 компаний, принадлежащих фондам прямых инвестиций с 2000 г., составила всего 2,8%. Среди компаний, прошедших через LBO, но не принадлежащих фондам прямых инвестиций, частота дефолтов достигла 6,2%, как утверждает PEC.

Последние показатели дефолтов, сообщаемые кредитными рейтинговыми агентствами Moody’s и Standard and Poor’s, выше, чем у PEC, однако агентства используют более широкое определение дефолта. Например, в специальном комментарии *\$640 Billion & 640 Days Later* Moody’s утверждает, что 19,4% из числа компаний, принадлежащих 14 крупнейшим американским компаниям прямых инвестиций, допустили дефолт в период с января 2008 по сентябрь 2009 г.

Однако Moody’s включает в число дефолтов не только случаи пропуска процентных платежей и нарушений кредитных ковенантов,

но и те случаи, когда компании реструктурировали часть долга или заменили старый долг на новый со значительным дисконтом. Многие фонды прямых инвестиций и принадлежащие им компании воспользовались паникой на рынках долгового капитала в 2008–2009 гг., предлагая обменять старый долг за часть его номинальной стоимости на новый долг с бóльшим обеспечением и/или более длительными сроками погашения. Это позволило уменьшить долговую нагрузку на компании и упрочить их положение, однако в статистике Moody's такая операция рассматривалась как дефолт.

¹⁰ **«Основная масса денег...»:** анонимное интервью с руководителем компании прямых инвестиций.

¹¹ **В исследовании IPO, проведенном по заказу Европарламента...:** Gottschlag, *Private Equity and Leveraged Buyouts*.

¹² **Более детальное исследование...:** Heino Meerkatt, Michael Brigl, John Rose, et al., *The Advantage of Per se tence: How the Best Private-Equity Firms “Beat the Fade”*, Boston Consulting Group and the IESE Business School of the University of Navarra, Navarra, Spain, Feb. 2008.

¹³ **Проведя анализ своих инвестиций...:** материалы общего совещания группы прямых инвестиций Blackstone, т. 1, ч. II, от 21 апреля 2006 г.

¹⁴ **На самом же деле преобразования начали...:** интервью с Лайонелом Ассантом; интервью с Акселем Хербергом, 10 ноября 2008 г.; анонимное интервью с человеком, знающим положение дел в компании.

¹⁵ **Генеральный директор Gerresheimer...:** интервью с Хербергом.

¹⁶ **Руководивший сделкой партнер Investcorp...:** интервью с Хербергом; анонимное интервью с человеком, знающим положение дел в компании.

¹⁷ **В 2003 г. Херберг встретился:** интервью с Хербергом и Ассантом.

¹⁸ **Цель Херберга...:** интервью с Хербергом и Ассантом.

¹⁹ **Яркой кульминацией...:** интервью с Хербергом; предварительный проспект международного размещения акций, Gerresheimer, 25 мая 2007 г., получен от компании; пресс-релиз «Gerresheimer улучшает результаты деятельности в первой половине 2007 г.», Gerresheimer, 30 июля 2007 г.

²⁰ **IPO Gerresheimer...:** предварительный проспект международного размещения акций; пресс-релиз Gerresheimer, 8 июня 2007 г.

²¹ **Херберг, который сначала управлял...:** интервью с Хербергом. Он ушел с поста генерального директора в 2010 г. и присоединился к Blackstone в качестве партнера.

²² **В случае с компанией Merlin Entertainments... В начале 2010 г....:** Этот раздел основан на интервью с Ником Варни от 3 ноября 2008 г. и интервью с Джо Бараттой. Данные о доходах и EBITDA,

а также подробности истории Merlin Entertainments частично взяты с веб-сайта компании. Данные об инвестициях и долях участия взяты из пресс-релизов о сделках Merlin, а также предоставлены Blackstone.

²³ **В эпоху, когда экономическое производство... Поскольку Blackstone вернула...**: информация и цитаты взяты из следующих источников: интервью с Джеффри Кларком, 27 августа 2009 г.; совместное интервью с Полом Шорром-четвертым и Патриком Бурком, 13 мая 2008 г.; отчет по форме S-4, Travelport Ltd., 8 мая 2007 г.; проспект IPO компании Orbitz Worldwide Inc. (форма 424B4), 20 июля 2007 г.; финансовая отчетность Travelport Ltd., Travelport LLC, и Orbitz Worldwide Inc.; сообщения СМИ.

²⁴ **Даже если бы Blackstone продала...**: оценки авторов основаны на результатах Travelport и рыночной оценке стоимости похожих компаний.

²⁵ **Будучи приобретенными фондами прямых инвестиций...**: недавно проведенное исследование пришло к аналогичному выводу. См.: Heino Meerkatt and Heinrich Liechenstein, *Time to Engage or Fade Away: What All Owners Should Learn from the Shakeout in Private Equity*, Boston Consulting Group and the IESE Business School of the University of Navarra, Navarra, Spain, Feb. 2010.

