

Бартон Биггс

Вышел хеджер из тумана...

Перевод с английского В. В. Ильина

*Под общей редакцией председателя Совета директоров
«ТИКОМ Менеджмент» В. Ф. Зазовского*



Москва
Санкт-Петербург
2007



АКТУАЛЬНОСТЬ
КОМПЕТЕНТНОСТЬ
ДОСТОВЕРНОСТЬ

HEDGE HOGGING

BARTON BIGGS



WILEY

John Wiley & Sons, Inc.

УДК 339.7
ББК 65.268
Б59

Все права защищены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.

Биггс, Бартон.

Б59 Вышел хеджер из тумана / Бартон Биггс ; пер. с англ. Ильина В. В. ; под общ. ред. Зазовского В. Ф. — Москва : Вершина, 2007. — 400 с. : ил., табл. — ISBN 5-9626-0214-5.

ISBN-13: 978-0-471-77191-3 (cloth)

ISBN-10: 0-471-77191-0 (cloth)

Агентство СІР РГБ

Книга топ-менеджера известной инвестиционной компании Morgan Stanley Бартона Биггса посвящена хедж-фондам и мировым финансовым рынкам в целом. Эта книга о реальных людях, которые профессионально занимаются финансами и инвестированием, об их жизненной позиции, взаимоотношениях, сотрудничестве и соперничестве, об их ежедневных победах и поражениях, о мотивах, которые ими движут, их принципах, тактике и стратегии работы на рынке.

Не будучи руководством по инвестированию или управлению финансовыми средствами, книга тем не менее достойна места в библиотеке профессионала как яркий пример отраслевой мемуаристики. Это оригинальный вводный курс по зарубежным финансовым рынкам с большим количеством реальных примеров применения стратегий инвестирования и формирования инвестиционных портфелей. Книга предназначена для потенциальных инвесторов, желающих более эффективно вложить свои средства, но предпочитающих сначала узнать «кухню» финансовых рынков и инвестиционных компаний.

УДК 339.7
ББК 65.268

ISBN-13: 978-0-471-77191-3 (cloth)
ISBN-10: 0-471-77191-0 (cloth)
ISBN 5-9626-0214-5

© 2006 by Barton Biggs
© Перевод на русский язык,
оформление. ООО «Вершина», 2006

Оглавление

Предисловие к русскому изданию.....	10
Введение	14
Глава 1. Ужин в клубе Triangle Investment. Пробиваясь через хеджевые джунгли.....	17
Непрошенные советы, золочение и мешки с песком.....	18
Тот факт, что вы подлец, не означает, что вы не делец	20
Это джунгли. Ежи убивают своего золотого гуся.....	23
Глава 2. Новые «ежи», возможно, и являются «золотыми мальчиками», но в их жилах все же течет кровь	27
Три парня из Goldman Sachs.....	28
Суперзвезда Ян спит со своим инвестиционным портфелем и скрипит зубами во сне.....	30
Улыбка сползает с лица Гилберта	35
Что случилось с молодым гением рынка технологических акций	38
Глава 3. «Короткая» продажа нефти. О том, как с нами жестоко пошутили	41
Пытка нефтяным «шортом»	44
Глубокий анализ может утопить вас в неприятностях.....	46
Лодка доверия разбивается о рифы.....	49
Я понял, что по сравнению с началом XX века рынок изменился не слишком заметно	53
Глава 4. «Шорты» — не для слабонервных.....	57
Черный Принц	57
Сага о Карибском казино	58
Ужасные клиенты и враждебные брокеры.....	64
Агония продолжается	67

Глава 5. Одиссея создания хедж-фонда: отчаянное, полное ужасов приключение.....	72
Деньги, собранные на конференции Breakers	73
Джим Триггер: сначала ввяжемся в бой, а там посмотрим	78
Фонд фондов — жесткий клиент	82
Поиск нового мессии.....	88
Головные боли, бессонница и уныние.....	90
Глава 6. Мучительные гастроли. Кровь, пот, мытарства и слезы	94
Великий Питер: инвестиционный нимфоман	94
Гастроли в режиме нон-стоп: от надежд к апатии, скепсису и враждебности	97
Долгожданный перерыв: обед с настоящим крупным инвестором	101
Размер — враг дохода.....	105
Путешествия с Чарли	107
Встреча с Маргарет Тэтчер.....	109
Мрак и депрессия по возвращении домой	113
Глава 7. Старт с грузом воспоминаний и сомнений.....	116
А. В. Джонс был пионером.....	116
День первый. Ничего похожего на фанфары	123
Большой «медвежий» рынок и ад в моем животе.....	126
Глава 8. «Ежи» всех мастей и размеров	135
Чтобы быть свиньей, требуется храбрость	136
«Бородатый пророк апокалипсиса».....	140
Как найти смысл среди «шума» и «лепета»	148
Как работает суперзвезда инвестиционного бизнеса?	152
Глава 9. Беспощадность долгосрочных рыночных циклов	165
Частные деньги всегда выбирают неправильное время для входа и выхода.....	166
Различия между долгосрочными и циклическими «медвежьими» рынками	169
«Бычий» рынок и фондовые «пузыри» Японии против Соединенных Штатов.....	173

Долгосрочный «медвежий» рынок 1969–1974 годов	175
Счастье нового старта	179
Глава 10. Сражение за инвестиционное выживание.	
Только дураки или эготисты пытаются поймать	
каждое «дно» и каждый «пик»	182
Большие ожидания от европейских прямых инвестиций	
в капитал (наперекор мировой практике)	187
Анализ прямых инвестиций в капитал на американском	
рынке и удивительные выводы	190
Во время резких движений рынка толпа всегда не права	195
Фактор тещи и другие противоположные индикаторы	199
Глава 11. Связь поколений. Бисмарк и Йельский фонд	203
Лесные уголья для детей, наследующих деньги	203
Фонд Йельского университета: от банкротства через забытие	
к вершинам славы	208
Глава 12. Мистика природы и тупость коллективного	
мышления	219
Числа Фибоначчи впечатляют, но они слишком мистичны	
для анализа рынков	223
Описание Адама Смита	225
Коллективное мышление = Коллективная	
тупость + Авторитаризм: Встречам инвесторов необходима	
небольшая ажитация и полемика	227
Но авторитаризм не менее опасен	233
Никакого коллективного разума не существует	235
Глава 13. «Интернет-пузырь». Я бы предпочел кондиционер	238
Индекс Доу по версии Джима Гласмэна — 36 000 пунктов:	
провокационная глупость	239
Толпа ликовала	243
Следующий «бычий» рынок: Африка и Ближний Восток	246
Глава 14. Все великие инвестиционные управляющие — очень	
дисциплинированные маньяки	255
Не цепляйтесь за убыточные позиции: крупные инвесторы	
всегда отсекают свои потери	259
Визуалы, аудиалы и внимательное чтение	262

Глава 15. Любовь клиентов прямо пропорциональна вашим последним инвестиционным результатам.....	269
Управление активами — не для каждого, или Глотание пыли.....	270
Даже суперзвезды иногда падают	271
Даже консервативные циники теряют клиентов	277
Даже знаменитые инвесторы имеют золотые периоды.....	282
Глава 16. Как удержать в руках птицу удачи?.....	286
В смутные времена спасают драгоценности	286
Считайте прибыль с учетом накладных расходов и налогов.....	290
Венчурный капитал — «гламурненько», но рискованно... зато вы можете получить огромную прибыль.....	294
Относитесь к выбору хеджевых фондов скептически и с осторожностью.....	299
Не отдавайте себя в жертву хеджевым ежам сами, доверьте это дело фондам фондов.....	303
Вложения в произведения искусства: не относитесь к этому, как к инвестициям.....	304
Глава 17. Три инвестиционные религии. Конфессии роста, ценности и агностики	312
Распознать акции роста чрезвычайно трудно	312
Инвесторы в ценность любят уродливые компании	314
Агностики верят в то, что ничто не вечно.....	316
Рост или ценность: какая стратегия работает лучше?.....	316
Глава 18. Издержки размера.....	323
Раздувание компаний и бюрократия	323
Великие всегда будут идти своим собственным путем	326
Терпение — это достоинство, которое очень сложно обрести.....	329
Инвестиции — игра с нулевой суммой	333
Глава 19. «Пузыри» и истинный поклонник.....	339
Два типа «пузырей»: плохие и очень плохие.....	340
Знаменитая длинная волна в экономике.....	342
Истинный поклонник золота.....	345

Глава 20. Божественное провидение или инсайдерская информация? Рассказ, от которого в ваших жилах застынет кровь	352
Тайна Wall Street Journal Джада	356
Джада пробирает холодная дрожь.....	359
«Ты получил дар предвидения, парень»	362
Глава 21. Джон Мэйнард Кейнс. Экономист, управляющий хеджевым фондом и просто занимательная личность	372
Самый влиятельный экономист XX столетия	372
Блестящий юношеский интеллект	375
Превращение в политического мыслителя.....	378
Кейнс и его хеджевый фонд.....	379
Изменения в личной жизни: становление серьезного экономиста.....	381
Инвестиции Кейнса во время Великой депрессии	383
Крупные ставки и инстинкт игрока	387
Материальные и личные проблемы в конце 1930-х годов и во время Второй мировой войны	392
Заключение	396
Рекомендуемая литература.....	397

Предисловие к русскому изданию

«Вышел хеджер из тумана...» — так мы решили перевести название книги одного из топ-менеджеров известной инвестиционной компании Morgan Stanley в прошлом и учредителя собственного успешного хедж-фонда в настоящем — американца Бартон Биггса.

Оригинальное англоязычное название книги Биггса весьма необычно — «hedgehogging» (хеджхоггинг). Это слово невозможно найти ни в одном из двуязычных и даже специальных толковых словарей, это — аллюзия, опирающаяся на два английских слова: hedging (хеджирование) и hedgehog (еж). Обо всех зашифрованных в названии нюансах и о том, как «хеджирование» сочетается с «ежами», не прочитав книги, можно только догадываться. Если с «хеджированием» все более-менее понятно, то hedgehog — настоящий «ежик в тумане», многозначность толкований которого включает широкий спектр значений от «похмелья» до буквального «колючая свинья»...

Однако автору трудно было бы придумать более удачное название для своей книги, поскольку в ней он делится уникальным опытом основания и управления собственным хедж-фондом. Его фонд оказался успешным — всего за три года существования (с 2003 года) стоимость активов фонда, привлеченных в доверительное управление, превысила 1 млрд долларов США. Тем не менее создание хедж-фонда или участие в нем, вопреки расхожему мнению, совсем не обязательно являются гарантированным путем к финансовому успеху для владельца, менеджера или инвестора. По признанию Бартон Биггса, именно от последнего заблуждения он и пытается, помимо прочего, предостеречь читателей в своей книге.

Книга Бартон Биггса посвящена не только всему, что связано с хедж-фондами, но и мировым финансовым рынкам в целом.

Точнее сказать, эта книга о реальных людях, которые профессионально занимались и занимаются финансами и инвестированием, об их жизненной позиции, взаимоотношениях, сотрудничестве и соперничестве, о профессиональных победах и поражениях. В отдельных главах книги, каждая из которых фактически является интереснейшим самостоятельным рассказом, автор делится впечатлениями от деловых и дружеских встреч со многими известными на Западе людьми, часто представленными под псевдонимами, но легко узнаваемыми для коллег и клиентов: финансовыми и инвестиционными менеджерами, владельцами и руководителями компаний, крупнейшими участниками мировых финансовых рынков. Своеобразная психологическая портретная галерея этих ярких, но очень разных и не всегда приятных в человеческом отношении профессионалов; попытка понять и отразить их побудительные мотивы, принципы, тактику и стратегию работы на рынке являются одним из основных достоинств достаточно откровенной, в том числе и по отношению к самому автору, книги Бартона Биггса.

В России в силу известных исторических причин финансовые рынки пока еще не так развиты и масштабны, не так разнообразны и изощренны, как на Западе. Однако и за короткую пятнадцатилетнюю историю новой России мы уже успели пережить и отечественный «биржевой бум» начала 1990-х годов, и стремительный взлет многочисленных инвестиционных холдингов, оказавшихся «финансовыми пирамидами», и мировой финансовый кризис конца XX века. Сейчас, с учетом опыта сумасшедших 90-х, финансовые рынки России развиваются более устойчиво и целенаправленно благодаря последовательному совершенствованию нормативной базы и при очевидной законодательной поддержке государства. Функционируют и расширяются фондовый и валютный рынки, развиваются срочные инструменты, предпринимаются шаги для обеспечения реальной — вслед за декларативной — конвертируемости рубля, делается многое для повышения заинтересованности граждан к инвестированию своих накоплений в национальную экономику. Одной из отечественных форм такого инвестирования являются активно рекламирующие свои услуги паевые инвестиционные фонды (ПИФы) — «младшие родственники» зарубежных хедж-фондов.

Без сомнений, по истечении некоторого времени российские финансовые рынки и наиболее эффективные отечественные компании станут неотъемлемой и, хочется верить, не второстепенной частью общемирового рынка капитала.

В этой связи книга Бартона Биггса представляет безусловный интерес для российского читателя. Не являясь классическим учебником или руководством по инвестированию или управлению финансовыми средствами, книга «Вышел хеджер из тумана...», по нашему мнению, достойна места в библиотеке профессионала — в качестве как минимум яркого примера отраслевой мемуаристики. Для студентов финансовой или экономической специализации книга является прекрасным вводным курсом по зарубежным финансовым рынкам с большим количеством реальных примеров применения различных стратегий инвестирования и формирования инвестиционных портфелей. Книга заинтересует и обычного гражданина — потенциального инвестора, начинающего задумываться о том, как и куда более эффективно вложить (но не на обычный банковский счет или депозит или, тем более, «в чулок») свои средства, но желающего сначала составить для себя представление, что же из себя изнутри представляют финансовые рынки и инвестиционные компании.

Для последней категории читателей представляется важным дополнительно пояснить следующее. Несмотря на то что «хедж-фонд» и «хеджирование» созвучны, и в своей практике хедж-фонды используют в том числе и технику хеджирования, эти понятия во многом не только не совпадают, но и прямо противоположны. Цель любого хедж-фонда или ПИФа — получение максимальной прибыли на собственные вложенные средства, невозможное без принятия на себя значительных рисков. Собственно хеджирование — это техника минимизации ценовых, валютных или процентных рисков для предотвращения — часто за счет отказа от потенциальной прибыли — убытков при неблагоприятном развитии рыночной ситуации.

Поэтому вслед за Бартоном Биггсом еще раз повторим: хедж-фонд не является синонимом полной безопасности ваших инвестиций. Если ваша цель — не погоня за максимально возможной прибылью, а страхование своих активов от рыночных рисков, то ваши потен-

циальные партнеры — не хедж-фонды, а компании, специализирующиеся на хеджировании...

Однако наше предисловие несколько затянулось.

Вместе с Бартоном Биггсом мы приглашаем вас, наши уважаемые читатели, особенно тех, кто представляет себе финансовые рынки и работу хедж-фондов достаточно туманно, открыть для себя, насколько различным бывает «содержание карманов» у хеджеров, а также кому и как — менеджеру хедж-фонда или «инвестору» — приходится «водить». Ведь инвестирование собственных средств — это не детские игры под заборную считалку.

*Виктор Зазовский,
председатель Совета директоров
«ТИКОМ Менеджмент»*

Введение

Сейчас, когда мы переживаем вялые последствия сильного «бычьего» рынка 1990-х и «кровавой резни» спекулянтов, вызванной взрывом фондового «пузыря», к профессиональным инвесторам относятся с презрением. Их рассматривают как переоцененные разномастные команды, которые много обещали, но мало сделали. Более всех окутаны тайнами и вызывают недоверие хеджевые фонды. Их обвиняют в каждой судороге, происходящей на финансовых рынках, и существует мнение, что они часто совместно участвуют в порочных сговорах, цель которых дестабилизировать ситуацию. Некоторые видят в хеджевых фондах финансовых пиратов, которые как жадные и порочные ежи охотятся на беззащитных младенцев. В итоге результаты инвестирования хеджевых фондов, если рассматривать их в целом, пришли в упадок. Действия хеджевых фондов в последнее время вызывают уныние.

Каждый знает, что в свое время хеджевые фонды показывали резкий и значительный рост. Их активы выросли от 58 млрд долл. в 1991 году до 972 млрд долл. к концу прошлого года. Остается совершенно непонятным, насколько бизнес хеджевых фондов зависит от рыночной конъюнктуры и реагирует на ее изменения. По данным Morgan Stanley, в 1999 году после восьми лет роста рынка доходы в этом финансовом секторе (выплаты плюс компенсации) достигли 43 млрд долл. при активах в 456 млрд долл., т. е. составляли 9,4 % от активов. Позже, когда цены акций упали, даже при том, что хеджевые фонды работали хорошо, доход за последующие три года (к 2002 году) уменьшился приблизительно до 8 млрд долл., или на 81 %. Затем рынок акций вновь оживился, и в 2003 году доходы хеджевых фондов достигли очередного максимума в 45 млрд долл., после чего произошло новое падение рынка 2004 года.

Я надеюсь, что последующие главы, в которых представлено авторское видение инвестиционного бизнеса и субъективные оценки его

профессиональных участников, помогут читателям понять силу и напор, слабость и ненадежность тех мужчин и женщин, которые управляют деньгами других людей.

Я также попытался показать тот экстаз и восторг, который возникает при удачных результатах инвестирования, и описать муку и отчаяние, являющиеся результатом принятия неправильных решений. Однако при всех своих недостатках работа профессионального инвестора все еще остается одной из наиболее интригующих, многообещающих и высокооплачиваемых.

Кстати, столь жадные до денег профессиональные инвесторы, или «ежи», одновременно необычно щедры, когда речь идет о благотворительности. Кроме того, многие из них жертвуют не только деньги, но и свое время, которое является более драгоценной валютой. Во многом они стали основателями нового благотворительного класса.

Чтобы избежать случайных незаслуженных оскорблений и инсинуаций многие имена, места и даты были мной изменены. При этом описания некоторых людей практически превратились в собирательные образы из-за смешения характеристик различных фирм и личностей. С одной стороны, я надеюсь, что мои усилия по подобной маскировке были эффективны. С другой стороны, многие события, которые я описал, происходили на самом деле. У меня есть весомый повод заявить о правдивости старой поговорки, гласящей, что правда часто выглядит более фантастично, чем вымысел.

Почему я написал эту книгу? Потому, что я люблю этот бизнес и очарован его участниками. За много лет я обнаружил, что регулярные записи или ведение дневника, не только помогают мне выкристаллизовать собственные взгляды на инвестиции, но и фиксируют правильные и неправильные инвестиционные решения, что дает мне очень поучительный опыт на будущее. Дневник помогает узнать, в каких случаях выводы о людях и событиях были правильны, и указывает на промахи. Тот же эффект, который достигается некоторыми инвесторами, когда они приходят к определенным выводам и сортируют их во время разговора, я получаю от записи. Для меня ведение записей — важная часть инвестиционной и личной дисциплины.

Эта книга — коллекция наблюдений и анекдотов. Некоторые из них напрямую связаны с событиями, которые происходили в ком-

пании Morgan Stanley, когда я в ней работал, и с ее легендами. Другие, более свежие, связанные с созданием хеджевого фонда, в котором я являюсь руководящим партнером, и возникли в результате некоторых неудачных инвестиционных решений. В книге есть портреты моих друзей и знакомых по инвестиционному бизнесу. Приведены также несколько воспоминаний и отдельных беспризорных мыслей о сражении за инвестиционное выживание. Эта книга — не учебник для начинающих с практическими рекомендациями. На ее страницах вы не найдете ответов на вопросы о том, как успешно вложить капитал, поскольку я сам этого не знаю.

Одна из притягательных особенностей инвестиционного бизнеса заключается в том, что он наполнен замечательными образами, что особенно характерно для хеджевых фондов, привлекающих сильных, одержимых и часто эксцентричных личностей. Ежи — весьма интригующие животные, а хеджевые ежи, находящиеся в бесконечном поиске инвестиционных желудей, часто выказывают свои и самые лучшие, и самые плохие характерные черты. Книга «Вышел хеджер из тумана...» предлагает взгляд посвященного лица, который, как я надеюсь, будет интересен всем читателям, независимо от их инвестиционного опыта.

*Бартон Биггс
Нью-Йорк, декабрь 2005 года*

ГЛАВА 1

Ужин в клубе Triangle Investment. Пробиваясь через хеджевые джунгли

Вчера вечером я был на ужине в клубе Triangle Investment. Там присутствовали еще приблизительно 25 парней, около половины из которых представляли хеджевые фонды, а другая половина гостей состояла из очень активных инвестиционных управляющих, ориентированных исключительно на долгосрочные вложения капитала. По возрасту эту компанию людей тоже можно было разделить примерно пополам. Много выдающихся представителей «старой гвардии» с вьющимися седыми волосами и хриплыми голосами, с трудом выговаривающими слова, но много и вкрадчивых скользких молодых парней, говорящих скороговоркой. Независимо от возраста каждый из них был инвестиционным управляющим того или иного типа.

Triangle — инвестиционный клуб, предназначенный главным образом для мужчин, которые встречаются один раз в месяц, чтобы обменяться идеями и узнать рыночные предпочтения друг друга. Я не хожу туда слишком часто. Только под настроение. Для посещения таких мест нужно уметь создавать и сохранять на своем лице особую маску, поскольку, несмотря на то что каждый из присутствующих выглядит дружелюбно и весело, члены этого клуба являются одними из самых конкурирующих между собой людей в Соединенных Штатах. На этих встречах определенно имеются возможности для взаимодействия и общения, но они точно не дадут возможности расслабиться в атмосфере дружеского вечера со старыми проверенными товарищами по оружию.

В этот раз все происходило по обычному сценарию. Мы стояли с напитками в руках и в течение получаса или около того сплетничали главным образом о том, как тяжело в наше время делать деньги. Я болтал с Джонатаном, управляющим хеджевым фондом

стоимостью миллиард долларов, знаменитым магнатом, летающим повсюду только на собственном самолете. Я знал его с тех пор, как он был молодым аналитиком в легендарном хеджевом фонде Tiger Джулиана Робертсона. Этот парень мне нравится. Он один из тех, кто говорит вам именно то, что имеет в виду.

Сегодня он рассказывает мне, что через неделю у его старшей дочери десятый день рождения, и поэтому вчера вечером он спросил ее: какой подарок она хотела бы получить к этой знаменательной дате. Она посмотрела на него и спросила: «Я могу попросить все, что захочу?» Он ответил: «Да». На что дочь заявила: «А ты не рассердишься? Это связано с самолетом». Джонатан был ошеломлен. Кого он породил? Бедная маленькая богатая девочка! Она уже хочет иметь свой собственный самолет. Не без трепета он спрашивает: «Хорошо. Что же ты хочешь?» «Папа, — отвечает она, — мне почти 10 лет, а я никогда еще не летала обычным коммерческим рейсом. Все другие девочки это делали. И больше всего мне хочется приехать в настоящий аэропорт, сдать багаж, пройти через проверку службы безопасности, зарегистрироваться и куда-нибудь полететь. Папа, меня действительно смущает то, что я никогда этого не делала». Вот так! Воспитывать детей ох как не просто!

Непрошенные советы, золочение и мешки с песком

Затем мы разместились за длинным столом, украшенным свечами и свежими цветами, и Леон, который являлся в тот вечер распорядителем, открывает заседание. Не более чем за четыре минуты каждый присутствующий рассказывает о своей любимой акции или инвестиционной концепции с указанием причин, по которым они его привлекают. При этом каждый считает нужным высказать свои замечания, и в результате дается множество непрошенных советов. Поскольку любой из присутствующих стремится максимально полно высказать свою точку зрения, распорядитель должен быть безжалостен при отключении микрофона, иначе наш ужин мог бы затянуться на всю ночь. Некоторые говорят, что они выносят для себя с такого ужина множество идей. Не могу сказать

о себе то же самое, но замечу, что вы действительно уходите с вечера с ощущением того, что знаете, как в данный момент настроены члены клуба, и какие инвестиционные идеи они считают наиболее «горячими».

Вчера вечером я почувствовал замешательство. Соотношение между «лонгами» и «шортами»* было довольно сбалансированным. Некоторые выступления пугали воображение большим количеством агрессивных гипотез. Один молодой парень весьма энергично рассказывал фантастическую историю о рискованной малазийской нефтяной компании, работающей в береговой линии Борнео, которая по своим запасам конкурирует с Северным морем. Ну конечно! Другой парень — менеджер взаимного фонда — рассказал о новом хирургическом методе, снижающем риск импотенции от заболеваний простаты на 75 %. Затем последовал обычный пересказ новых и старых историй, взятых из Интернета, а также обсуждение всего и вся — от пищевых добавок до нанотехнологий.

Предполагается, что в своем выступлении вы рекомендуете то, в чем вы сами уже участвуете. Большинство парней объявляет свои позиции до начала выступления. Как обычно, в этот вечер было много циничных, сардонических сцен, а также прозвучали обвинения в золочении и как бы шуточные выкрики: «Мешок с песком». Под *золочением* понимается подготовленный для выступления приукрашенный вариант вашей истории, заключающийся в некотором преувеличении реальных фактов и ваших собственных полученных выгод. Другими словами, если вы вкладываетесь в акции Symantec и заявляете, что они дешевы, поскольку эта компания собирается существенно увеличить свой доход в следующем году, вы в своем выступлении в клубе можете завысить оценку этого дохода с 3,5 долл. до 3,75 долл. на акцию, тогда как на самом деле даже доход, равный 3,3 долл., будет выглядеть как небольшое чудо. Никто не может точно предсказать доход экзотической технической компании, а значит, почему бы не помечтать немного?

* «Лонги» или «длинные» торговые позиции возникают в результате покупки ценных бумаг. «Шорты» или «короткие» позиции образуются при продаже ценных бумаг, взятых в долг у брокера с целью дальнейшего их выкупа «закрытия позиции», по более низкой цене. — *Примеч. пер.*

Золочение — относительно незначительное нарушение, потому что каждый из нас все время занимается этим в той или иной степени. Члены клуба имеют встроенные в их мозг очень чувствительные датчики, так что вопиющее перевираание фактов будет иметь неприятные последствия и бросит тень недоверия на рассказчика. Кроме того, члены клуба, которые разбираются в той или иной представляемой на их суд теме, не испытывают угрызений совести и не считают зазорным грубо прервать и поправить выступающего. Это может быть весьма неприятно, но в этом и заключена часть обаяния подобных вечеров. Если кто-то рассказывает оригинальную историю, и его никто не перебивает, это означает, что его идея является, по крайней мере, свежей и пригодной для реального воплощения.

Подсовывание членам клуба *«мешков с песком»* — намного более серьезное преступление. Вас могут даже вышибить из клуба, если застигнут на месте преступления с поличным. «Мешками с песком» называют в высшей степени «позолоченные» истории, которые рассказываются с целью привлечения покупателей на те акции, которые рассказчик в это время тайно продает. Одно дело, когда вы рекомендуете инвестиционные позиции, в которых сами уже находитесь, о чем, как было указано выше, большинство членов клуба заранее предупреждает своих слушателей. Подсовывание *«мешков с песком»* — это совсем иное. Данный метод нечестен, это обман и нарушение правил рыночной игры.

Тот факт, что вы подлец, не означает, что вы не делец

Одного парня по имени Ричард, который имел обыкновение быть участником подобных встреч, всегда подозревали в том, что он «мешочник». Но такое серьезное правонарушение очень трудно доказать, а поскольку его действия никому не принесли вреда, на его «мешки с песком» закрывали глаза. Кстати, Ричард — один из тех парней, которые настаивают на том, чтобы их называли именно Ричардом, а не Диком.

В настоящее время в хеджевом бизнесе работают скользкие парни, которые были замешаны в историях, связанных с использованием

инсайдерской информации. Ричард не менее скользкий человек, хотя и имеет гарвардскую обличку, носит причудливые костюмы и говорит с намеком на бостонский акцент. Ричард довольно давно возвращается в этот бизнес, и один из членов клуба некоторое время был его партнером. Их сотрудничество закончилось неприятным судебным процессом. Однажды Ричард высокомерно охарактеризовал себя как человека, который сделал себя сам, на что его бывший партнер заметил: «И теперь вы поклоняетесь своему создателю». Ричард очень шикарен, очень неприятен, и зарабатывает деньги главным образом для себя. Но он подает свои инвестиционные истории с большой уверенностью и четкостью, и я предполагаю, что именно поэтому мы терпим его так долго.

Несколько лет назад мы с Ричардом сыграли четыре или пять партий в теннис. Это было ужасным, нервирующим испытанием даже при том, что я знал, что играю лучше, чем Ричард. Если мяч после моего удара ложился близко к линии, он часто, хотя и не всегда, называл это аутом. Если при его подаче мяч явно уходил за пределы площадки на несколько дюймов, Ричард обязательно подходил к сетке, чтобы рассмотреть след от мяча. Все это очень нервировало и заставляло колебаться при принятии решений в спорных ситуациях. Когда я выигрывал серию геймов, Ричард усаживался на скамейку и не менее пяти минут перевязывал свои кроссовки. Иногда он неверно называл счет, при этом всегда ошибаясь в свою пользу. Я рассказывал об этом своим знакомым и знаю, что у них с этим парнем возникали те же проблемы. Один из них поведал мне, что однажды Ричард захотел начать сет заново, когда его противник повел 3:0. Проблема общения с ним во время игры заключалась в том, что любая попытка указать ему на нечестную игру превращалась в отвратительную сцену, свидетели которой решили бы, что оба ее участника недоразвитые сопляки. В результате вы начинаете вести игру очень тщательно и стараетесь не подавать мячи близко к линиям. Каждый раз, когда мы заканчивали матч, я решал, что он был последним, но Ричард уговаривал меня сыграть еще раз. Как я уже говорил, я определенно знал, что играю лучше его, но его уговоры и жалкий вид заставляли меня пойти ему навстречу. В итоге, когда мы играли уже в четвертый раз, он все-таки победил. После этого он разозлил меня еще сильнее тем, что немедленно растрезвонил

о своей победе среди наших общих знакомых, представив это как обычное для него достижение.

В конце концов Ричард зашел слишком далеко. На одной из встреч в клубе Triangle он рассказал интригующую историю о компании, которая тайно разработала очень эффективный препарат для потери веса без побочных эффектов. Он даже отбарабанил его состав, который ничего не говорил никому из присутствующих. Вы просто принимаете пилюли два раза в день и уже через месяц теряете 10 фунтов веса! Очевидно, такой препарат должен взорвать рынок фармацевтических акций! Ричард сообщил нам, что он видел результаты тестов препарата, проведенных «вслепую», и процитировал выводы, сделанные Stanford Research Group и AMA. Одобрение данного препарата комиссией по продовольствию и лекарствам (FDA) казалось неизбежным. Многие члены клуба знали об упомянутой компании, которая имела в своем штате несколько видных ученых и занималась биотехнологиями, но ее финансовые дела были плохи. Компания объявляла, что работает над препаратом для потери веса, но аналитики биотехнологической отрасли относились к таким заявлениям скептически.

Слушателей заинтриговала история, рассказанная Ричардом. Если дело обстояло именно так, то цены биотехнологических акций в скором времени должны были взлететь в космос. Ричарду задали множество каверзных вопросов, на которые он удачно ответил. Я уже упоминал, что его выступления всегда были полны уверенности и здравого смысла. «Смотрите, — сказал он, — я в течение многих лет знаком с бывшим председателем компании Pfizer, директором Стэнфордского университета. Все мы знаем, что о генетике ничего нельзя сказать с полной уверенностью, но он рассказал мне, что при испытании этих пилюль на крысах получены чудесные и ранее не виданные результаты. При этом не замечено никаких побочных эффектов. Крысы лишь стали выделять намного больше мочи, но ее состав не изменился. Так что поступайте, как хотите. Лично я уже вложил в акции этой компании значительную сумму и собираюсь добавить еще».

На следующий день некоторые члены клуба выставили биржевые ордера о покупке и были несколько удивлены, когда их поручения были исполнены быстро и в полном объеме. Это удивление рассе-

ялось две недели спустя, когда однажды утром та самая компания внезапно объявила, что она отозвала свою заявку из комиссии FDA. Выяснилось, что препарат действительно заставлял крыс похудеть, но одновременно вызывал неизлечимый рак желудка, приводящий к смерти. Курс акций компании немедленно упал. Я присутствовал на следующей встрече клуба, на которую Ричард не явился. Во время ужина один из парней по имени Джон рассказал, что у него возникли подозрения, когда его очень крупный ордер был полностью исполнен практически мгновенно. Он проверил, кто являлся столь крупным продавцом этих акций. Им оказался брокер, услугами которого обычно пользовался Ричард!

Члены клуба переглянулись, словно те фермеры, которые наконец выяснили, кто постоянно крал их рогатый скот. На встрече в следующем месяце Джон, крупный серьезный мужчина с большими руками, и несколько других парней прижали Ричарда к стенке. Тот изворачивался и уверял, что он продал лишь небольшую часть своих акций, чтобы облегчить проигрышную позицию. «Пошел вон, ты, кусок дерьма», — спокойно сказал Джон, и Ричард выполнил его указание. Больше он не посещал собрания клуба, и я слышал, что он переехал в Лос-Анджелес.

Это джунгли. Ежи убивают своего золотого гуся

Так или иначе, после ужина вчера вечером некоторые из нас сидели и сплетничали о хеджевых фондах. Члены Triangle клуба, самоуверенные ветераны инвестиционных войн, не стесняются выражать свое мнение, и все мы знаем друг друга в течение многих лет. Оскорбления посыпались подобно шрапнели в плохой день в Багдаде. Перепалка началась, когда кто-то отметил, что в Соединенных Штатах теперь существуют 8000 хеджевых фондов и что их капитал, составлявший 36 млрд долл. в 1990 году, увеличился в настоящее время, вероятно, до триллиона долларов. Управляющий долгосрочного инвестиционного фонда на это ехидно заметил: «Золотой век для хеджевых фондов заканчивается, и заканчивается он восклицательным знаком. Большой объем капитала и ко-

личество талантливых специалистов, собранных ныне в хеджевых фондах, означают, что рынок любых активов находится сейчас под интенсивным воздействием безумных инвесторов, которые целыми днями пялятся в экраны, перелопачивают массивные базы данных и перекачивают огромные суммы денег со скоростью молнии. Это дает эффект увеличения цены бумаг и сокращения доходности любых инвестиций. Явные отклонения устраняются теперь практически немедленно. В действительности прибыль, доступная хеджевым фондам, должна быть перераспределена среди увеличившегося количества их “родственников” с большими деньгами, что приведет к более низкой рентабельности инвестированного фондами капитала. Риски также повышаются, поскольку хеджевым фондам приходится открывать большие по объему и более концентрированные позиции. Вы — жадные боровы, которые находятся в процессе уничтожения вашего собственного золотого гуся. Это уже не опасность смерти, это сама смерть».

«Не дождетесь, — отреагировал один из менеджеров хеджевого фонда, оторвавшись от своего стакана с бренди. — Золотой гусь гораздо более жирный, чем вы думаете».

«Происходящие сейчас глобальные изменения ведут к катастрофе, — сказал другой парень, глядя на меня. — На рынке слишком много новых игроков. Приходится действовать очень быстро». Я уставился на него.

«Рынок сейчас похож на джунгли, — продолжил он. — Крупных спекулянтов и инвесторов стало так много, что они сталкиваются друг с другом. За последние шесть месяцев появилось, должно быть, несколько сотен новых крупных хедж-фондов, сформированных парнями, которые думают, что они новые Стэны Дракенмиллеры или Льюисы Бэконы. Некоторые из них слишком зелены и пугают своей глупостью. Они большие и неуклюжие и поэтому могут травмировать вас при столкновении. Кроме того, вокруг развелось множество биржевых подразделений, созданных всеми крупными инвестиционными банками, плюс различные центральные банки-жулики, подобные банку Negara, и нигерийцы. На прошлой неделе я был зажат азиатским центральным банком и каким-то паникующим парнем из нового хеджевого фонда. Все это сильно дезориентирует!» Однако говоривший не производил впечатление пострадавшего при

столкновении, а выглядел загорелым и отдохнувшим, поэтому я проигнорировал его слова.

«Это похоже на игру на деньги, в которую вступают более крупные и более грубые парни. В результате со временем игра становится все более жесткой и опасной, — хмуро заметил один из менеджеров хедж-фонда. — Все сейчас сидят на стероидах. Уровень насилия возрастает. Это уже больше похоже на американский футбол».

«Поскольку все больше фондов неспособно заработать достаточную прибыль, чтобы покрыть затраты на выплату своих зарплат, — вставил другой парень, — любовная интрига с хеджевыми фондами подходит к концу. Размер прибыльного пирога не увеличивается, в то время как на него нацеливается все больше едоков. Не спрашивайте, по ком звонит колокол; он звонит по вам».

«Я бы не сказал, что размер пирога не растет, — возразил я. — Когда в наш бизнес влезают все эти новые наивные идиоты с большими амбициями и планами, но не имеющие ни малейшего опыта, многие из них получают хорошую взбучку. Их потери становятся нашей добычей». Я заметил, что в этот момент один из ветеранов посмотрел на меня так, как будто бы он думал: «Кто ты такой, чтобы рассуждать о наивных талантах?»

«Лeverидж, лeverидж, лeverидж* — вот что в конечном счете погубит вас, ребята, — сказал один из долгосрочных инвестиционных менеджеров. — Фактически с тех пор как LTCM** с его огромным балансом и различными формами хвостовых производных (что бы это ни значило) потерпел крушение, хеджевые фонды утратили свое влияние. Их место заняли инвесторы как индивидуальные, так и в виде фонда фондов, постоянно увеличивающие лeverидж. Клиентов этих фондов не устраивает низкая прибыль, поэтому управляющим приходится обращаться в банк и брать кредит.

* «Лeverидж» или «кредитное плечо (рычаг)» возникает при заимствовании денежных средств (или ценных бумаг) для осуществления биржевых операций под залог имеющихся активов. Размер плеча определяется отношением объема заимствованных средств к размеру собственных активов. — *Примеч. пер.*

** LTCM — Long Term Capital Management — инвестиционный фонд, снискавший мировую славу, благодаря штату «звездных» специалистов. Первое время обеспечивал своим клиентам фантастическую прибыль. Однако затем потерпел крах, не сумев обеспечить покрытие заемных средств. — *Примеч. пер.*

И банки, особенно европейские, с удовольствием идут навстречу своим богатым клиентам, предлагая им кредиты и подкрепляя свои хеджевые холдинги. Теоретически это имеет смысл. Ведь диверсифицированная «корзина» хеджевых фондов обладает гораздо более низким показателем волатильности*, нежели отдельно взятый фонд, так почему бы им не увеличить лeverидж ради увеличения своих доходов?»

«Да, — заметил кто-то еще, — это имеет смысл, но только до того момента, пока в результате возникновения определенных событий с двойным или даже с тройным среднеквадратическим отклонением не грянет гром среди ясного неба и не поднимется волна цунами. Тогда корзина хеджевых фондов проседает на 10 % не за год, а в течение месяца, а фонд фондов с увеличенным лeverиджем мгновенно теряет 15 %. Что в таком случае произойдет с хеджевыми фондами дальше? Я вам отвечу. Напуганные клиенты инвестиционных фондов начнут забирать свои деньги, те, в свою очередь, станут выводить деньги из своих хеджевых фондов, и на рынке ценных бумаг произойдет катастрофическое падение. При этом не существует ни одной спасительной ниши. Фонды, поддерживавшие как длинные, так и короткие позиции, обеспечивая тем самым свое нейтральное рыночное положение, тоже уничтожаются, поскольку в процессе вывода денег их «лонги» сокращаются, а «шорты» увеличиваются».

«Снижение доходности угрожает не только хедж-фондам, — подытожил один из долгосрочных инвестиционных менеджеров, — но и всем остальным, и даже мне». На этом вечер был закончен.

* Показатель волатильности оценивает степень изменчивости биржевых цен за определенный период времени. — *Примеч. пер.*

ГЛАВА 2

Новые «ежи», возможно, и являются «золотыми мальчиками», но в их жилах все же течет кровь

Как я уже упоминал ранее, на каждую хеджевую историю превращения «из грязи в князи», приходится не менее двух-трех рассказов о путешествиях «из грязи в грязь», или «из грязи в князи и снова в грязь». По оценкам, в 2004 году приблизительно около 1000 фондов вышли из бизнеса. Несмотря на стремление средств массовой информации к сенсационности, было очень немного сообщений о случаях захватывающих взрывов, когда фонды лопались бы столь же оглушительно, как LTCM или Bayou. Большинство из них скончалось тихо и незаметно. Несколько парней организуют хеджевый фонд и собирают 10, 50 или 100 млн долл. Их вознаграждение устанавливается равным 1,5 % от размера активов и 20 % от прибыли, но они не могут выжить на таких условиях. У них велики затраты на офис, учет, компьютеры, операционные, банковские и технологические расходы. Кроме того, они содержат трех аналитиков и трейдера, которым нужно платить зарплату, плюс необходимо выплачивать комиссионное вознаграждение брокеру, раскочевывать на Bloomberg-терминалы и исследовательские услуги. Установленная плата не покрывает даже накладные расходы, так что о прибыли не может быть и речи. Если организаторы фонда не имеют достаточного финансового резерва, то скоро им становится не на что жить.