Другое исследование, изучавшее вопросы корпоративного управления, установило, что директора, работавшие в советах директоров публичных компаний и компаний, принадлежащих фондам прямых инвестиций, также отзываются о последних как о намного более эффективных. См.: Viral Acharya, Conor Kehoe, and Michael Reyner, "The Voice of Experience: Public Versus Private Equity", *McKinsey Quarterly* (Dec. 2008).

²⁶ **Вознаграждения, которые...**: David Carey, "Deliver and You Get Paid", *Deal*, June 4, 2007; Gerry Hansell, Lars-Uwe Luther, Frank Plaschke, et al., *Fixing What's Wrong with Executive Compensation*, Boston Consulting Group, June 2009 ("Learning from Private Equity", 5).

ГЛАВА 26. СЛЕДУЙТЕ ЗА ДЕНЬГАМИ

¹ **Несмотря на все риски...**: Hugh MacArthur, Graham Elton, Bill Halloran, et al., *Global Private Equity Report 2010*, Bain & Co., Mar. 10, 2010, 14; *CalPERS Comprehensive Annual Financial Report — Fiscal Year Ended June 30, 2009*, 85; *CalSTRS Comprehensive Annual Financial Report — 2009* (за финансовый год, закончившийся 30 июня 2009 г.), 69. В отличие от доходности акций и облигаций, определяемой на основе цен, по которым они торгуются, доходность прямых инвестиций определяется на основе стоимости активов, соотносимой со стоимостью аналогичных рыночных активов, т. е. в значительной степени зависит от собственной оценки фондов прямых инвестиций. Правила

бухучета требуют, чтобы компании обосновывали свои оценки стоимости, соотнося их со стоимостью публичных компаний или сделок с участием сопоставимых компаний, либо приводя другие правомочные обоснования. Однако точность таких оценок — и, следовательно, доходности — остается под вопросом до тех пор, пока эти инвестиции не будут проданы в большом количестве. Например, Blackstone недооценила принадлежащую ей компанию Stiefel Laboratories, а продала ее по цене намного выше предварительной оценки ее стоимости.

² **Даже без новых взносов...**: MacArthur, Elton, Halloran, et al., *Global Private Equity Report 2010*, 20 (по оценкам, \$508 млрд); Heino Meerkatt and Heinrich Liechenstein, *Driving the Shakeout in Private Equity*, Boston Consulting Group and the IESE Business School of the University of Navarra, Navarra, Spain, July 2009 (\$550 млрд); Conor Kehoe and Robert N. Palter, “The Future of Private Equity”, *McKinsey Quarterly* 31 (Spring 2009), 11 (\$470 млрд).

³ **Apollo, сделавшая себе имя...**: Christine Idzelis, “PAI Cedes Control of Monier to Senior Lenders”, *Deal*, July 7, 2009; David Elman, “Aleris Files Reorg Plan”, *Deal*, Feb. 10, 2010; Eduard Gismatullin, “Gala Coral Refinancing to Cut Debt 29 Percent to \$2.8 Billion”, *Bloomberg News*, Mar. 13, 2010.

⁴ **Но игра в стервятников...**: Anousha Sakoui, “Vulture Fund Takeover of Countrywide Was More Than Picking the Bones”, *Financial Times*, Feb. 19, 2010.

⁵ **Проанализировав более 40 финансовых организаций...**: интервью с Чин Чу (40 организаций); Zachery Kouwe, “Regulators Seize and Sell Florida’s Biggest Regional Bank”, *NYT*, May 21, 2009.

⁶ **В конце 2009 г. Blackstone...**: пресс-релиз Anheuser-Busch-InBev/Blackstone от 7 октября 2009 г.; пресс-релиз Blackstone от 19 ноября 2009 г.; пресс-релиз British Land от 18 сентября 2009 г.; пресс-релиз Glimcher Realty Trust/Blackstone от 5 ноября 2009 г.

⁷ **Фармацевтический гигант GlaxoSmithKline заплатил...**: пресс-релиз GlaxoSmithKline/Stiefel от 20 августа 2009 г.; пресс-релиз Suntory от 14 сентября 2009 г.

⁸ **Между тем Kosmos Energy...**: сообщение агентства Bloomberg «Kosmos подтверждает продажу доли в нефтяном месторождении» от 12 октября 2009 г. Однако сделка с Exxon-Mobil была отложена из-за возражений со стороны правительства Ганы.

⁹ **Принадлежащий Blackstone оператор больниц Vanguard Health Systems...**: отчет Vanguard за квартал, закончившийся 31 декабря 2009 г., от 9 февраля 2010 г., с. 32.

¹⁰ **Поразительно, но оператор сети медицинских учреждений НСА...**: пресс-релиз НСА от 18 февраля 2010 г.

¹¹ **После двух лет обивания порогов...**: Blackstone утверждает, что не ставила перед собой такую цель.