Их будущее полностью зависит от успешности работы фонда за первые несколько лет. Если фонд работает хорошо, учредители, забирая свои 20 % от прибыли фонда, получают больше денег и могут спать спокойно. Если они продуваются на первом году своего существования, их клиенты тут же приходят забирать свои

деньги. А если они существуют в течение нескольких лет с посредственными результатами своей работы, то притока новых денег не происходит, что сказывается весьма отрицательно как на бизнесе, так и на личном благосостоянии: 20 % от ничего есть ничто. По оценкам нью-йоркской исследовательской компании Bernstein, 200 самых крупных хеджевых фондов сосредоточили в своих руках 80 % всех активов этой сферы инвестиционного бизнеса. Все остальные лишь мечтают о наступлении времени, когда они станут жизнеспособными.

Я лично знаю дюжину фондов, которые были организованы за последние несколько лет очень успешными аналитиками или здравомыслящими трейдерами. Они смогли «сесть на хвост» сильного «бычьего» рынка и заработать много денег на своих комиссионных в конце 1990-х годов. Они тратили эти деньги с большим размахом. Привлекательные парни и девушки (впрочем, девушек среди них было немного) путали преимущества, которые давал им «бычий» рынок, с собственными умственными инвестиционными способностями. Опьяненные успехом, они вели разгульный образ жизни, который включал все: от винных подвалов до собственных реактивных самолетов. Казалось, все они обзавелись сногшибательными белокуроыми женами, множеством детей, замками с восьмью спальнями и гаражами на четыре автомобиля, лыжными домиками на Западе и штатом шотландских нянек. Добавьте к этому частное обучение детей по цене 20 тыс. долл., начиная с детского сада, ежегодные взносы в четыре или пять известных клубов любителей гольфа, и вы получите некоторое поверхностное представление об их расходах.

Три парня из Goldman Sachs

Можно рассказать об успехе трех парней из подразделения по управлению частными капиталами компании Goldman Sachs, которые несколько лет назад сформировали рыночно-нейтральный фонд обыкновенных акций, работающий как с «длинными», так и с «короткими» позициями.

В свое время они были лучшими в Goldman. Один из них имел отличное чутье на технологические акции, другой был особенно

хорош при торговле на рынке первичного размещения акций. Но им казалось недостаточным оставаться успешными брокерами, которые на самом деле управляют частными капиталами. Быть брокерами не столь престижно. Их жены без особого восторга рассказывают своим подругам о профессии мужа. Поэтому эти парни стремились создать собственный рыночно-нейтральный хеджевый фонд и самостоятельно выбирать акции. Работая в Goldman Sachs, они были инвесторами или накопителями? Я подозреваю, что вторая характеристика является более точной. Рыночная нейтральность означает, что суммарная позиция фонда колеблется в чистом итоге примерно от 30 % «лонгов» до 10 % «шортов», в зависимости от волатильности. Рыночная нейтральность считается комфортной, поскольку обычно при низком уровне риска она приносит от 7 до 12 % годового дохода.

Простите, но я думаю, что рыночно-нейтральная торговля представляет собой жесткий рэкет, особенно если она построена на количественной модели. Многие пытались этим заниматься. В 1980-е годы Morgan Stanley имела ряд рыночно-нейтральных фондов, которые были построены на основе различных фундаментальных и количественных моделей. Все эти фонды имели в штате мальчиков-гениев, которые изобретали модели, показывающие фантастическую доходность, когда их проверяли на большом объеме исторических данных, т. е. задним числом. В реальных же условиях ни одна из этих моделей не смогла повторить свой виртуальный успех. Один из этих «гениев» использовал компьютерную программу, которая рассчитывала для выборки акций третью производную и показывала результаты в пяти цветовых градациях. Цвета выглядели красиво. Но цвет итогового показателя отношения прибыли к убыткам отражался в этой модели глубоким оттенком красного.

Так или иначе, это привлекательное трио из Goldman начало свою работу 1 января 2001 года, имея 100 млн долл., и потеряло за следующие два года 10 % на рынке, который нельзя было назвать снижающимся. Затем, в 2003 году они стали намного осторожнее и играли от продажи. В результате их фонду удалось заработать всего 5 %. Таким образом, в течение первых трех лет они не заработали никакой прибыли, с которой можно было бы получить свои 20 %

вознаграждения, чтобы продолжить безбедное проживание своей семьи в дорогом пригороде Нью-Йорка.

В итоге один из трех партнеров, тот, что имел огромный дом и кучу гувернанток, покинул фонд и вернулся на прежнее место работы в Goldman. При этом ему пришлось начинать все заново, практически с нуля. Два других учредителя затянули пояса. Они уволили двух работавших у них аналитиков и перевели своих детей в Гринвичскую публичную школу. Но инвесторы, прослышав о неприятностях фонда, начали забирать из него свои деньги, и активы стали медленно, но верно истощаться. В результате, несмотря на то, что портфель этой компании был вовсе не плох, фонд постепенно канул в Лету.

Суперзвезда Ян спит со своим инвестиционным портфелем и скрипит зубами во сне

Похожий случай произошел и с Яном. Я написал эту главу шесть месяцев назад, поэтому учитывайте это, когда будете ее читать. В течение двух лет работы в Morgan Stanley я и еще двое моих коллег сидели с Яном в одном офисе. Это худой, аскетически выглядящий мужчина с бритой головой. Ему около 40 лет и у него яркий аналитический ум. Кроме того, он отличается быстрой и неистовой речью. Мы все четверо в течение долгого времени были хорошими друзьями. Я думаю, что я успел узнать Яна достаточно хорошо. Он серьезный и истинный сторонник инвестиционной науки. Его можно назвать хеджевой версией Говарда Рурка, героя романа Эйна Рэнда «Источник». Человек, пытающийся любой ценой познать суть своей профессии.

Ян учился в Беркли, а затем, так же как и мой партнер Сирил, работал аналитиком в банковском трасте. Он отработал там пять лет, пока мой другой партнер Мэдхав не соблазнил его присоединиться к группе, занимающейся в Morgan Stanley инвестициями на развивающихся рынках. В этой сфере Ян добился выдающихся результатов. К концу 1990-х годов он был уже исполнительным директором и руководил в Morgan Stanley существенно расширившимся и прибыльным

направлением инвестиций на новых рынках. Мы оценивали его как молодую суперзвезду, и поскольку 2000-й год подходил к концу, я сделал все возможное, чтобы ему заплатили большие деньги, потому что он имел огромный потенциал и был очень нужен для нашего бизнеса. В конце 2000 года Ян получил огромную премию.

На следующий день после получения зарплаты за январь 2001 года он пришел ко мне и застенчивым, но очень сладким голосом поведал, что решил уволиться, чтобы основать свой собственный глобальный хеджевый фонд. Я был разочарован, немного обижен и очень удивлен. Я почувствовал, что меня использовали, но с другой стороны, именно в этом и заключается игра с выплатами компенсаций ценным специалистам. Активно пытаюсь отговорить его от этой затеи, я указал ему на все, что он теряет. Что заставляет его уйти? Я знал, что у Яна была жена и трое маленьких детей, что он купил небольшой дом в Хамптоне и квартиру в Нью-Йорке, и что у него нет никакого реального капитала для создания собственного хеджевого фонда. Я убеждал его, что он не обладает достаточным кредитом доверия для привлечения инвесторов. Почему бы ему не остаться в Morgan Stanley еще на несколько лет, заработать и поднакопить побольше денег и знаний о глобальных рынках с тем, чтобы сколотить более солидный капитал, если уж мечта о своем хеджевом фонде крепко засела в его сердце? Конечно, я надеялся, что через какое-то время, он придет в себя и останется на месте.

Но все было напрасно. Он был непреклонен и не желал принимать во внимание никакие доводы о том, во что ему обойдется стать настоящим глобальным инвестором. А потери оказались очень высоки. В связи с увольнением он не получил более миллиона долларов бонусных выплат. Уже через месяц он понял, что зарабатывать деньги, не имея активов, почти невозможно, и даже при их наличии за прибыль приходится бороться. Чтобы получить некоторый начальный капитал, этот маньяк продал свою квартиру и дом в Хамптоне и перевез все свое семейство на съемную квартиру. Один Бог ведает, в какой строгости он их держал. Он открыл свой фонд в марте 2002 года с грошовым капиталом в 8 млн долл.

Инвестиционный стиль Яна заключался в комбинации вложений в акции и другие активы. Он покупал и продавал облигации, валюты, товары, индексы и отдельные акции. Первое время его

работа приносила как положительные, так и отрицательные результаты. Через несколько лет он немного вырвался вперед и даже превзошел индекс S&P 500 после того, как ему удалось заработать на индексе MSCI. Однако показатель эффективности его работы был нестабилен. В один месяц он мог получить 10 % прибыли, а затем в течение трех или четырех месяцев, наоборот, терять по 3 или 4 %. В ноябре 2004 года он сделал 17 %. Его капитал теперь составлял около 25 млн долл., но ему не удалось привлечь сколько-нибудь существенных денег, насколько я понимаю, из-за своей зависимости от рыночной конъюнктуры. Кроме того, как истинный пурист, он не желал иметь дело с инвесторами, которые в обмен на вложение средств требовали от него поделиться монопольным правом управления его фондом.

Мне нравится одержимость Яна. Он спит со своим инвестиционным портфелем, и его жена говорит, что бывают ночи, когда он во сне скрипит зубами. Его хеджевый фонд единственный, кому я доверил деньги своей семьи. Я вложил в него деньги, потому что на меня производят сильное впечатление не только его умственные способности, но и его убежденность, его дисциплина и интеллектуальная чистота. В итоге Ян пришел к выводу, что в Morgan Stanley он позволял другим эксплуатировать свое время вместо того, чтобы распоряжаться им самостоятельно.

«Работая в Morgan Stanley, — говорил он, — мне приходилось отвечать на телефонные звонки, слушать болтовню аналитиков, посещать завтраки и обеды, встречаться со стратегами, которые тоже хотели со мной поговорить. Все они задавали мой распорядок дня. Я достаточно хорошо воспитанный парень и мне не свойственно грубо перебивать собеседников. Но мне нужны факты, а не мнения. Я пришел к выводу, что потратил бы свое время с гораздо большей пользой, не встречаясь с кем-либо, а читая газеты, специализированные журналы, изучая факты и проводя исследование рынков. Чтобы сосредоточиться, мне необходимо уединение и свобода действий для того, чтобы немедленно отказаться от всего, что является ненадежным или несоответствующим моим инвестиционным тезисам».

И именно этим он стал заниматься. Он читает и анализирует целый день. Ян никогда не принимает решений, не подкрепленных

соответствующим исследованием. Он похож на монаха отшельника, сидящего в своей келье и докапывающегося до истины. Означает ли это, что он собирается стать чемпионом среди менеджеров хедж-фондов? Не обязательно, но он избрал для себя правильный путь к победе, и я готов поставить на него собственные деньги.

Постскриптум: апрель 2005 года. Сегодня Ян пришел ко мне и сообщил, что после мучительных раздумий, в которых он пребывал в течение последнего времени, он решил вернуть деньги своим инвесторам; иными словами, он собрался закрыть свой фонд. Я был потрясен. Я знал, что ему пришлось нелегко в последние несколько месяцев. В начале марта он подумал, что на фондовых рынках начался сильный рост, и закрыл свои короткие позиции за день до того, как рынок перевернулся и падал 11 дней подряд. Я знал, что за первые четыре месяца 2005 года он потерял 16,5 %, но прежде ему приходилось отыгрывать и более значительные неудачи. В конце концов в 2004 году ему удалось подняться на 22 %, потеряв более 10 % в том же году. С момента создания фонда с учетом всех выплат его инвесторы все еще имели прибыль около 10 %, в то время как индекс S&P 500 за тот же самый период прибавил 12,65 %. Не блестящая работа, но ведь и не самая плохая.

Яна лишает уверенности в себе зависимость доходности его фонда от рыночной конъюнктуры. Это фактически лишает его возможности привлечь активы. Но он говорит, что причина, по которой он решил закрыть свой бизнес, заключается не в этом. Дело в том, что постоянное давление и стресс, связанные с работой на рынке, стали для него невыносимыми. Каждое угрожающее его позициям движение рынка разрывает его изнутри. Он работает один, в изоляции, но в данный момент он не чувствует в себе достаточной эмоциональной и финансовой стабильности, чтобы пережить накопившееся напряжение. Возможно, если бы он имел инвестиционного партнера, с которым можно было бы разделить навалившееся бремя, все было бы иначе.

Уинстон Черчилль, испытывший и серьезные карьерные падения, и неоднократные приступы депрессии, рассказывал об этом ощущении невероятного уныния, приходящего незванно и тяжело наваливающегося на грудь. Существует инвестиционное уныние, которое поселяется в вашей груди и начинает терзать вас и среди

ночи, и в субботу утром, и солнечными весенними днями. От него практически невозможно избавиться. Оно отравляет вашу жизнь. Все мы время от времени испытываем подобные чувства, но Ян за последние три года сталкивался с ними слишком часто. В своем последнем обращении к инвесторам он написал: «С психологической точки зрения совершенно очевидно, что я так и не смог оправиться от последствий того, с чем мой фонд столкнулся в первые семь месяцев своего существования. Самый тяжелый за последние 30 лет истории фондового рынка семимесячный период не мог стать подходящим временем для начала жизни хеджевого фонда. Даже тогда, когда нам удалось встать на ноги, я все еще оставался травмирован неудачами начального периода и, пугаясь собственной тени, был постоянно готов немедленно закрыть все свои позиции... Находясь под воздействием этого негатива, я должен был вести бизнес, нацеленный на улучшения в средне- и долгосрочной перспективе. Но эта внутренняя неуверенность может часто просачиваться в психологию инвестиций и заставлять действовать с постоянной оглядкой на прошлое, что едва ли послужит тем твердым фундаментом, который необходим для принятия правильных среднесрочных инвестиционных решений.

Я убежден, что Ян — победитель. В данный момент он полностью опустошен. За последние три года у него был всего один выходной день, но теперь он планирует заняться осмыслением того, чему он хотел бы посвятить оставшуюся часть своей жизни. На протяжении нескольких лет он проводил все свое время, уставившись в экран и читая фондовые новости. Неприятность состоит в том, что есть еще 1000 других одержимых людей, которые продолжают заниматься тем же самым. Это занятие стало постоянным для очень многих проигрывающих трейдеров, но Ян больше не хочет идти этим путем. У него все будет хорошо. Он собирается победить свою депрессию. Ян счастлив в браке и любит своих троих маленьких сыновей, но он рассказал мне, что в прошлом его семейные отношения сильно страдали из-за работы. Постоянное давление, предпочтение работы в одиночку, плюс жестокая рыночная среда изматывали его полностью. Что же касается меня, почувствовал ли я, что Ян предал меня уже во второй раз? Да, это так».

Улыбка сползает с лица Гилберта

Конечно, как и следовало ожидать, последствия взрыва фондового «пузыря» технологических акций не обошли стороной и хеджевые фонды. Некоторые из них вышли из бизнеса, громко хлопнув дверью, другие исчезли с хныканьем. Все это сопровождалось крупными потерями для инвесторов и слезами управляющих фондами. Иногда их слезы были горькими. Я знал одного парня, который был известен как Улыбающийся Гилберт, потому что он всегда улыбался во время разговора с вами. Он мог рассказывать о том, что от него ушел его лучший аналитик, или что его огромная «длинная» позиция не приносит дохода, но он все равно говорил это с сияющей улыбкой. Его улыбка была дружелюбной и искренней. Гилберт вообще был очень общительным парнем. Его все любили.

В 1996 году, когда Улыбающемуся Гилберту было, возможно, чуть больше сорока, и он работал портфельным управляющим в компании Lorde Abbett, он решил организовать собственный хеджевый фонд. У него не было капитала кроме той незначительной суммы, что ему удалось собрать для начала, но он нанял трех молодых аналитиков и все-таки открыл собственное дело. Улыбающийся Гилберт был сторонником технического анализа, и сам принимал все инвестиционные решения. В период «горячего» рынка конца 1990-х годов он все более и более концентрировался на акциях технологических компаний. Результаты его работы зависели от рыночной ситуации, но 1997 год был очень урожайным, да и в 1998 году все было ОК, поэтому его фонд рос. К 1999 году Улыбающийся Гилберт управлял активами примерно в 500 млн долл. и зарабатывал серьезные деньги, которые он капитализировал в свой фонд.

Тем летом он перебрался в Гринвич и заплатил что-то около 10 млн долл. за большой и старый каменный особняк, расположенный по впечатляющему своим названием адресу на Раунд Хилл Роуд. Это приобретение можно было назвать по меньшей мере агрессивным, поскольку 10 млн долл. в то время, вероятно, составляли половину чистой стоимости его фонда.

С этого момента Шэрон, жена Улыбающегося Гилберта, стала активной и честолюбивой местной знаменитостью. Она заняла видное место в Гринвичском социальном пуле, что не так-то просто,

с тех пор как там обосновались многочисленные богатые семейства. Шэрон немедленно занялась благотворительной деятельностью и инстинктивно вписалась в местный стиль жизни. Она настаивала на настоящей шотландской гувернантке и личном тренере, а также на покупке доли в Net Jets. Но большая часть денег уходила у нее на обустройство их нового жилища. Внутренности дома были распотрошены, и вновь восстановлены, и укомплектованы всеми новомодными архитектурными фишками, включая салон высотой в два этажа и семейный зал с массивным камином и кафедральным потолком. Ее архитектор разработал проект винного погреба, который мог вместить 5 тыс. бутылок, и украсил столовую антикварным столом на 12 персон. Электронный лифт связывал столовую с кухней. Почему Шэрон решила, что здесь будут проходить званные обеды, я не знаю, но так уж ей хотелось. Все это строительство и переоборудование продолжалось целый год и проделало еще одну существенную дыру во все еще недостаточно зрелом бюджете Улыбающегося Гилберта.

Приближалось 1 июля 2000 года. Гилберт был немного озабочен всеми этими новыми приобретениями, но пока фонд крепко держался на плаву, он полагал, что все будет хорошо. Рынок продолжал приносить прибыль, и Гилберт был настроен оптимистично. «Что поделать, — сказал он мне как-то, пожимая плечами и улыбаясь, — моя жена хочет чувствовать себя состоятельной леди». Затем его старший сын собрался поступать в модную школу. Его шансы выглядели слабовато до тех пор, пока опекун не шепнул на ухо Улыбающемуся Гилберту о том, что залог с семью нулями может творить чудеса. Тем временем его фирма тоже разрасталась. Теперь в ней работали уже пять аналитиков, главный операционист, менеджер по работе с клиентами, офис-менеджер и четыре секретаря.

Между тем тучи начали сгущаться. В течение 2000 года фонд Улыбающегося Гилберта потерял 15 %. Как я уже упоминал выше, 20 % вознаграждения от нулевой прибыли тоже дают ноль. Гилберт предложил Шэрон повременить с намеченным еще весной строительством новой террасы и искусственного ландшафта, на что его жена сердито заметила, что это приведет к тому, что незавершенный дизайн убедит всех в том, что у них закончились деньги.

К лету 2001 года коррекция в акциях интернет-компаний превратилась в полномасштабное бегство. Инвестиционный портфель

Улыбающегося Гилберта была полон бумаг, цены на которые постепенно снижались. К сентябрю они упали еще на 30 %. Его инвесторы, большинство из которых вложились в фонд сравнительно недавно и поэтому пропустили годы славы, начали забирать свои деньги. Некоторые из них даже намекали на возможность судебных процессов, обвиняя управляющих фонда в небрежности. Однажды утром во вторник, в начале октября, увидев, что его «лонги» вновь снизились, а «шорты» поднялись в цене, и, поругавшись со своими партнерами по бизнесу, Гилберт с неизменной улыбкой сообщил секретарю, что он идет домой завтракать и вернется к двум часам. Это был один из украшенных «золотом» дней ранней осени, когда листья еще только собираются опадать, и Гринвич, должно быть, выглядел очень красиво, когда Улыбающийся Гилберт ехал домой по Раунд Хилл Роуд между великолепными особняками, богато и лениво нежащимися в мягком солнечном свете.

Добравшись домой, он не застал Шэрон, которая отправилась на какую-то светскую встречу. Повар подал завтрак, которым Гилберт наслаждался под аккомпанемент новостей CNBC. Очевидно, в тот день на территории старого дома продолжала кипеть работа. Семь мужчин с помощью экскаватора прививали вдоль ведущей к дому дороги зрелые ели по цене 20 тыс. долл. за штуку. На задней лужайке десять мексиканцев работали над новой террасой. Грузчики разгружали бельгийские блоки для новой дороги, а электрик устанавливал правильное освещение в винном погребе. Откуда-то доносился детский смех. Расходы на содержание дома, офиса, неоплаченные кредиты и падающий в цене инвестиционный портфель. Все это тяжким грузом лежало на плечах Улыбающегося Гилберта.

После завтрака он пошел в свою спальню, задернул занавески и лег спать. Он вставил в уши затычки и с головой укрылся под одеялом. Когда около четырех часов дня в темную спальню вошла Шэрон, он сказал ей, что очень устал, и не встал к обеду. Ему звонил секретарь, а затем и один из аналитиков, но он не брал трубку. Улыбающийся Гилберт продолжал оставаться за задернутыми занавесками на своем ложе, которое не покидал всю оставшуюся часть недели и все выходные, питаясь бутербродами и супом. Он отказывался разговаривать с кем-либо из своих сотрудников, не просматривал ни новости CNBC, ни газеты и, казалось, не проявлял никаких эмоций,

когда дети приходили к нему в комнату. В пятницу двое из его самых крупных инвесторов пожелали узнать, почему он не был в офисе.

Кто знает, что действительно произошло в темной спальне между Улыбающимся Гилбертом и Шэрон в тот уикенд. Говорил ли он с ней о своих убытках и непомерных расходах? Факт тот, что во вторник днем Шэрон пришла в офис и передала сотрудникам Гилберта его распоряжение закрыть все его позиции, зафиксировав 30 %-ное снижение. Она сообщила двенадцати служащим, что фонд ликвидируется, и что им будут платить до конца ноября. Шэрон поговорила с юристами и бухгалтерами и вообще взяла на себя все заботы по управлению фондом. Инвесторы были уведомлены на следующей неделе. Улыбающийся Гилберт больше ни разу не появился в офисе.

Я не был близко знаком с Гилбертом, но узнал о том, что с ним произошло, от одного из его аналитиков, с которым я играл в теннис. Тот рассказал, что с момента закрытия фонда он ни разу не получал от Улыбающегося Гилберта никаких известий. Я пару раз звонил Гилберту домой, но каждый раз трубку брала Шэрон (с которой я был едва знаком). Я не знал, что ей сказать. Она отвечала, что мужа нет дома, и что он перезвонит мне, как только появится. Но он не перезванивал. От других парней, которые были более близко знакомы с Гилбертом, я слышал, что им тоже не удалось с ним связаться. А ведь он был очень общительным парнем.

Улыбающийся Гилберт и Шэрон выставили свой дом на продажу несколько недель спустя. Той осенью Гринвичский рынок недвижимости был вялым, но через шесть месяцев они все же продали свой особняк за 7 млн долларов, но кто знает, сколько они в него вложили? Кроме того, они брали кредит, чтобы расплатиться за дом. Впоследствии все их семейство перебралось в Сан-Диего. Я не думаю, что Улыбающийся Гилберт когда-нибудь вернется.

Что случилось с молодым гением рынка технологических акций

Вот еще одна история о молодом «технаре», с которым я познакомился в одной крупной фирме. Он весьма успешно работал на рынке во времена зарождения фондового «пузыря» технологических акций.

Он был (и, насколько я знаю, все еще остается) обычным привлекательным парнем, готовым без устали болтать о высоких технологиях. В момент своего наивысшего взлета он приходил на Гринвичские приемы в синих джинсах и сандалиях и носил своего маленького ребенка в рюкзаке. Его офис был завален исследовательскими отчетами и проспектами, которые, я уверен, он никогда не читал, потому что целый день лихорадочно работал на телефоне: собирал слухи, сплетничал и пытался ухватить свой ломоть прибыли, основываясь на информации из финансовых отчетов и рыночных прогнозов на предстоящий день.

Он обладал способностью быстро переключаться, и в годы бума его результаты были впечатляющими. Используя все уловки конца 1990-х, чтобы достичь своих целей, он торговал очень активно, позволяя брокерам зарабатывать значительные комиссионные. Те, в свою очередь, не оставались в долгу и давали ему преимущества при выгодных первичных размещениях акций (IPO). Эти первичные выпуски он помещал в один общественный фонд (в котором, кстати, держал большую часть своих собственных денег), и, когда IPO начинали торговать со значительной премией, он продавал их, получая в результате огромную прибыль. Он использовал этот фонд как свой представительский счет. Когда кто-нибудь интересовался его операциями, он объяснял, что IPO, переданные им в посторонний фонд, не подходили для институционального портфеля. В то время это не считалось незаконным, хотя и не отвечало принципам маркиза Куинсберри.

Он несколько раз был гостем нашего инвестиционного Triangle клуба. Поскольку он был знаменит, седые ветераны слушали его выступления с уважением и удивленно качали головами.

В начале 1998 года этот парень уволился из крупной фирмы и использовал свои связи, чтобы найти 45 млн долл. для организации собственного хеджевого фонда, который в действительности был долгосрочным фондом технических акций с высоким уровнем леве-риджа. В первый год своего существования он поднялся на 40 %, а по итогам 1999 года показал еще более великолепную прибыль, равную 65 %. Я полагаю, что ему лично удалось заработать на этом, должно быть, 30 млн долл. В 2000 году деньги продолжали вливаться в его фонд, и он управлял уже суммой в 600 млн долл. В ноябре того же

года он прилетел на большую конференцию в Санта-Монике. Его сопровождали жена, двое детей, гувернантка, родители жены и кузен, который был его личным тренером. Пилообразное движение котировок, случившееся тем летом, заставило его поволноваться, но он все еще полагал, что является неуязвимым, избранным помазанником божьим. Столь же дружелюбным балагуром, каким был всегда.

После 2001 года, который снова оказался плохим, он был ранен, но все же продолжал бороться, однако уже в 2002 году он все же оказался за бортом и был утоплен. Казалось, что все, чем он владел, погружается на дно океана. При этом большинство его вложений имело серьезную основу, и лишь некоторые из них можно было назвать чисто спекулятивными. У него были акции, которые за несколько лет упали в цене со 150 до 3 долл. К концу года его фонд потерял примерно 80 % от своего высшего достижения, что автоматически означало необходимость заработать почти 400 % прежде, чем можно было бы рассчитывать на вознаграждение.

В январе 2003 года он ликвидировал фонд, оставшись, насколько я слышал, всего с 5 млн долл., которые были тем, что осталось от его сумасшедших заработков за первые два года. Он объявил, что собирается взять отпуск, чтобы затем организовать новый фонд, не отягощенный прошлой историей. Но пока еще он нигде не всплыл. Говорят, что сейчас он живет в Малибу и целыми днями занимается серфингом.

В качестве заключения хотелось бы заметить, что создание и управление собственным хеджевым фондом требует таких нервов и таких интенсивных усилий, что неудача действительно может оставить неизгладимый след и в вашей душе, и на всей вашей жизни. Навсегда!

ГЛАВА 3

«Короткая» продажа нефти. О том, как с нами жестоко пошутили

Если бы хеджевые фонды не применяли «короткие» продажи («шорты»), они были бы всего лишь долгосрочными инвестиционными фондами с высоким левереджем и грабительскими комиссионными. Можно было бы ожидать, что фонд, использующий мощное кредитное плечо, склонен испытывать критические колебания показателей своей работы. Фактически многие хеджевые фонды соответствовали этому описанию в 1970-х, а затем еще раз в конце 1990-х годов, когда два великих этапа долгосрочных «бычьих» рынков подходили к своему концу. Однако добросовестные хеджевые фонды всегда используют «короткие» продажи. Иными словами, они всегда имеют в своем инвестиционном портфеле некую долю «коротких» позиций, потому что на рынке всегда есть акции, которые на данный момент переоценены относительно других бумаг. По крайней мере, в теории фонды пытаются зарабатывать на спреде — разнице цен при игре на повышение и понижение между своими «лонгами» и «шортами».

Профессиональные хеджевые фонды применяют два различных вида «коротких» продаж. В первом случае они продают основные фондовые индексы, чтобы хеджировать свои «длинные» позиции или защитить активы фонда, если появляется тенденция к понижению. Многие лучшие менеджеры используют эту тактику. Они абсолютно уверены, что умеют применять фундаментальный анализ для выбора акций, которые должны повыситься, но они испытали на собственной шкуре и то, что выбрать акции, которые должны упасть, значительно сложнее. В настоящее время хеджевые фонды вообще разочарованы результатами своих попыток зарабатывать деньги на «коротких» продажах. Они признают «шорты» в индексах, но опасаются «шортить» отдельные ценные бумаги или рыночные секторы.

Однако «короткие» продажи имеют определенную привлекательность. Тех, кто использует в своей торговле «короткие» позиции, гораздо меньше, чем тех, кто использует только позиции «лонг», так что в этой нише теоретически должно быть меньше конкурентов и, соответственно, теория эффективности рынка работает здесь не в полной мере. Это интеллектуально привлекательно для тех инвесторов, которым нравится отличаться от других. Другая причина того, почему рынок «коротких» продаж гораздо менее насыщен, состоит в том, что он более напряжен эмоционально; «короткая» позиция всегда оставляет продавца с непростым, тошнотворным чувством. Старая поговорка «Тот, кто продает то, что ему не принадлежит, должен вернуть долг или сесть в тюрьму» уже сотни лет успешно подтверждает свою правоту. Продажа без покрытия вызывает к противоречивым инстинктам инвесторов, особенно тех, кто имеет врожденный скептический и сардонический взгляд, присущий человеческому интеллекту. Таким образом, «короткие» продажи находят свое практическое применение, но с относительно большим количеством катастрофических сбоев.

Некоторыми хеджевыми фондами, специализирующимися на данной стратегии, используется другой тип «коротких» продаж. Один мой знакомый, управляющий подобным фондом с активами в 500 млн долл., рассказывал, что, по его мнению, общая сумма активов фондов, специализирующихся на «коротких» продажах, в настоящее время составляет приблизительно 3 млрд долл., тогда как несколько лет назад она составляла 6 млрд долл. Фонды фондов иногда нанимают управляющих, использующих «шорты», потому что они некоррелированы с другими типами хеджевых фондов. Такие управляющие обычно делят свои позиции на инвестиционные и спекулятивные «шорты».

Инвестиционные «шорты» основываются на детальном изучении финансовой деятельности компаний, деловые перспективы которых или ухудшаются, или существенно хуже, чем это представлено в текущей оценке их акций. Основываясь на этом, продавец может оставаться в «короткой» позиции в течение многих лет, хотя он волен торговать по своему разумению. Возьмем для примера акции компании Coca-Cola. В 1998 году «короткий» управляющий был убежден, что эта компания зависила прогнозные данные о своих

доходах, поскольку, имея увеличение коммерческих продаж на 3 %, она не могла обеспечить рост выручки, равный 15 %, как это было представлено ее менеджерами и аналитиками (рис. 3.1).

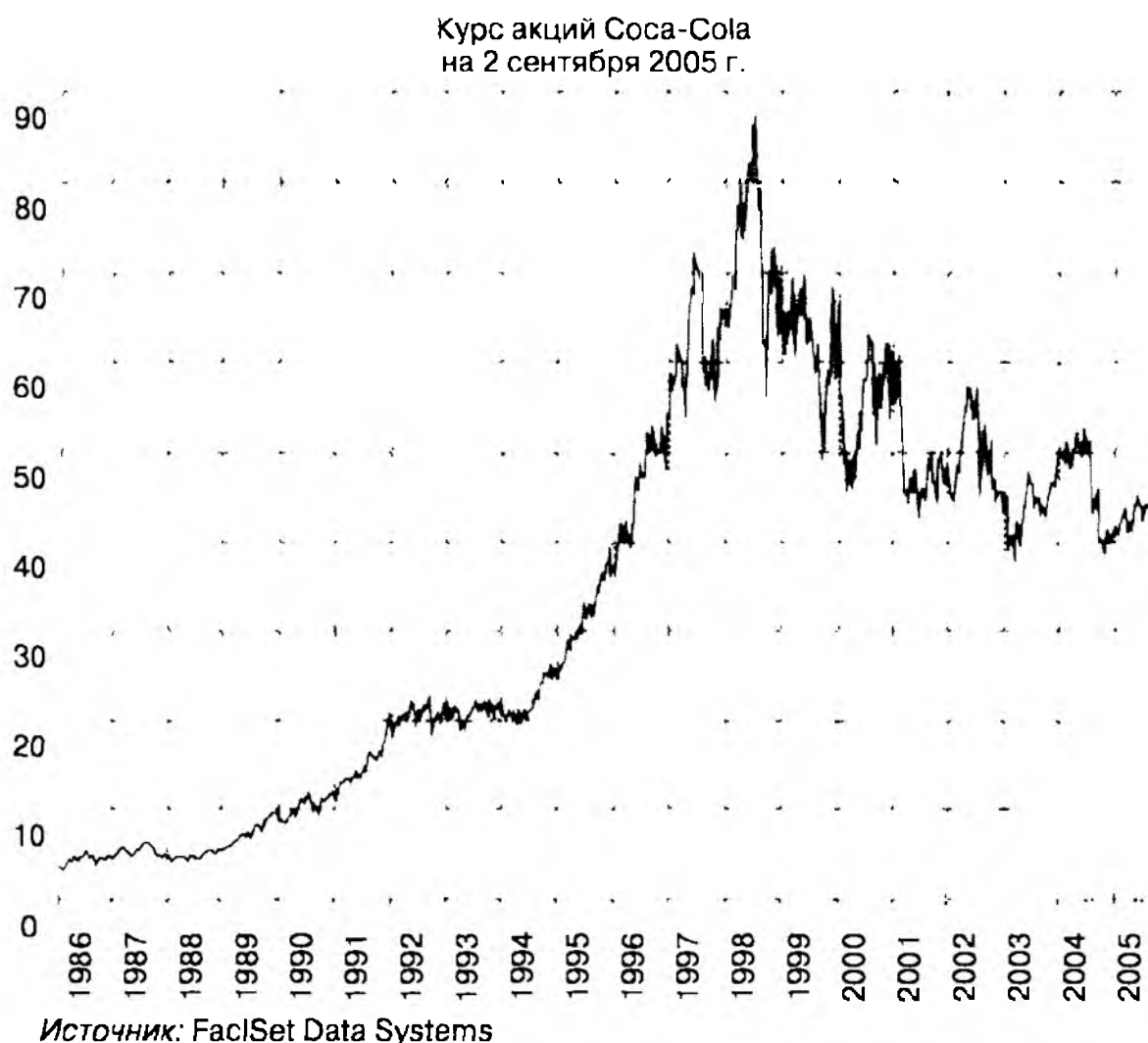


Рис. 3.1. Курс акций Coca-Cola, 1986–2005 годы

Этот управляющий изучил промышленный сектор производства напитков, встретился с аналитиками Coca-Cola и поговорил с рабочими, разливающими напитки по бутылкам. В тот момент все были убеждены, что компания говорит правду, и считали 15 %-ный рост ее акций обоснованным. Управляющий же нашел пять различных обстоятельств, в соответствии с которыми более правильная оценка этого показателя давала значение на уровне 5 %, и продал акции Coca-Cola без покрытия по цене примерно 85 долл. Это была прекрасная «короткая» продажа, поскольку компания не смогла

оправдать ожидания, и ее товарооборот значительно упал. Сейчас ее акции торгуются приблизительно по 43 долл. Теперь, когда каждый инвестор ненавидит эту компанию и ее менеджмент, наш управляющий, действуя в своем излюбленном духе противоречия, закрыл «короткую» позицию по этим акциям. Этот парень предпочитает «шортить» акции крупных, известных компаний, которые за последнее время сильно поднялись в цене и которые любят институциональные инвесторы. Он постоянно штудирует рейтинги журнала Fortune в поиске компаний, вызывающих наиболее сильное восхищение публики. Акции именно таких компаний затем становятся новыми жертвами его продаж.

И напротив, «шорты» на мошенничестве уже из своего названия указывают на то, что они могут принести высокий доход, но правда в конечном счете, всегда вылезает наружу. Однако такие «шорты» могут быть опасны, если они приобретают огромные размеры. Когда доля краткосрочных вложений является очень большой, случайные события, не связанные с правильной оценкой фундаментальных показателей, могут привести к болезненным убыткам. Например множество хеджевых фондов, выявив мошенничество в отчетах определенной компании, открывают «короткие» позиции. В какой-то момент вранье менеджмента выходит наружу, и «шорты» начинают приносить огромную прибыль. На рынке становится трудно занять акции для продажи. Тем временем некоторые из хеджевых фондов, держащих «короткие» позиции, получают от своих клиентов крупный заказ на вывод средств и поэтому они должны закрыть свои позиции, т. е. выкупить проданные «в шорт» акции. Результатом этих действий будет рост цен на бирже, не связанный с фундаментальными показателями компании.

Пытка нефтяным «шортом»

Время от времени бедные инвестиционные души типа нас с вами отягощаются биржевыми позициями, которые нещадно их пытаются. Когда вы находите и исследуете какую-то инвестиционную возможность, неважно для «лонга» или «шорта», вы испытываете острые ощущения первооткрывателя. Вы возбуждены открывающимися возможностями, ваши глаза горят, хвост трубой, и вас просто распи-

рает от грандиозных перспектив. Эти ощущения очень похожи на те, которые возникают в начале многообещающей любовной интриги. Мы принимаем инвестиционные решения, глубоко веря в свой анализ и непогрешимость своих рассуждений. Мы лелеем мечты о великолепной прибыли, и тогда, волей некоторой причуды судьбы, наша новая интригующая любовь вдруг превращается в темное, иррациональное животное, которое набрасывается на нас с дикой яростью. С этого момента дикое рычащее существо, появившееся благодаря созданию вами всего одной рыночной позиции, может начать доминировать над судьбой всего вашего портфеля и всей вашей инвестиционной жизнью. Со временем эти мучения все больше одолевают вас и могут оказывать разрушительное воздействие и на вашу реальную жизнь за пределами рынка.

В свое время мы были нещадно замучены «короткой» позицией по нефти, которую открыли в мае 2004 года, когда ее цена составляла около 40 долл. за баррель. Мы провели свою обычную аналитическую работу и построили модели. При этом мы рассуждали примерно так: если не обращать внимания на короткий взлет, связанный с ведением боевых действий в 1990 году, и номинальная, и реальная цена нефти подошли к своим самым высоким уровням с начала 1980-х. Мировое производство и запасы повышались, а стратегический нефтяной запас приближался к своему максимальному объему. Потребление нефти как в мире в целом, так и в снижающей скорость своего развития китайской экономике, судя по нашим выкладкам, должно было сократиться. Китай требовал особенного внимания, потому что только он один обеспечивал 31 % роста глобального потребления нефти в 1992–2002 годах и более чем 50 % роста в 2003 году. Мы считали, что причиной роста цен являются изменения в размере маржи. Мы создали сложную модель регресса цены на нефть, которая показала равновесную или справедливую цену, равную, если быть смехотворно точным, 32,48 долл. Большинство экспертов рынка энергоносителей поддерживали наши выводы и давали прогнозы даже более внушительного падения цены — ниже 30 долл.

В то же самое время на нефтяном рынке преобладали «бычьи» настроения, и объем нереализованного спроса на нефтяные фьючерсы был огромен. Мы верили, что большую часть открытого спроса составляют спекулятивные «лонги», следующие за восхо-

дящим трендом. Иными словами, спрос, на наш взгляд, поддерживался инвесторами, действующими на основании технических индикаторов и покупающими нефть просто потому, что ее цена росла. Конечно, мы понимали, что существует серьезный риск террористических ударов, которые могли остановить добычу нефти на Ближнем Востоке, в первую очередь это касалось Саудовской Аравии, и поразить всю отрасль. В то время эксперты сходились во мнении (и наши модели это подтверждали), что в сложившейся рыночной цене существует премия за риск в размере 8 долл., но они не были согласны с тем, что нефтяные производства Саудовской Аравии были реально уязвимы.