¹² **В 2009 г., когда отрасль прямых инвестиций уже считали умершей...**: пресс-релиз CalPERS от 15 июня 2009 г. (увеличение доли вложений с 10 до 14%); Keenan Skelly, “Calstrs Raises Target Allocation to 12%”, *LBO Wire*, Aug. 17, 2009; электронное письмо Роберта Уэйлена, пресс-секретаря ревизора штата Нью-Йорк Томаса Ди Наполи (подтверждающее необъявленное увеличение доли вложений с 8 до 10% в конце 2009 г.) от 8 марта 2010 г.

¹³ **LBO, осуществленные в 1991–1992 и 2001–2002 гг...**: годовой отчет Blackstone за 2008 г., с. 4–5.

¹⁴ **«Сегодня все крупные компании прямых инвестиций...»**: интервью с Дэвидом Рубинштейном, 7 июля 2008 г.

¹⁵ **Но прогнозируемая катастрофическая волна...**: Martin Fridson, ““RefiTidal Wave” Unlikely to Spur Massive Defaults”, *Standard & Poor’s / Leveraged Commentary & Data*, June 8, 2009. Cf. Josh Kosman, *The Buyout of America: How Private Equity Will Cause the Next Great Credit Crisis* (New York: Penguin, 2009).

¹⁶ **Например, к весне 2010 г...**: электронное письмо Роберта Фридмана, главного юриста Blackstone, от 31 марта 2010 г. в ответ на запрос авторов.

¹⁷ **Например, в число крупнейших конкурентов...**: Anton Troianovski and Lingling Wei, “Morgan Stanley Property Fund Faces \$5.4 Billion Loss”, *Wall Street Journal*, Apr. 14, 2010; Henny Sender, “Goldman Fund Down to \$30M”, *Financial Times*, Apr. 16, 2010.

¹⁸ **В 2010 г. это подразделение участвовало...**: Peter Lattman, “Soccer Deal Gives KKR a Kick”, *Wall Street Journal*, Jan. 13, 2010; David Carey, “Don’t Use the ‘D’ Word”, *Deal*, June 22, 2009.

¹⁹ **«Если мы не будем постоянно обновляться...»**: интервью с Пракашем Мелвани; достоверность этих слов подтверждена Стивом Шварцманом.

Кэри Дэвид, Моррис Джон

Король капитала

История невероятного взлета, падения
и возрождения Стива Шварцмана
и Blackstone

Руководитель проекта *А. Половникова*

Корректор *Е. Сметанникова*

Дизайн обложки *Ю. Буга*

Иллюстрация на обложке *Gabe Palmer / Alamy*

Компьютерная верстка *Д. Беляков*

Подписано в печать 24.04.2017. Формат 70×100¹/₁₆.

Бумага офсетная № 1. Печать офсетная.

Объем 24,0 печ. л.

ООО «Альпина Паблицер»

123060, Москва, а/я 28

Тел. (495) 980-53-54

www.alpinabook.ru

info@alpinabook.ru

Знак информационной продукции
(Федеральный закон № 436-ФЗ от 29.12.2010 г.)



Авторы ведут повествование с первых дней Blackstone, когда компания состояла всего из двух соучредителей и секретаря, до бума слияний и поглощений. В книге подробно разбираются крупнейшие сделки компании, которые обогатили Шварцмана и его партнеров, попутно раскрываются любопытные детали о многих ныне знаменитых игроках Уолл-стрит, в свое время работавших в Blackstone.

New York Times DealBook

Книга представляет собой беспристрастный анализ рынка прямых инвестиций. Дэвид Кэри и Джон Моррис... получили редкую возможность доступа к руководству Blackstone... что позволило им в увлекательной манере, на основе многочисленных интервью, воссоздать хронику 25-летней истории компании.

Bloomberg Brief – Mergers

«Король капитала» — портрет Blackstone, показывающий, как Шварцман добился блестящих успехов и избежал ошибок конкурентов.

The Financial Times

Авторы связывают повествование о Blackstone с масштабной экспансией прямых инвестиций. Доходчиво объясняют, как развивались долговые рынки — от мусорных облигаций до секьюритизированных займов, как изменялась структура сделок, которые фонды прямых инвестиций финансировали.

The Economist


 **ИФД-Капиталь**

Группа «ИФД Капиталь» создана в 2003 году и является одним из крупнейших в России диверсифицированных холдингов. Инвестиции Группы представлены в нефтегазовой индустрии, секторе банковских и финансовых услуг, строительстве, химической промышленности, массмедиа и высоких технологиях.

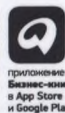
ISBN 978-5-9614-6411-5



Знания, которые меняют жизнь

 **альпина**
ПАБЛИШЕР

заказ книг +7 (495) 980-80-77
и на сайте www.alpina.ru
www.facebook.com/alpinabook



приложение
Бизнес-книги
в App Store
и Google Play