Когда мы учитывали террористический фактор, то полагали, что повреждение трубопроводов не сможет серьезно повлиять на объем производства, поскольку последствия разрушений могут быть быстро ликвидированы. Внезапная революция в Саудовской Аравии ударила бы по мировой экономике и финансовой системе и подняла бы цену нефти до 80 долл., но какова была вероятность этого события? По нашему мнению, очень малой. Мы также знали, что производительность мировой экономики снизилась по сравнению с предыдущими периодами, что могло привести к ценовой неустойчивости. В нашем ежемесячном послании инвесторам за май 2004 года было сказано: «Мы признаем, что продажа нефти “в шорт” создает опасную позицию, но мы скрупулезно вычислили отношение риска к доходу и на основании полученных данных установили размеры нашей позиции». Волатильность нефтяных цен вдвое выше, чем котировок акций, входящих в индекс S&P 500, и с учетом этого мы решили, что при открытии «короткой» позиции в объеме, равном 12 % от нашего капитала, мы останемся в установленных пределах допустимого уровня риска.

Глубокий анализ может утопить вас в неприятностях

Весь наш анализ пошел прахом. Мы недооценили спрос и последствия политических событий, не ожидали столь интенсивного сезона ураганов и были недостаточно почтительны к рыночной психологии

и к тому влиянию, который она оказывает на динамику биржевых цен. Сначала мы продали нефть «в шорт» ниже уровня в 40 долл. и скоро уже кусали локти, поскольку вскоре после этого цена быстро поднялась выше 42 долл. Затем в один из последних дней июня котировки упали до 36 долл. Мы рассматривали возможность закрытия на этом уровне части нашей «короткой» позиции, но так и не сделали этого. Наш анализ показывал, что цена на нефть все еще существенно завышена. Так зачем же нам было терять перспективную позицию?

Мы совершили ошибку. Цены на нефть вновь развернулись, и начался практически вертикальный их взлет на новостях о терактах и саботаже в Ираке, судебном преследовании компании ЮКОС в России, забастовке в Нигерии и результатах президентских выборов в Венесуэле, которые будоражили сырьевые рынки. Уверенные в том, что разрушения незначительны, успокоенные объявлениями о росте производства нефти в странах ОПЕК, мы увеличили размер нашей «короткой» позиции. Из результатов фундаментального анализа и наших моделей следовало, что сбалансированная цена нефти находится где-то между 28 и 32 долл. за баррель. Запасы в порядке, ОПЕК работает как хороший насос, а мировая экономика замедляется. Мы рассуждали, что если цена нефти может находиться выше своей справедливой цены, то почему бы ей не опуститься ниже этого уровня. Мы все еще верили в перспективу своего «шорта».

Кроме того, мы были уверены, что произошедшее серьезное повышение цены в конечном счете приведет к экономии и более масштабному использованию альтернативных источников энергии.

С самого начала мы старались ежемесячно и наиболее полно информировать наших партнеров о своем видении ситуации и о выбранной нами инвестиционной стратегии. К сожалению, несмотря на просьбы о конфиденциальности, наши отчеты распространялись по электронной почте, и в результате наши рыночные позиции перестали быть тайной. В своем июльском письме мы подчеркнули, что не являемся инвесторами, следующими за трендом. В случае, когда цена актива смещается против базового уровня более чем на 15 %, мы автоматически пересматриваем свои аналитические выкладки, основанные на фундаментальных показателях. Следующим нашим шагом должно стать или наращивание позиций, или ее закрытие. Если фундаментальные показатели не изменились, мы склоняемся

к решению об увеличении объема рассматриваемой позиции, а не о ее закрытии, поскольку, несмотря на понесенные потери, изменение цен фактически делает нашу позицию более перспективной. Мы являемся сторонниками вложений на фундаментальной основе, а не охотниками за ценовыми импульсами.

Уоррен Баффет при помощи аналогии с партнером-маньяком лучше всего сформулировал эту философию. Его размышление на эту тему выглядело примерно так.

Предположим, что вы ведете свой бизнес на лаях с партнером, страдающим маниакальной депрессией, имя которого — мистер Рынок. В какой-то момент мистер Рынок под воздействием массового наплыва благоприятных факторов, затрагивающих ваш бизнес, настолько впадет в эйфорию относительно его перспектив, что обратится к вам с предложением выкупить вашу долю компании за смехотворно высокую цену. В таком случае вы, конечно, должны пойти навстречу его желанию.

В другом случае этот партнер, лишь только заведя на горизонте сгущающиеся тучи, начинает беспокоиться о перспективах вашего общего бизнеса. Неблагоприятные прогнозы угнетают его, и он в отчаянии предлагает вам выкупить его долю со значительной скидкой от ее реальной стоимости. И в этом случае вы тоже должны дать свое согласие.

Далее Баффет говорил, что нерационально и даже сверхглупо продавать недооцененные с вашей точки зрения активы только потому, что их цена упала. Другими словами, господин Рынок вполне может быть старым (или молодым) дураком, который время от времени впадает в истерику. Иногда в своем безумии он видит призраков. В другом случае его воображению представляется добрая фея, ласкающая его своими длинными золотыми пальцами.

Вы имеете полное право игнорировать мнение мистера Рынка или обманывать его, гораздо хуже, если вы потерпите неудачу под влиянием его истерики. Предположим, существует цена, за которую вы могли бы сегодня продать свой дом. В течение следующих нескольких месяцев эта цена устойчиво снижалась. Продадите ли вы свой дом только потому, что его цена уменьшилась, и будете ли вы удовлетворены этой сделкой? Конечно, нет! В этом смысле точно таким же образом можно рассуждать и в отношении привлекательности капиталовложений.

Слова Баффета, передающие философию инвестиций в ценность активов, звучат очень веско, но такой подход не работает, когда вы держите проигрывающую «короткую» позицию, управляя деньгами нервных клиентов. К 19 августа цена на нефть поднялась до 48 долл., фондовые рынки раскачивались, а наш фонд потерял в течение года 7 %. На следующий день *New York Times* опубликовала статью, сообщавшую о том, что наш фонд несет существенные потери на своей «короткой» позиции по нефти. Статья сопровождалась моим изображением, где я выглядел весьма потрепано. Кроме того, эта публикация содержала намеки на то, что я неудачник, и многочисленные звонки моих знакомых, которые, конечно, тоже читали *Times*, не поднимали мне настроение. В ближайший уикенд во время обеда в клубе я ощущал на себе взгляды наблюдавших за мной людей, но когда я пытался встретиться с ними взглядом, они тут же отводили глаза.

Лодка доверия разбивается о рифы

Тотчас на нас обрушился шторм. Один из наших самых крупных инвесторов, на благо которого я до этого успешно пахал множество лет, позвонил мне, чтобы сообщить о том, что он забирает свои деньги. Это походило на удар под дых, более всего неприятный из-за своей неожиданности. Фонд, который был нашим главным инвестором, прислал по электронной почте письмо, в котором назвал нас сумасшедшими и обвинил в нарушении обязанностей по доверительному управлению. Одна женщина, деньгами которой я успешно управлял в течение 30 лет и которая была моим личным другом, тоже позвонила, чтобы выразить свое желание покинуть нас. Другими словами, здание доверия, которое строилось в течение 30 лет, разрушилось за несколько месяцев, даже при том, что в 2003 году мы показали действительно хороший результат. Наконец, один рыночный обозреватель, который очевидно читал наше июльское письмо к инвесторам, содержащее высказывания Баффета о мистере Рынке, написал на него пародию, высмеивающую нашу приверженность стратегии инвестирования в ценности и указывающую, что мне пора бы уже научиться покупать сильные активы и продавать слабые. Хуже всего было то, что на тот момент и в отношении того актива он был прав.

Мне и раньше приходилось испытывать на себе прессинг негативного отношения. Когда вы допускаете ошибку, через какое-то время все вокруг начинают называть вас сумасшедшим, важные и давнишние клиенты закрывают свои счета, все это выглядит как сигнал о достижении критической точки, за которой должен последовать разворот. Так происходит всегда. Чтобы этот сигнал был надежным, нарастающие удары судьбы должны не просто ранить; они должны по-настоящему пускать вам кровь. Вас должны мучить боли в желудке, пробуждения среди ночи в поту и волнении, а к вашим губам приклеивается натянутая улыбка.

Я был не единственным, кто переживал наши неудачи. Моего партнера, Мадхава, начал преследовать повторяющийся ночной кошмар, в котором он был на собрании клиентов и, пытаясь оправдать нашу «короткую» позицию по нефти, не мог подобрать нужных слов. Клиенты смотрели на него с отвращением. Жена другого нашего партнера также очень беспокоилась и следила за изменениями нефтяных котировок не менее пристально, чем мы сами. Моя дочь Венди как-то сказала мне очень сладко, но не без ехидцы: «Ну, папа, расскажи-ка мне еще разок, с чего это вдруг вы “зашортили” нефть?» Я воспринимал все это как сигналы о том, что вскоре ситуация должна измениться к лучшему.

За последние десять дней августа цена на нефть достаточно уверенно упала с 50 до 42,5 долл. Мы облегченно вздохнули. Известный технический аналитик написал в своем обзоре, что уровни Фибоначчи, которые он использовал, указали точку разворота тренда котировок нефти точно на цене в 48 долл., после которой должно начаться нисходящее движение. Первой целью падения должен был стать уровень 42 долл., и затем, по мнению этого аналитика, последует обвал, который достигнет своей максимальной силы к 20 сентября. В этом случае трейдеры, стоящие в покупке, вылетели бы из рынка на «стоп-ордерах»*. Снова самоуверенно продемонстрировав наше интеллектуальное тщеславие, мы не закрыли и не сократили свою «короткую» позицию, поскольку полагали, что «пузырь»

* «Стоп-ордер» (стоп-приказ) — биржевое распоряжение об автоматическом закрытии убыточной позиции в случае, когда потери достигают заранее заданного уровня. — *Примеч. пер.*

нефтяных цен близок к взрыву, и что динамические хеджеры (трейдеры, которые используют компьютерные модели, на основании сигналов которых покупают то, что растет, и продают то, что падает в цене), коих так много на товарных рынках, превратятся из покупателей в продавцов и спровоцируют «ралли», увлекающее цены вниз. Однако чтобы защитить нашу позицию от грома среди ясного неба, который может грянуть, если произойдет что-то типа террористического удара, мы на всякий случай купили «вне денег» колл-опцион на нефть.

Но данная нам отсрочка оказалась недолгой. Эмоциональный сигнал, который, как я думал, я уже получил, был всего лишь промежуточным, он лишний раз подтвердил, что никакой одиночный сигнал, никакой отдельный индикатор, будь он социологическим или выведенным из теории Фибоначчи, не бывает безошибочным. Боги отвернулись от нас и в сентябре наслали на Землю просто беспрецедентный по своей мощи сезон ураганов. Конечно, мы знали, что ураганы — обычное явление для августа и сентября, и что серьезные штормы могут привести к закрытию буровых установок в Мексиканском заливе, но ведь в течение многих предыдущих лет не было ни одного действительно разрушительного урагана. На этот раз, внезапно начавшись в середине августа, четыре мощных урагана один за другим обрушились на Флориду и вспенили Мексиканский залив. Нефтяные рынки отреагировали на каждое из этих стихийных бедствий, а тем временем произошли бомбежки трубопровода в Ираке, российское правительство продолжало давить на ЮКОС и судить его основного владельца, сокращая экспорт нефти из России. Эти события закончились тем, что нефтяные фьючерсы к концу сентября взлетели выше отметки в 50 долл.

В этот момент наша память и наш опыт подсказывали нам, что при достижении максимальных значений в дальнейшем рост цен становится наиболее «скрипучим». Кроме того, в каждом человеке существует защитный механизм, определяемый силой его характера. Я перечитал великолепный комментарий Барбары Тачман, относящийся к смутному периоду 1970-х годов, когда было много разговоров о Римском клубе и его теории перманентной нехватки природных ресурсов. Она писала:

Предрекатели конца света занимаются экстраполяцией; они берут тенденцию и продлевают ее влияние в будущее, забывая, что фактор надвигающейся угрозы гибели рано или поздно включает защитный механизм... нет никакого смысла в том, чтобы экстраполировать какую-либо серию событий, в которой значительную роль играет человеческий фактор; история, развиваясь под человеческим влиянием, никогда не следовала и всегда будет сворачивать с рассчитанной для нее научной кривой.

Интересно, были ли все эти бесполезные рассуждения лишь нашими отчаянными попытками оправдать свои действия, и кто все-таки сошел с ума в тот момент, мы или нефтяные спекулянты?

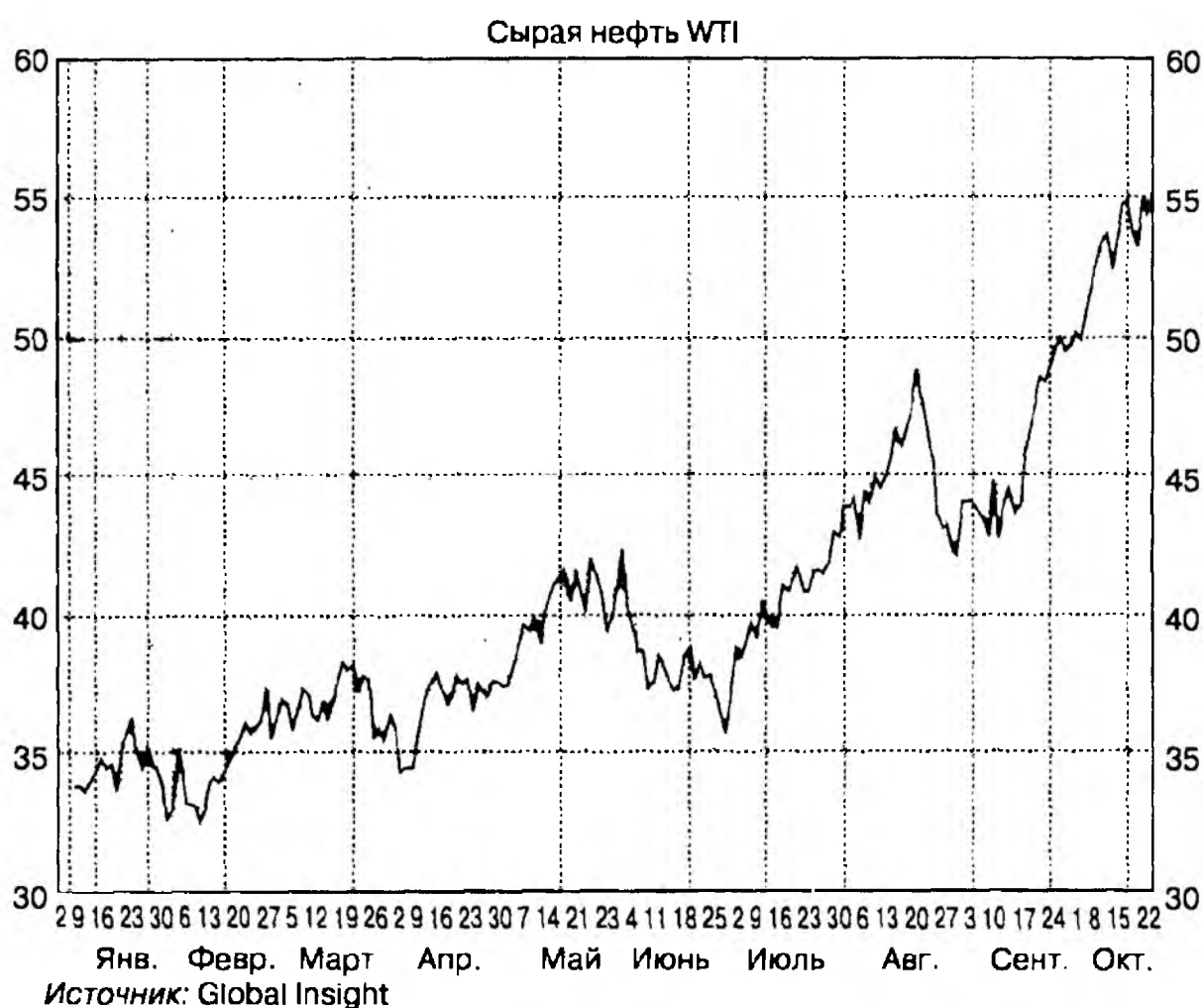


Рис. 3.2. Цены на нефть с 1 января по 22 октября 2004 года

Мы также хорошо знали об опасностях явления, которое психологи называют конформационным предубеждением, подразуме-

вающим под собой тенденцию воспринимать и накапливать всю ту информацию, которая согласуется с вашей позицией, и игнорировать все, что идет с ней вразрез. Поведенческая теория учит, что лучшим противоядием для этого предубеждения является восприятие противоположного мнения и последующая беспристрастная идентификация логических недостатков в аргументах. Маловероятно, что одно только это упражнение заставит вас изменить свое мнение, поскольку человек не может беспристрастно анализировать собственные взгляды. Люди впитывают данные, которые поддерживают их первоначальные убеждения, и отклоняют противоречащую им информацию и интерпретацию фактов. В попытке сохранить объективность мы внимательно изучили каждый из периодов повышения цен в истории рынка нефти, информацию о которых смогли найти. Тем временем цена на нефть продолжала свой безумный рост (рис. 3.2) и, чтобы частично застраховать нашу «короткую» позицию, мы купили нефтяной колл-опцион.

Я понял, что по сравнению с началом XX века рынок изменился не слишком заметно

В тот период, когда мы мучались со своим нефтяным «шортом», разные люди пытались оказать мне ту или иную помощь. Парни, которых я знаю как профессиональных трейдеров, работающих на сырьевых рынках, активно предлагали свои советы, большинство из которых сводилось к тому, что следует покупать сильные активы и продавать слабые, другими словами идти вместе с рыночной толпой. Они постоянно указывали мне, что их главная тактика при работе с «короткими» позициями основывалась на правиле «не цепляться за проигрышную позицию. Если она не дает вам прибыль, закройте ее». Не очень полезный совет, учитывая, что мы были фундаментальными инвесторами.

Мучительно размышляя, я достал с полки и перечитал некоторые главы из своей торговой библии — «Воспоминаний биржевого спекулянта» Эдвина Лефевра. Книга была впервые издана в 1923 году,

и с момента ее выхода прошло немало времени, но изложенные в ней мысли остаются актуальными и в эпоху Интернета. Все указывает на то, что тем самым спекулянтом, от лица которого ведется повествование этой книги, был легендарный Джесси Ливермор. Джеральд Лоуб, который написал «Сражение за инвестиционное выживание» («Кладите все ваши яйца в одну корзину, а затем наблюдайте за ней») и который часто выступал как брокер Ливермора, говорил мне, что Лефевр использовал Ливермора в качестве прототипа для своих Воспоминаний. Независимо от того, кто в действительности описан в этой книге, она раскрывает суть мудрости торговли и приводит жизнеописание профессионального трейдера, работающего в ужасном окружении пулов, слухов, манипуляций, за чтением телеграфной ленты с котировками первой трети прошлого столетия. За прошедшие 100 лет рынки не слишком изменились. Безусловно, это лучшая из когда-либо написанных книг о биржевой торговле.

Ливермор был очаровательным персонажем. В духе трейдеров своего времени он внимательно следил за каждым изменением на доске котировок, но при этом очень тонко чувствовал состояние рынка и рыночных цен. Он подчеркивал важность глубокого понимания человеческой психологии и баланса жадности и страха. Рынок гораздо в большей степени зависел от человеческой природы трейдеров, чем от слухов и догадок. В начале прошлого века он появился из ниоткуда, чтобы совершить свою первую грандиозную сделку с зерном на Чикагской бирже. Он переждал панику 1907 года и прибыл на Уолл-стрит в 1908 году с 3 млн долл., которые в те дни были значительной суммой. Красивый, щеголеватый и ясно выражающий свои мысли Ливермор купил место на Нью-Йоркской фондовой бирже и бросил вызов магнатам Уолл-стрит. Крупные финансисты, такие как Дж. П. Морган, презирали биржевых спекулянтов, но человек, подобный Ливермору, мог доставить им неприятности.

По своим биржевым предпочтениям Ливермор был «медведем», и в 1915 году он, продавая акции без покрытия, понес существенные убытки. Осознав свою ошибку, он изменил свои позиции на противоположные и получил большую прибыль на «бычьем» рынке 1916–1919 годов, но такого же успеха достигли и многие другие трейдеры. Однако он действительно выделился из общей массы, когда сумел предвидеть зверскую послевоенную депрессию и биржевой крах,

под обломками которого исчезли многие бизнесмены и спекулянты. В 1919 году он продавал «в шорт» все подряд, и хотя он начал слишком рано, в конечном счете он заработал капитал на последовавшем через некоторое время обвале. В 1922 году Ливермор крупно «попал» на сделках с зерном, а в начале 1920-х годов он управлял бесславным пулом Пигли-Вигли, который занимался спекуляциями, играя на повышении рынка. Однако присущая ему склонность к торговле от продаж (открытию «коротких» позиций) и понимание того, что миром правит жадность, оградили его от участия в полном безумии конца 1920-х. Лоуб как-то сказал мне, что Ливермор был большим поклонником Уолтера Бэйджхота, первого редактора журнала *The Economist*, и часто цитировал отрывок из его эссе о глупых деньгах, посвященного Эдварду Джиббону:

О стадном инстинкте написано очень много, гораздо больше, чем об изощренном интеллекте, за которым мы могли бы следовать; но одна вещь не вызывает сомнения — в определенные периоды времени складывается ситуация, когда много глупых людей имеет много глупых денег... Не имея ясной цели своего применения, деньги этих людей — «слепой капитал», как мы его называем, — представляют собой чрезвычайно большую и опасную угрозу; они ищут чего-то, что может их поглотить, сожрать, и в этом случае мы наблюдаем «изобилие»; они находят это «что-то», и начинается «спекуляция»; затем, когда глупые деньги поглощены и сожраны, наступает «паника».

Ливермор стремился к тому, чтобы быть «в шорте», когда «глупые деньги» «сжираются», поскольку он был убежден, что в конечном счете это обязательно случится. Я восхищаюсь его торговым кредо инвестора/спекулянта. В книге идеалом для Ливермора является персонаж по имени Старый Индюк, которого можно считать духовным отцом Баффета, поскольку он постоянно проповедует «жесткое удержание» тех торговых позиций, в которые вы действительно верите. «Не заморачивайтесь и не взваливайте на свои плечи больше, чем вы можете унести. Редко кто может одновременно и открывать верные позиции, и жестко их удерживать, — говорит Старый Индюк. — Этот принцип один из самых трудных для усвоения. Но как только вы берете его на вооружение, у вас есть все для того, чтобы делать большие деньги».

Старый Индюк, как и Ливермор, был профессиональным трейдером на товарных и фондовых рынках. Однако, опять же подобно Ливермору и в отличие от большинства других биржевых игроков той спекулятивной эры, которая подходила к своему концу, он понимал, что без использования инсайдерской информации трейдинг является по существу игрой «с нулевой суммой», но инвестиции могут принести выигрыш.

Без веры в свои собственные суждения ни один человек не может добиться в этой игре значительного успеха. Все, что я научился делать — это изучать ситуацию, открывать позицию и держаться за нее. Я умею ждать, не испытывая мук от нетерпения. Я могу наблюдать за своими неудачами, не сомневаясь в правильности своего решения, зная, что это лишь временное явление. Бывало, что «шортил» сто тысяч акций, после чего начиналось сильное восходящее «ралли». Я знал, что оно принесет мне миллион долларов «бумажного» убытка. Однако я стоял на своем, не рассматривая возможность закрыть хотя бы половину своих «шортов» с тем, чтобы вновь восстановить их после окончания «ралли». Я знал, что если я сделаю это, то могу потерять свою позицию, а с ней и уверенность в получении высокой прибыли. Это — серьезное испытание, которое в конечном счете приносит вам большие деньги.

Конечно, следование принципу «удержания позиции» не означает, что, если фундаментальные показатели в отношении вашей инвестиции ухудшаются, вы не должны пересматривать разумность ваших инвестиционных решений. Как метко выразился Джон Мэйнард Кейнс: «Поскольку условия изменились, я передумал. А как бы вы поступили на моем месте?»

У нас был инвестор, который все свою жизнь занимался торговлей на товарных рынках. Как-то я процитировал ему слова Старого Индюка. «А знаете ли вы, — ответил он, — как кончил Джесси Ливермор?» Я ответил, что не знаю. Тогда он поведал мне следующее: «После своей игры на понижение в конце 1920-х годов Ливермор в середине 1929 года наконец сдался, вошел в огромный “лонг” и был фактически разорен в результате Великого краха. Несколько лет спустя он покончил жизнь самоубийством». Я не знаю, так ли это на самом деле.

А тем временем цена на нефть продолжала расти.

ГЛАВА 4

«Шорты» — не для слабонервных

Однажды вечером в середине октября 2004 года, в разгар наших нефтяных мучений, я обедал со своими друзьями из хеджевого фонда. Мы обсуждали «короткие» продажи и неудачные путешествия. Один из гостей, я назову его Ветеран, рассказал нам историю Джока Робинсона. Я слышал это имя, но никогда не знал этого человека.

Черный Принц

Джок Робинсон управлял очень успешным хеджевым фондом в конце 1970-х и в начале 1980-х годов. Это было время, когда рынки раскачивались вверх и вниз в широком диапазоне цен, создавая подходящие условия для открытия «шортов». В то время, в отличие от нынешних дней, очень немногие профессиональные хедж-фонды использовали «короткие» продажи, так что в этой нише закон об эффективности рынка действовал слабо. Джок был скрупулезным аналитиком и хорошим долгосрочным инвестором, он был действительно крупным биржевым «медведем», но при этом имел душу унылого циника. Он любил копаться в финансовых отчетах, расшифровывать запутанные сноски и находить недостатки в бизнес-проектах компании. Он пылал праведным гневом, когда обнаруживал бухгалтерские уловки и цифры, взятые с потолка. Это наводило на мысль о том, что в детстве он был укушен бухгалтером.

Он специализировался на открытии гигантских «коротких» позиций в тех акциях, цена которых поднялась на объявлениях о проектах, которые в лучшем случае можно было назвать сверх оптимистичными, а в худшем — мошенническими. Со временем его пристрастие к «шортам» стало общеизвестным, и кто-то окрестил его Черным Принцем. Прозвище прижилось. «Кстати, —

говорил Ветеран, — когда Принц действительно собирался открыть “короткую” позицию, он не признавал осторожных ставок. Он шел ва-банк».

Если верить рассказу Ветерана, Джок работал аналитиком, а позже и портфельным управляющим в банке Моргана, затем в конце 1970-х он организовал свой собственный хеджевый фонд. Джок управлял им как личной собственностью с помощью небольшой группы сильных молодых аналитиков, которые выполняли для него черновую работу. Дела шли успешно, его «лонги» главным образом дорожали, а «шорты» снижались в цене. Его фонд рос, и Принц разбогател, по крайней мере, по стандартам той эпохи.

Сага о Карибском казино

Когда случилась эта история, Джок имел огромную «короткую» позицию в акциях компании, которую я назову Casino Resorts. Компании принадлежало множество гостиниц на побережье Карибского моря, но каждый год она несла убытки. Цена ее акций на Американской фондовой бирже колебалась между 3,5 и 1,5 долл. В 1980 году контроль над Casino Resorts за гроши приобрела группа риелторов из Майами, которая затем выпустила миллионы своих опционов. В дальнейшем они предполагали разместить на рынке крупный пакет акций.

Вскоре после этого они купили необитаемый Синий Остров, находящийся недалеко от Сан-Хуана, Пуэрто-Рико. Эти риелторы построили мост, связывающий остров с материком, и строительство гигантского курорта на острове уже находилось на заключительной стадии. Главный отель представлял собой, как это было указано в описании, «изгибающееся дугой здание, предназначенное для того, чтобы соответствовать нашим обещаниям и вашим ожиданиям». Его вход был окружен взлетающими фонтанами, которые танцевали под классическую музыку. Огромный аквариум с экзотическими рыбами был встроен в стены вестибюля и холла, которые вели вас к ресторанам и казино. Позади гостиницы были расположены три аквапарка, окруженные роскошными садами а-ля Версаль, и монастырь августинцев XII века. Все эти соблазны были предназначены для того, чтобы отвлечь гостей от неприятной местной особенности —

здесь не было ни одного пляжа, потому что береговая линия острова была слишком скалистой. Кроме того, здесь имелись два поля для гольфа.

Главной достопримечательностью Синего Острова должно было стать самое большое и самое щедрое на Карибском побережье казино «Звездная пыль», открытие которого было намечено на 1 февраля — пик местного курортного сезона. Здание казино было уникальным, поскольку оно имело куполообразную крышу, которая пропускала естественный свет и в течение дня создавала эффект мягкого вечернего освещения, а ночью сверкающие над головой звезды, как предполагалось, заставят игроков почувствовать, что в этом мире возможно все. Кроме этого, здесь была спроектирована сложная система ароматизации воздуха, помогавшая нежно, но цепко удерживать игроков.

Источник денег для всех этих вложений был, мягко говоря, немного таинственный. В Сан-Хуане ходили слухи, что здесь не обошлось без отмытых доходов от продажи наркотиков. Уже построенные корпуса гостиничного комплекса простаивали в течение шести месяцев и приносили убытки, поскольку только местоположение курорта, без готовой инфраструктуры, не прельщало туристов. Идея промоутеров заключалась в том, что, когда казино начнет действовать, отели и рестораны будут забиты посетителями до отказа, и остров станет излюбленным местом отдыха богачей и знаменитостей. Кроме того, это отразилось бы на других принадлежащих компании отелях, подняв их рейтинг. Проект начал подавать признаки жизни.

Для дальнейшего продвижения Casino Resorts была нанята фирма, взявшая на себя связи с общественностью, и один пожилой человек, бывший политический деятель из Нью-Йорка, был введен в совет управляющих. Фирма по связям с общественностью рекомендовала изменить название компании на Treasure Island Properties, и это было сделано. Затем, после нашептанных в нужное ухо рекомендаций, было принято решение привлечь в качестве инвестиционного банкира компанию Johnson & Company — несколько запущенный инвестиционный банк Уолл-стрит, имеющий штат активных продавцов для реализации запланированного крупного размещения акций. Вскоре после этого Johnson & Company выпустила глянцевый исследова-

тельский отчет, согласно которому прогноз прибыли на одну акцию составлял 2 долл. в 1982 году, затем, через год работы, в 1983 году — 5 долл., и, наконец, после того, как весь комплекс суперкурорта начнет функционировать, потенциальная прибыль должна была составить 10 долл. на акцию.

Для презентации этого отчета в финансовых кругах банк Johnson & Company спонсировал ряд завтраков и деловых обедов в Нью-Йорке и Бостоне, на которых его менеджеры подтверждали выводы проведенного исследования. Однако указанные там цифры были смехотворно оптимистичными и прогнозировали огромную прибыль от казино, сверхвысокую стоимость номеров и процент их заселения, а также проведение азартных игр в других отелях компании. Действительность же заключалась в том, что отели, связанные с казино, для привлечения игроков обычно предлагают более низкие цены за проживание в номерах, а на территориях, где были расположены другие принадлежащие компании отели, азартные игры были под запретом. Тем не менее акции компании выросли до 10 долл., и в ноябре 1981 года публике был продан второй выпуск акций объемом в 200 млн долл. Цена акций подскочила до 16 долл. Казалось, никого не заботило, что теперь компания имела 40 млн невыкупленных акций, рыночную капитализацию в 640 млн долл. и тонны долга.

Это был тот самый случай, смакуя который Джок мог сделать большие деньги, играя от «короткой» продажи. Он посещал организованные банкирами завтраки и невинно задавал каверзные вопросы. Однако Джок старался не нажимать слишком сильно. Он не хотел отпугнуть публику, которая упивалась предложенным ей враньем, и давать подсказки другим «коротким» продавцам. Он отправил своего лучшего аналитика на разведку в Пуэрто-Рико, а остальных своих агентов разослал по другим отелям компании. Как он и подозревал, другие отели оказались наполовину пустующими, и Джок, внимательно исследовавший отчеты, был убежден в том, что оценки дохода были просто смешны. Тем временем он занялся изучением экономики игорного бизнеса.

Разномастная команда, тайно руководящая продвижением Treasure Island, продолжала громко бить в барабаны. Они убедили Американскую фондовую биржу изменить биржевой символ их компании на

RICH*. Затем они выписали себе на должность председателя лорда Говарда Даннимида. Его светлость был тучным 50-летним неудавшимся управляющим инвестиционного банка, которого попросили покинуть престижный британский банк по нераскрытым причинам, причем ходили слухи о раскрывшемся обмане, развороте или и том, и другом сразу. Он имел настоящий аристократический акцент, одевался как павлин и держался подобно гвардейскому офицеру, которым никогда не был.

Однако лорд Говард отнюдь не был дураком и выторговал себе очень существенный компенсационный бонус, включавший предоставление крупного пакета опционов. Он также полностью разобрался в секретах продвижения компании.

На завтраках для инвесторов, спонсируемых Johnson & Company в Нью-Йорке, где лорд Говард председательствовал, присутствие Джока было замечено, а его тактика раскрыта. Поскольку объем «короткой» позиции Джока все увеличивался, он стал задавать более агрессивные вопросы. В одном случае, когда Джок вежливо, но настойчиво поинтересовался доходами компании и прогнозами прибыли, лорд Говард потерял самообладание и попросил Джока покинуть собрание со словами: «Сэр, это предприятие для инвесторов, которые имеют интуицию и воображение, а не для циничных Шайлоков, ищущих куски мяса. Я знаю, кто вы, сэр. Вы — Черный Принц, и вам здесь не место. Вы злоупотребляете нашим гостеприимством». Джок проглотил обиду молча, но он был глубоко оскорблен тем, что его сравнили с Шайлоком, и дальнейшие его действия до некоторой степени были обусловлены личной вендеттой. Враждебность усилилась, когда некоторые последователи Джока тоже начали продавать акции компании без покрытия.

В середине декабря 1982 года Treasure Island Properties официально открывали казино «Звездная пыль», устроив для этого грандиозное шоу и пригласив толпу знаменитостей и представителей газет и телевизионных каналов, выходящих в Нью-Йорке, Майами и Атланте. Лорд Говард, с великим сомнением раздувая щеки,

* Смысл данной замены заключается в том, что слово «rich» в английском языке означает «богатый». — *Примеч. пер.*

председательствовал на церемониях, его сопровождала чувственная скучающая стюардесса, которая потягивала «Столичную». Большие толпы осаждали казино в течение всех праздничных выходных дней, и гостиницы были переполнены. Компания распространила информацию о том, что выплаты за игорными столами и в игровых автоматах первое время будут существенно повышены, и газеты в Майами, Нью-Йорке и Сан-Хуане опубликовали интервью с некоторыми из победителей, которые расхваливали Treasure Island. Конечно, все эти промоакции были оплачены и тщательно организованы.

На гребне этой шумной волны акции RICH выросли с 20 до 25 долл., но Джок не волновался. Открытие имело шумный успех, не кто бы в этом сомневался? На халяву всегда находится много желающих. Он рассматривал высокую посещаемость казино как следствие проведения красочных мероприятий по открытию заведения и вновь послал на разведку своего аналитика. Тот узнал, что в отеле много номеров для приглашенных были заняты спортсменами, моделями, туристическими агентами и даже девочками по вызову, которые участвовали в создании атмосферы праздника. Выводы сделанные Джоком и его аналитиками, окончательно доказывали, что Treasure Island не сможет выполнить свои проектные обещания и фактически работает сейчас себе в убыток. Джок продал «в шорт» еще 200 тыс. акций.

Принц ни разу не был женат и фактически никогда не выказывал особого интереса к женщинам. Теперь, на шестом десятке лет, бес вселился ему в ребро, и он влюбился в женщину намного моложе его. Он сказал друзьям, что наконец-то нашел свою истинную любовь, своего задушевного друга, и решил отправиться с ней в путешествие на Дальний Восток. В начале февраля 1983 года Джок и его возлюбленная отбыли в свой Азиатский тур. Они с нетерпением ожидали этой совместной поездки, и жених Джок был непреклонен в своем желании выяснить вдали от делового возбуждения Нью-Йорка, могут ли они быть счастливы вместе. Сотрудникам его нью-йоркского офиса было приказано звонить только в случае возникновения самой критической ситуации. Первой остановкой в путешествии влюбленной пары была Джакарта. Аналитик Джока позвонил ему в Mandarin Hotel, чтобы сообщить о том, что спустя

четыре недели после открытия «Звездной пыли» там все еще полно посетителей. Кроме того, в прессе Нью-Йорка и Майами была запущена сплетня о том, что шансы на выигрыш в этом казино искусственно завышены и очень благоприятны для игроков. Даже автоматы платили больше обычного. Туристические агентства, некоторые из которых были держателями акций Treasure Island, очень настойчиво его рекламировали. Компания объявила, что прибыль за первые два месяца значительно превысила ожидания. Котировки RICH достигли 28 долл. Джок отдал приказ продавать дальше.

С распространением слухов о выигрышах, полученных в казино «Звездная пыль», и женщинах, которые обитают на острове, толпа посетителей все прибывала. Каждый номер в отеле Treasure Island был забронирован, поэтому туристы останавливались в Сан-Хуане. Рестораны были переполнены. Компания объявила, что даже при том, что выплаты выигрышей в казино более высокие, чем в Лас-Вегасе, это не влияет на проектную прибыль из-за высокого уровня посещаемости. Объемы торгов акциями Treasure Island росли, и множество аналитиков начали включать их в свои рыночные обзоры. В результате RICH стали самыми «горячими» акциями на Американской фондовой бирже.

К тому времени Джок находился вне пределов досягаемости на далеком курорте Аммана на Бали. Ранее он оставил своим трейдерам распоряжение продать еще 200 тыс. акций, если они вдруг поднимутся до 35 долл. Это случилось, и приказ был выполнен. Теперь «шорт» Джoka составлял уже полмиллиона акций. С Бали влюбленные отправились в Сингапур. Был конец марта, и Treasure Island объявили, что к следующей зиме они собираются открыть еще одно казино подобного масштаба на территории своих владений на Багамах. Уровень дохода, заложенный в проектах на 1984 год, должен был быть существенно превышен. Акции подскочили до 38 долл., и однажды в расположенном в Пинанге отеле Mutiara Bitch в три часа ночи раздался телефонный звонок. Рассерженный Джок поднял трубку и узнал, что его главный брокер не может предоставить ему для «короткой» продажи очередные 200 тыс. акций из-за недостаточности покрытия. «Быки» брали его в тиски. Джок со злостью бросил телефонную трубку.

Ужасные клиенты и враждебные брокеры

Тем временем Джок и его спутница добрались до Аманпури, что в Пхукете, Таиланд. Однако путешествие уже не доставляло Джоку прежнего удовольствия, поскольку каждую ночь он вынужден был просыпаться по три-четыре раза, чтобы ответить на звонки из Нью-Йорка. С повышением цены RICH стоимость его позиции становилась все больше и больше, и его главный брокер требовал увеличения маржи. Кроме того, о его неудачном «шорте» уже знали все, и руководители Treasure Island хвастались, что устроили Принцу «корнер»*. Известный рыночный обозреватель Алан Абелсон, близкий друг Джока, устроил интервью с лордом Говардом, в котором тот заявил, что Джок был «слепым дураком», и что стоимость акции достигнет 100 долл.

Затем грянул гром среди ясного неба. Ежемесячный отчет Комиссии по ценным бумагам и биржам об операциях инсайдеров показал наличие существенных продаж акций RICH топ-менеджерами компании, включая самого лорда Говарда. Абелсон опубликовал в *Barren's* полную сарказма сардоническую статью, посвященную бухгалтерскому учету и планированию проектов. Цена акций RICH резко упала с 38 до 30 долл., и Джок почувствовал себя намного лучше. В ответ компания объявила, что ее инсайдеры продавали свои акции лишь потому, что некоторым членам совета директоров необходимо было вернуть банкам ссуды, которые они брали для финансирования проекта. Однако это заявление не оживило спрос на акции, и Джок почувствовал, что «пузырь» наконец-то лопнул.

В конце марта Джок прилетел в Гонконг, где он забронировал номер недалеко от знаменитой старинной Пенинсулы. В это время акции RICH снова взлетели. *New York Times* опубликовала в разделе «Путешествия» длинный репортаж, посвященный обаянию и привлекательности «Острова сокровищ» (Treasure Island), а также выигрышам в местном казино. Дело было в том, что репортер, его подружка и ее

* «Корнер» — ситуация, когда игрок, открывший «короткие» позиции большого объема, не может их закрыть по причине того, что на рынке нет достаточного для закрытия количества акций. — *Примеч. пер.*

родители по приглашению компании провели на этом курорте долгий уикенд, и когда пришло время платить, отель выставил им счет только на оплату телефонных звонков. Азартные игроки считали, что казино «Звездная пыль» является золотой жилой, и ажиотаж вокруг него начал приобретать некоторые признаки «золотой лихорадки» XIX столетия.

Некоторые туристы прибывали на остров только ради игры, и видели бы вы, что это была за игра! Старушки, проклиная друг друга, устраивали потасовки, борясь за монетные автоматы, а мужчины доходили до крайней грубости, чтобы сохранить свои места за игровыми столами. Некоторые из них носили с собой специальные сосуды, чтобы не было надобности выходить по нужде в туалет; другие, менее подготовленные, сидя за столом, мочились прямо в свои штаны или в ближайшие плевательницы. Хотя эти случаи добавляли заведению колорита, они не повышали его репутацию, и правление приняло меры. Охранники силой удаляли из игрового зала самых вопиющих скандалистов.

Брокеры, нахваливая акции RICH, сообщали о доходе в 7 долл на акцию, что, конечно, было смешно, но способствовало дальнейшему росту цены, которая к середине апреля достигла отметки 60 долл.

Теперь Джок начал серьезно волноваться и, как он признался позже, был испуган. Это сопровождалось постоянным расстройством желудка. Несмотря на свое глубокое личное счастье, бремя потерь лежало на его душе тяжким грузом. Акции, которые он заимствовал, требовалось возвращать. В некоторых случаях он не мог сделать поставку, и его позиции закрывались враждебно настроенными брокерами, что задирало цену акций еще выше. 15 мая акции RICH достигли уровня 80 долл. Джок потерял более 100 млн долл. Его хеджевый фонд всегда показывал хорошие результаты, но эта история происходила в начале 1980-х, когда огромные деньги еще не вошли в хеджевые фонды. Джок управлял суммой немного более чем 400 млн долл., и, в результате опустошающей торговли акциями RICH, фонд в течение первых четырех месяцев 1983 года потерял 22 %.

Он начал получать от клиентов требования о выкупе их паев, и для их удовлетворения Джок вынужден был покупать акции

RICH, чтобы закрыть часть своих «коротких» позиций и не позволить «шорту» нанести еще больший ущерб своему фонду. Джок был бесстрашным парнем, но он уже колебался. Наблюдая за его смертельным пикированием, трейдеры на рынке стали поговаривать о том, что дела фонда настолько плохи, что он вынужден будет ликвидироваться. Если это случится, рассуждали они, Джок должен будет выкупить все акции RICH, которые он продал «в шорт», что поднимет их цену еще выше. Поскольку стоимость позиции росла, главный брокер Джока слал ему один маржин-колл* за другим, для их выполнения пришлось продать другие акции из инвестиционного портфеля фонда, так что в итоге позиция по акциям RICH составила почти 40 % всех его активов. Распространение слухов о затруднительном положении фонда Джока привело к тому, что жаждущие крови покупатели вошли в RICH, и цена этих акций достигла уровня 90 долл. Джок был окончательно взят в кольцо беспощадными убийцами.

К сожалению, у этой истории нет хеппи-энда. К 18 мая Джок сдался. Он приказал своему трейдеру начать выкупать акции RICH для закрытия своих «коротких» позиций. Трейдер хорошо знал свое дело и выполнял приказ очень осторожно, но, тем не менее, информация о том, что Джок закрывает свой «шорт» быстро распространилась на рынке. Акции RICH тут же поднялись еще на 10 пунктов. 25 мая Джок вынужден был пропустить посещение Киото из своей экскурсионной программы и вернуться в Нью-Йорк. К 30 мая он полностью закрыл свою «короткую» позицию, зафиксировав огромный убыток. 1 июня он разослал своим инвесторам письмо, в котором сообщал о закрытии «шорта» и понесенных при этом потерях. Он предложил инвесторам с 1 июля забрать свои деньги из фонда.

Эта новость тоже быстро распространилась по рынку, и цена RICH начала погружение. Если в середине мая она доходила до 60 долл., то к 1 июля опустилась до 45 долл., несмотря на то, что аналитики вновь повысили свои оценки в отношении доходов компании. Однако для

* «Маржин-колл» — требование брокера увеличить объем собственных активов, когда их становится не достаточно для обеспечения взятого кредита. См. также левверидж. — *Примеч. пер.*

Джока уже было слишком поздно. Активы его фонда снизились до 80 млн долл., из которых 20 млн принадлежали ему самому. Всех аналитиков, кроме одного, пришлось уволить. Фактически Джок вышел из бизнеса. В течение следующего десятилетия он управлял лишь собственными деньгами и активами нескольких истинных сторонников. Результаты были отличными.

В заключение своего рассказа Ветеран сообщил нам, что в настоящее время Джок имеет намного более 100 млн долл. Но его хеджевый бизнес давно закрыт. Он навсегда остался парнем, который был загнан в угол акциями RICH.

Ирония этой истории заключается в том, что в конечном счете выводы Джока о реальной прибыльности компании и справедливой цене ее акций были абсолютно правильными. После завершения рекламной кампании с повышенными шансами на выигрыш для игроков, казино изменило правила в свою пользу, и в последующие годы заведение перестало пользоваться успехом у посетителей. Компания выпустила на рынок такое количество своих ценных бумаг, что прибыль на одну акцию никогда не достигла даже 2 долл. Второе казино в конце концов было открыто, но и оно не процветало. Слишком серьезная конкуренция. Что касается акций RICH, их цена постепенно дрейфовала вниз и к 1985 году вернулась к своим начальным уровням, а в 1990 году ими торговали по цене между 10 и 5 долл. Тем не менее плохие парни победили. Лорд Говард и его партнеры реализовали большинство своих опционов по цене порядка 50 долл. и сделали на этом большие деньги.

Агония продолжается

Услышанная история, безусловно, произвела на меня гнетущее впечатление. В ней было слишком много моментов, которые я мог отнести и на свой счет. С началом октября цена нефти поднялась еще выше, превысила свой предыдущий максимум в 48 долл. и теперь колебалась в районе 50 долл. Время от времени случались двух- трехдневные коррекции, которым мы радовались, видя в них признаки начала конца, но наши ожидания так и не оправдывались. 21 октября мы продали часть своих колл-опционов, зафиксировав

ровав хорошую прибыль, но одновременно вновь увеличив риски «короткой» позиции. Два дня спустя цена на нефть достаточно уверенно застыла на новой отметке выше 55 долл. Мы пытались делать хорошую мину на публике и кусали локти, оставаясь наедине с собой. На одном из званных обедов в Гринвиче я запнулся, когда пытался обосновать нашу «короткую» позицию по нефти.

Затем, 27 октября, после выхода публикуемых каждую среду данных об объеме нефтяных запасов, которые показали большее увеличение, чем это ожидалось, цена на нефть упала. Однако это все же не было большой неожиданностью, и, фактически сразу после выхода данных, цена в течение нескольких минут вернулась на прежний уровень.

В один из дней нефть упала сразу на 6 %. Несколько дней спустя Банк Китая удивил рынки, подняв процентные ставки, и нефть упала снова. В нашем офисе слышались радостные крики, но я не мог избавиться от ощущения, что эти коррекционные движения напоминают отсрочки, которые испытывал и Джек той весной 20 с лишним лет назад.

Нефть продолжала падать в течение первых двух недель ноября, но затем, ближе к концу ноября снова пошла в рост, и по утрам нас все чаще стал посещать вопрос: действительно ли мы храбрые и решительные фундаментальные инвесторы или же упрямые безумцы? Судя по разговорам с нашими клиентами было очевидно, что если мы были неправы, и нефть собирается достигнуть новых максимумов, нас надо считать неизлечимыми маньяками, место которых на свалке перегоревших хеджевых управляющих.

1 декабря нефть, наконец, «треснула». Еженедельные данные, опубликованные как обычно в 10.30 утра, показали увеличение ее запасов на 8 млн баррелей, что значительно превышало ожидавшиеся 3,5 млн баррелей. Поскольку и на предыдущей неделе запасы превысили прогнозируемые, мы расценивали это сообщение как сильный «медвежий» сигнал и были несколько разочарованы, когда цена нефти отреагировала на него уменьшением всего на 0,75 долл.

Затем она начала сползать вниз по мере того, как трейдеры перемалывали воздействие двух существенных увеличений запасов. Падение продолжалось в течение всего торгового дня, и на 14.30

нефть закрылась по цене 45,5 долл., т. е. на 3,64 долл. ниже предыдущего закрытия. Мы были довольны, но сразу же начали задаваться вопросом, стоит ли нам сейчас закрыть, по крайней мере, часть наших «коротких» позиций. На следующее утро нефть продолжила падение, и к полудню ее цена снизилась еще на 5 %.

В этот же день по рынку поползли слухи. Джордж Сорос был неистово настроен против переизбрания президента Джорджа В. Буша на новый срок. Он провел кампанию против Буша и потратил на нее один бог знает сколько денег. Слухи основывались на том, что, мол, Сорос вложил 5 млрд долл. в покупку нефтяных фьючерсов за месяц до выборов с целью раскачать фондовый рынок, экономику и вызвать у избирателей негативное отношение к существующей власти. Если он также полагал, что цены на нефть и сами по себе должны вырасти, то нет ничего удивительного в предположении о том, что он мог бы открыть гигантскую позицию. Сорос никогда не отказывался использовать имеющийся у него капитал для повышения своего влияния. И теперь на рынке болтали, что в связи с наступившей коррекцией Сорос получил маржин-колл и будет вынужден ликвидировать свою «длинную» позицию.

Я не верил этим слухам. Сорос слишком умен и беспристрастен, чтобы смешивать бизнес с политикой. Признавая, что для того чтобы быть свиньей требуется храбрость, мы решили, что после всех наших мучений и страданий самым доблестным поступком с нашей стороны будет закрыть приблизительно одну треть нашего «шорта». Мы откупились немного выше 42 долл. Трейд был убыточным, но, по крайней мере, мы сняли часть долговой нагрузки. Я чувствовал себя так, словно огромный камень свалился с моей груди.

Сразу на следующий день на рынок просочилась другая история, но на этот раз правдивая. Основанный в Сингапуре филиал китайской компании China Aviation Holdings объявил о получении убытка в размере 550 млн долл. на торговле нефтяными деривативами, что привело к его банкротству. Слухи о Соросе и банкротство China Aviation живо напомнили мне о том, что резкое изменение цены основного мирового сырья всегда приводит к тому, что на поверхность тут же всплывают сплетни и «утопленники».

8 декабря данные о запасах вновь показали их увеличение превышающее ожидаемое. Однако в последующие несколько дней министры нефтяной промышленности стран ОПЕК выпустили пресс-релизы, сообщавшие, что цена нефти упала достаточно для того, чтобы сократить ее производство. Фактически 10 декабря ОПЕК объявила о сокращении производства нефти на миллион баррелей в день. Мы с ужасом ожидали ответной реакции рынка, поскольку большая часть наших активов все еще была заложена в «шорты». После выхода этих новостей цена на нефть немного оживилась, но затем резко упала до нового минимума в 40,71 долл. за баррель, снизившись, таким образом, более чем на 4 % за день. Мы закрыли вторую треть своего «шорта» по 41 долл.

Из рисунка 4.1 видно, что в середине декабря цена нефти сделала новый скачок вверх.

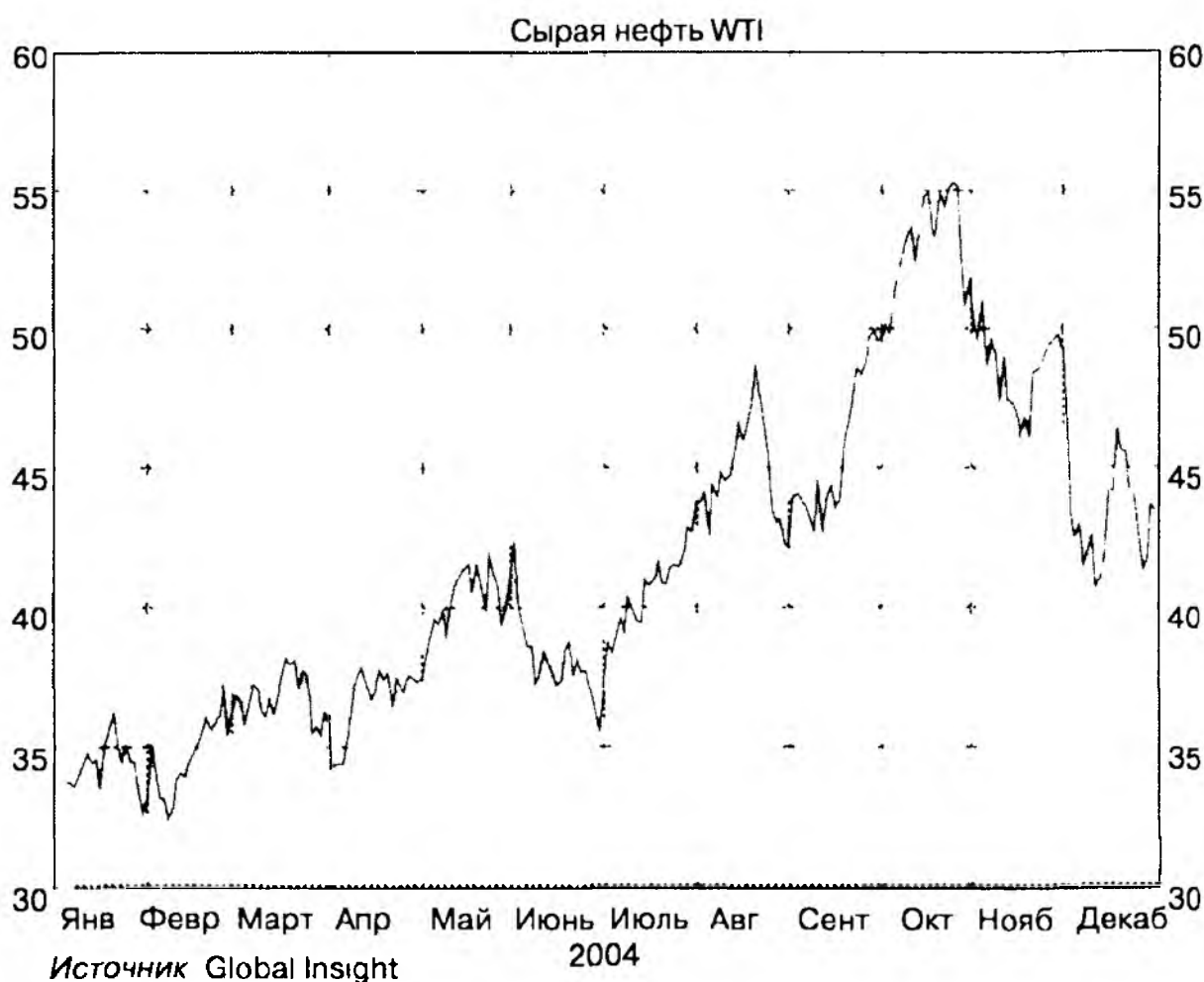


Рис. 4.1. Цены на нефть с 1 января по 31 декабря 2004 года

Холодная погода, сокращение запасов, неприятности в Саудовской Аравии и очередное телеобращение бен Ладена, все это способствовало новому росту цен. Затем два последовательных недельных повышения запасов и слабость рынка снова свалили цену, и в последние дни года нефть опять торговалась по 42 долл. за баррель. 30 и 31 декабря мы закрыли оставшуюся часть своего «шорта». В целом, «короткие» позиции по нефти и «длинная» страховочная позиция в колл-опционах обошлись нам немногим более чем в 2 % убытка, но истинной платой за нашу ошибку стали глубокие личные эмоциональные переживания и значительный ущерб, нанесенный отношениям со многими нашими клиентами.

Утром 3 января 2005 года, в первый торговый день нового года и нашей новой инвестиционной жизни, нефть открылась на 4,5 % ниже предыдущего закрытия. Знать бы заранее, насколько злую шутку нефть сыграет с нами. Вывод один, торговля «в шорт» на товарных рынках — не для слабонервных.

ГЛАВА 5

Одиссея создания хедж-фонда: отчаянное, полное ужасов приключение

В конце 2002 года после долгих размышлений и обсуждений Мэдхав Дхар, Сирил Моль-Бертье и я решили создать хеджевый фонд. Мы назвали его Traxis Partners (Traxis — слово, которое мы придумали и которое ничего не означает). Мы были друзьями, которые в течение многих лет работали вместе в подразделении управления активами компании Morgan Stanley, которая любезно предложила нашему начинанию свою помощь и в маркетинге фонда, и в предоставлении услуг бэк-офиса.

Начиная длительное восхождение на вершину хеджевого фонда, я четко осознавал, что нам придется испытать стрессы, огромное напряжение сил, переживания и, возможно, экстаз. Сначала я лелеял большие надежды на то, что организуемый нами фонд обязательно преуспеет, и не испытывал особых забот и беспокойства по этому поводу. Я знал, что впереди нас ждет долгое и увлекательное путешествие, которое вряд ли повторится в моей жизни, поэтому я решил вести дневник. Это лучше, чем позднее описывать события, оглядываясь в прошлое, когда можно воссоздать всего лишь хронику событий, а не сам процесс.

Основание нового хеджевого фонда — отчаянное, полное ужасов приключение. Оно сопровождается постоянным беспокойством. Учредителям приходится потратить свои собственные деньги, чтобы приобрести офисное помещение и создать административную, торговую, учетную и юридическую инфраструктуру этого бизнеса. Они должны подготовить документы с предложениями, способными соблазнить инвесторов, не вызывая при этом подозрений у Комиссии по ценным бумагам и биржам. Учредители также

должны найти и нанять аналитиков, трейдеров и главного управляющего. Однако их первичная цель заключается в том, чтобы найти предполагаемых инвесторов и привлечь капитал. В нашем случае мы решили, что начнем жесткую маркетинговую программу в феврале 2003 года с тем, чтобы начать работу фонда с 1 июня. Хотя мы говорили с несколькими родственными душами и даже получили от некоторых из них кое-какие предварительные обязательства, наша кампания по сбору денег реально началась только в начале марта. Вот как я описывал в своем дневнике события, происходившие с нами той весной.

Деньги, собранные на конференции Breakers

2 марта 2003 года началась одиссея сбора денег. Мэдхав, мой партнер по этому мероприятию, и я прилетели в Палм-Бич для участия в организованной Morgan Stanley легендарной конференции хеджевых фондов — Breakers. Эта конференция считается наиболее подходящим местом для привлечения денег, поскольку именно там обычно собирается наибольшее число богатых инвесторов в хеджевые фонды. Я никогда не был здесь прежде. Это удивительное мероприятие. Должно быть, не менее 500 человек собралось в переполненном богато декорированном конференц-зале и на лужайке большого отеля, расположенного на океанском побережье.

После торжественного обеда, посвященного открытию конференции, и нескольких выступлений менеджеров хеджевых фондов, пытавшихся блеснуть перед инвесторами умом и красноречием, два долгих дня были заполнены безостановочными групповыми презентациями и двусторонними переговорами, завершившимися еще одним торжественным обедом. Интенсивность общения здесь невероятно высока. Каждый старается ковать железо. Конференция организована и оплачена главным брокерским подразделением Morgan Stanley, собственная цель которого состояла в том, чтобы свести между собой предполагаемых инвесторов и хеджевые фонды, которые либо уже обслуживались, либо (подобно нам) только наме-

ревались проводить свои сделки через Morgan Stanley. Парни из этой компании оказали мне большую помощь в организации нашего инвестиционного стенда и в выделении для него выгодного места для представления инвесторам.

Morgan Stanley — самый крупный представитель очень прибыльного брокерского бизнеса. Их главное брокерское подразделение представляет собой чрезвычайно хорошо управляемый, богатый золотой рудник. Почему эта деятельность настолько привлекает Morgan Stanley? Потому что она приносит компании прямую выгоду от роста финансового сектора хеджевых фондов, который, безусловно, является наиболее динамично развивающимся в сфере управления активами. Активы в управлении хедж-фондов выросли с 36 млрд долл. в 1990 году до более чем 1 трлн долл. к концу 2004 года, и никакой иной бизнес, в который вовлечены мировые инвестиционные банки, не может сравниться с ним по характеристикам доходности и роста. Все это привлекает множество новых участников, пытающихся войти в этот прибыльный бизнес, переманивая клиентов, что ведет к усилению конкурентной борьбы и снижению доходности. Некоторые крупные хеджевые фонды распределяют свои активы и пользуются услугами нескольких главных брокеров.

Какие услуги оказывает главный брокер? Он обеспечивает клиентов ценными бумагами для «коротких» продаж, дает маржинальные кредиты, осуществляет клиринг, обеспечивает составление отчетов и хранение активов, предоставляет материалы аналитических исследований и помогает в привлечении клиентов. Главный брокер фонда выполняет примерно 25–30 % всех транзакций клиентов хеджевого фонда и в большинстве случаев обеспечивает ежедневный расчет чистой стоимости активов (NAV) и элементарный риск-менеджмент. Главный брокер может подобрать для нового хеджевого фонда офисное помещение, операциониста, трейдеров, а также обеспечит его базовыми системами учета. На чем главный брокер делает деньги? Во-первых, он зарабатывает на комиссионном вознаграждении за выполнение биржевых поручений, а объемы торгов хеджевых фондов сейчас составляют приблизительно одну треть всего биржевого оборота. Во-вторых, что более важно, хеджевые фонды — зависимые потре-

бители новых ценных бумаг и маржинальных кредитов, на которых брокеры зарабатывают хорошие деньги. Morgan Stanley имеет самый большой список клиентов, пользующихся брокерскими услугами, и их объем и доходность растет в пределах 20 % в год. Сейчас это главный и желанный поставщик прибыли, приносящий брокерам более 1 млрд долл.

Брокеры борются за клиентов не только на рынке услуг брокеража и бэк-офиса, но и в рамках поиска для них инвестиционного капитала. Юридически брокер может лишь представлять хеджевые фонды потенциальным инвесторам; он не может рекламировать или ходатайствовать перед клиентами за тот или иной фонд. Это прерогатива только самих хеджевых фондов. Morgan Stanley оказал нам помощь в подготовке презентаций для потенциальных инвесторов и дал советы по формированию офисной инфраструктуры. В последующие месяцы брокер будет заниматься организацией для нас деловых ланчей с потенциальными инвесторами как в Соединенных Штатах, так и в Лондоне, Женеве и Гонконге. На этих встречах мы получим возможность проводить свои презентации. После этого все, что может сделать Morgan Stanley, это обзвонить предполагаемых инвесторов и узнать, не желают ли они получить более подробную информацию. Кроме конференции Breakers, Morgan Stanley и другие главные брокеры в течение года проводят для новых управляющих различные конференции в Соединенных Штатах, Европе и Азии, но Breakers — самая значительная!

Находясь здесь, я испытывал трепет. Во время работы в Morgan Stanley мне, конечно, приходилось выступать в роли продавца перед множеством пресыщенных, полускептически настроенных зрителей, и я также приобрел чувство собственного достоинства, но сейчас, находясь в Палм Бич, я был немного дезориентирован происходящим вокруг беззастенчивым выкорчевыванием денег из потенциальных инвесторов. Я завидовал парням из суперзвездных хеджевых фондов, которые имеют обильный приток капиталов и могут позволить себе игнорировать подобные конференции. А мы, простые смертные, в поиске денег ходим здесь со шляпой в руках. Суперзвезды держат в штате маркетологов, организовывающих их собственные ежегодные встречи с инвесторами, на которых они провозглашают себя и свое окружение мессиями. В дни славы фонда Tiger Джулиан

Робертсон вознес подобные встречи до новых высот, устраивая по окончании деловой части ежегодных конференций обеда с танцами в обстановке, напоминающей убранство храма Дендура из музея искусств Метрополитэн, дома герцога Уэллингтона в Лондоне, или замок под Парижем. Однако инвесторы хеджевого фонда не дураки, и шикарные вечеринки не заменят им результатов работы управляющего. Инвесторы Джулиана любят вечеринки, но еще больше они любят прибыль.

Групповые презентации невероятно скучны. День разбит на 45-минутные интервалы с 10-минутными перерывами, и толпа циркулирует из одной комнаты в другую. Мы с Мэдхавом показали одну и ту же базовую презентацию разным группам по 10–30 человек много раз. Вас пристально разглядывают, не скрывая скептического отношения, и при четвертом или пятом исполнении вы начинаете вносить в свое выступление коррективы, просто чтобы не сойти с ума, но к тому времени вы уже не соображаете, что вы должны или не должны говорить.

Во второй вечер на Breakers устраивается фуршет на террасе. Ночь была ясной, звездной и лунной, но слишком холодной для Флориды. Шампанское Moet et Chandon и лучшее калифорнийское шардоне текли под холодной, бледной луной, освещающей многочисленную толпу прекрасно одетых людей, болтающих и сплетничающих на многих языках мира, обсуждающих хеджевые фонды и их управляющих. В этой среде швейцарский акцент автоматически добавляет 50 пунктов к показателю уровня интеллекта, а язык университетов Оксфорда и Кембриджа стоит 25 пунктов. Старый добрый американец определенно выглядит здесь деклассированным элементом.

А поболтать есть о чем. Истории хеджевых фондов и их управляющих напоминают карьеры рок-звезд. Фонд, входящий по результатам своей работы в двадцатку лучших среди всех управляющих активами фондов, имеет менее чем 50 %-ные шансы на сохранение своей лидирующей позиции в течение ближайших трех лет. Средняя продолжительность жизни фонда, как и карьера игрока национальной футбольной лиги, не превышает четырех лет. Каждый год приблизительно тысяча хедж-фондов закрывается из-за слабых результатов работы и неспособности справиться с кризисом. Факти-

чески в 2004 году тысяча новых хеджевых фондов была сформирована, и приблизительно столько же бесславно закрылось.

Состав участников конференции разнообразен. Во-первых, есть профессионалы, которые представляют крупные фонды фондов, фонды инвестиций, вкладов и пенсионные фонды. Они скучны, циничны и вяло пожимают вам руку. Присутствие на этой конференции является для них просто работой, они здесь только для того, чтобы оценить «конюшню» хедж-фондов. Американские мужчины одеты в костюмы и у них потные подмышки. Женщины выглядят высокими, худыми и плоскими. Напротив, аристократичные представители фондов большого Лондона одеты в полосатые синие рубашки с белыми воротниками и имеют двойные имена и подбородки. Швейцарцы, с их поджатыми губами и темно-синими пиджачными парами, держатся отстраненно и болтают о чем-то своем по-французски и на швейцарском диалекте немецкого. Эта группа профессионалов — серьезные парни с большими деньгами. Они могли бы вложить в нас 25 или даже 50 млн долл., если их расколоть, но они также известны тем, что забирают свои деньги назад при первых признаках опасности. Мы же хотели бы заключить со своими инвесторами соглашение, которое запрещало бы изъятие денег в течение первого года работы. После этого инвесторы могли бы выводить свои деньги из нашего фонда после каждого квартала. Кроме того, существует возможность изъятия вложений в чрезвычайных ситуациях. Однако швейцарцев не устраивает условие заморозки средств в первый год работы.

Оставшаяся часть толпы — любители, главным образом богатые индивидуумы и мелкие, пытающиеся раздуть щеки, фонды фондов. Немцы с выпирающими евроживотами вперемешку с надутыми арабами в светлых костюмах и белых рубашках, их рукопожатия столь же холодные и липкие, как змеиная кожа. Бывшие инвестиционные банкиры обмениваются сплетнями с толстыми экс-дипломатами, постоянно меняющими свои мнения. Старые развалины из Техаса с лицами, похожими на дорожную карту, кислым дыханием, и одетые в гавайские рубашки, болтают с выстреливающими слова со скоростью пулемета частными банкирами из Майами с напомаженными и прилизанными волосами. Отставники, очень богатые инвесторы с частными реактивными самолетами, домами в трех

климатических зонах и гладкими лбами похваляются важными знакомствами и говорят о гольфе, пока их скучающие жены и гладкие и страдающие анорексией тощие любовницы лепечут о пижонских ранчо и плантациях. Богатые разведенные и вдовцы с искусственной яркостью в глазах, с тяжелыми, рельефными лицами и подтянутыми животами образуют толпу. Они ищут себе пару или хеджевый фонд? Их улыбки действуют на вас подобно холодным останкам. Однако эти любители стоят внимания, поскольку их привязанность к выбранному хеджевому фонду обычно бывает наиболее крепкой. Если вы их обаяете, они смогут выдержать такие убытки, которые вряд ли стерпит крупный фонд фондов.

Я чувствовал себя потерянным и дезориентированным. Я начал потеть, несмотря на холодную луну. В моей предыдущей жизни в Morgan Stanley я мог отправиться на встречу инвесторов почти в любую точку мира и среди собравшихся там людей всегда находил несколько знакомых, но здесь собралась совсем иная компания. Я не был знаком ни с одним из присутствовавших на конференции, за исключением парней, представляющих хеджевые фонды, но они были слишком заняты переговорами с потенциальными клиентами. Я пил шардоне и вел отрывочные беседы с беспокойными людьми, которые изучали окружающих с пристальным вниманием. Отсутствие знакомых и мой, мягко говоря, далеко не экстравертный характер не позволяли мне чувствовать себя в своей тарелке. Зато Мэдхав, обладающий кипучей энергией, расцвел и окунулся в толпу.

Джим Триггер: сначала ввяжемся в бой, а там посмотрим

Внезапно на приеме появилось знакомое лицо. Это был Джим, парень, с которым я познакомился ранее, и которого многие зовут Джим Триггер. Джим — сотрудник банка, подобно мне занимающийся инвестициями. Люди, работающие с ним, называют его Триггер, имея в виду легкий спусковой крючок, потому что, управляя портфелем, он очень быстро реагирует на любые события. Это прозвище не обязательно является лестным; оно подразумевает

работу по принципу «сначала вкладываем деньги, а потом задаем вопросы». «Готов! Огонь! Цель!», — вот что является *modus vivendi* для Триггера. На «бычьем» рынке это работает замечательно. Но в более жесткие времена, такие как сейчас, такой метод не слишком эффективен.

Триггер — красивый парень гладко-скульптурного калифорнийского типа. Три верхние пуговицы его подогнанной под фигуру рубашки расстегнуты, а на плечи накинута спортивная жакет. Наши глаза встречаются. Джим назойливый и немного безумный тип, но покажите мне совершенно нормального человека среди людей, собравшихся звездным вечером на этой террасе, где вино и деньги текут подобно музыке?

Карьера Триггера развивалась волнообразно. Он всегда вкладывал в то, что считалось «горячим», но иногда его инвестиции были немного запоздалыми и осуществлялись непосредственно перед тем, как рынок охладевал к его бумагам. Триггер является и всегда являлся инвестором, торгующим по тренду, игроком, сила (и слабость) которого заключается в том, что он быстро забывает негативный опыт. Он неизменно стремится туда, где можно заработать быстрые деньги, и способен показывать превосходные результаты при сильном рыночном тренде. Однако в последнее время он полз как та улитка по утесу. Триггер мне нравится, хотя бы потому, что при совершении любой сделки он действительно верит в собственную правоту и никогда не стесняется быть тем, кем он на самом деле является — рыночным жокеем.

Я знал Триггера еще тогда, когда его активный фонд растущих акций был загружен бумагами мелких компаний, занимающихся разведкой и добычей нефти и имеющих названия типа Три парня и Буровая установка. Он заработал 40 % прибыли в 1979 году и 65 % в 1980 году, и деньги лились в его фонд. Но затем в 1981 году, когда нефть вдруг перестала быть черным золотом, фонд Триггера потерял 55 %. Насколько я помню, в то время он почти потерял свою работу, но в 1982–1983 годах он вернулся и занялся акциями мелких развивающихся технологических компаний, своими «любимыми атлетами», как он их называл. В те дни он действовал следующим образом: посещал презентацию какой-нибудь компании, где встречал юного докладчика и, послушав его, уходил со словами:

«Мальчик, несомненно, одаренный, настоящий атлет, победитель», — после чего не глядя покупал несколько сотен тысяч акций этой компании.

Впоследствии, когда его «возлюбленные атлеты» канули в небытие, и надежды на них потерпели крах, Триггер сильно пострадал, но он продолжал верить в свой метод игры и всегда стремился быть на сильной стороне рынка. Если деньги вкладывались, а рост отсутствовал, он понимал, что должен найти себе новых любимчиков. Он ухватился за так называемый фонд недооцененных активов U3, который занимался «недокормленными и недолюбливаемыми» бумагами, а также осуществлял рискованный арбитраж. Однако инвестиции в недооцененные активы были слишком медлительны для его горячей крови; Триггер нуждался в эмоциях, в движущей силе его жизни. Ему было слишком трудно по настоящему влюбиться в акции промышленных предприятий — «грязную рабочую лошадку» — только потому, что она дешева.

Я помню, как он говорил мне: «Инвестирование в стоимость — это фигня, а Бен Грэм — неудачник. Покупка дешевых акций на основе функционально-стоимостного анализа — это для недалеких бухгалтеров. Мне не хватает притока адреналина, который я получаю, торгуя волатильными акциями». Это было кощунством, поскольку (на тот случай, если вы вдруг не знаете) Бенджамин Грэм — бог инвестиций в стоимость, который написал библию, носящую название «Анализ ценных бумаг». В результате Триггер покинул U3 ради конторы, работающей с ценными бумагами развивающихся рынков, и некоторое время он фактически жил и работал в Гонконге и Восточной Европе. Затем настал крах тайского бата и российских долговых обязательств, и развивающиеся рынки начали тонуть.

По-видимому, это было предопределено: он вернулся на рынок технологических акций в конце 1990-х годов. Этот рынок был наиболее комфортным для Триггера. До этого вечера я последний раз видел его в конце 1999 года, когда он организовал фонд технологических акций для крупного и очень агрессивного взаимного фонда одной денверской компании. То были дни, когда рынок новых бумаг бурлил, и Триггер очаровывал всю страну своими речами о высоких технологиях, продуктивности Интернета и наступлении новой эры.

Публика влиwała деньги в его фонд, и Триггер процветал. В тот день он прибыл на завтрак под ручку с молодой, статной женщиной, которая пила чистую «Столичную». Я задавался вопросом: зачем он притащил ее с собой, ей явно уже давно надоели все эти разговоры об акциях, хотя иногда она бросала в сторону своего спутника вялые, но любовные взгляды.

Денверский взаимный фонд набрал себе умных, быстрых, языкастых парней и девушек, торгующих по тренду, которые раньше всех узнавали все рыночные новости. Я помню, как однажды посетил их в те горячие дни. Я сидел в зале с полудюжиной инвестиционных управляющих, которые выглядели настолько молодыми, свежими и невинными, что можно было ожидать, что они все еще носят скобки на зубах, и понимал, мне нечем их заинтересовать. Они считали меня бесполезным, старым ворчуном, и в тот момент я чувствовал себя именно таким. Они не заботились об отношении цены к доходу, об оценке, о фундаментальных изменениях, или об экономике. Они хотели услышать об акциях роста. Они хотели получить экшн, акции, напичканные стероидами. Постепенно я понял, что они вовсе не так невинны, как это показалось мне вначале нашей беседы. Они были убийцами с детскими лицами, а невинным ягненком был как раз я. Фонд Триггера, портфель которого был набит новыми выпусками акций, в том году поднялся на 85 %.

Но затем последовал взрыв «пузыря», который уничтожил половину активов денверской компании. Фонд Триггера упал на 75 % в течение 18 месяцев, а затем последовали судебные процессы. Их причиной стало то, что большая часть денег была инвестирована в фонд уже после его наиболее прибыльного года, и, когда Триггер расхваливал технические акции, многие из его утверждений были, мягко говоря, излишне приукрашены и оптимистичны. Руководитель, отвечавший в компании за инвестиции взаимного фонда, ушел в отставку. Комиссия по ценным бумагам и биржам провела неожиданную ревизию, и министр юстиции штата Колорадо, возмнивший себя западным Шпитцером, сделал запрос. Тот год не принес бонусов. Триггер рассказывал мне, что он понял, что у него начались проблемы, когда ему срезали зарплату, а затем новый начальник, курировавший взаимный фонд, отправил его в отпуск. Я думаю, что таким образом его просто уволили.

«Веселье на рынке технологических акций закончилось, — сказал он мне. — Теперь бесполезно быть быстрым и иметь хорошие рефлексy. Любой панк, работающий на рынке технологических акций, не менее быстр, а игра на инсайдерской информации мертва. Нас так много в этой нише, что мы постоянно сталкиваемся друг с другом. “Шорты” не спасают. Все обесценилось слишком быстро. Делать деньги на этом рынке больше не представляется возможным». Он вздохнул. «Три года назад я мог перевернуть мир; теперь же я слишком угнетен даже для того, чтобы сделать разминку». Я поинтересовался, что он делает на конференции Breakers.

«Я собираюсь войти в бизнес хеджевых фондов, — пояснил он. — Полтора процента плюс 10 % от прибыли. Вот это я понимаю! Ну, все, мне пора тусоваться и обхаживать клиентов». Он помахал рукой пожилой синеволосой женщине, висящей на руке своего молодого спутника. «Она — лиса, — шепнул он мне, — очень старая, но все-таки лиса. Я хочу раскрутить ее на инвестиции в мой фонд. Мы пообедаем вместе и заключим договор».

Я люблю Джима за то, что он открытый человек, подлинный эксплуататор фондовых «пузырей» и не корчит из себя невесть кого. «У меня всегда был нюх», — утверждает он. Но когда Джим безапелляционным тоном сообщает о каких-либо акциях: «Вы не можете на этом потерять», — маленькие колокольчики в моей голове начинают звонить, слабо, но настойчиво, подобно телефону, требующему снять трубку. Джим может быть очень опасен.

Фонд фондов — жесткий клиент

График самой конференции был жестким и чисто рабочим. Никакого послеобеденного гольфа или тенниса. Я отстранился от встреч с инвесторами, поскольку у Мэдхава это получалось намного лучше, чем у меня. Представители фондов фондов — самые требовательные инвесторы. Подсчитано, что в настоящее время существует почти тысяча фондов фондов, и в совокупности они являются самыми крупными, но и самыми непостоянными инвесторами хеджевых фондов. После того как они обследуют вас от и до, некоторые из них будут с вами, даже если вы будете действовать не лучшим образом; другие покинут вас при первых признаках спада (снижения ваших

чистых активов). Как я уже говорил ранее, европейцы в этом плане, возможно, самые плохие клиенты, но, по правде говоря, в этом бизнесе все определяет успешность работы управляющих. Учитывая суммы оплаты, которые хедж-фонды берут за свою работу, клиентов можно понять.

Фонд фондов обычно распределяет свои активы по нескольким разнообразным хеджевым фондам, инвестируя таким образом доверенные ему денежные средства тех частных и юридических лиц, которые не чувствуют себя способными самостоятельно инвестировать и контролировать деятельность хедж-фондов. Они отслеживают и анализируют все сделки каждого хеджевого фонда из своего портфеля, чтобы контролировать риски. Несколько лет назад LTCM, крупный хеджевый фонд, организованный группой яйцеголовых нобелевских лауреатов по экономике, рухнул после того, как одновременно произошли сразу три негативных события, входящих в диапазон риска. Средства массовой информации с удовольствием опубликовали имена всех известных своим умом и искушенностью личностей и учреждений, которые потеряли на этом банкротстве свои деньги. После этого случая каждый ощутил сильное беспокойство, и с тех пор крупные инвесторы поглощены анализом риска, используя для этого стресс-тесты портфеля, показатель отношения стоимости к риску (VAR) и коэффициенты Шарпа.

Фонды фондов используют сложные методы математического анализа, чтобы повысить свою доходность путем стратегического распределения активов среди различных типов хеджевых фондов. Все хеджевые фонды в соответствии со своим стилем управления обычно подразделяются на семь широких классов. Среди этих стилей: случайное управление, арбитраж с фиксированным доходом, арбитраж на конвертируемых облигациях, рыночно-нейтральное управление, управление с использованием «длинных» и «коротких» позиций, глобальное макрохеджирование и торговля на товарных рынках. Каждый из этих стилей подразумевает наличие собственного, уникального цикла. В какой-то год фонд фондов будет в большей степени вкладываться в макрофонды и фонды, использующие как «длинные», так и «короткие» позиции, и вовсе не инвестировать, или иметь очень незначительные вложения в ней-

тральные фонды, или в фонды, специализирующиеся на конвертируемом арбитраже. В следующем году распределение активов будет полностью противоположным. Система распределения средств и выбора стиля определяет индивидуальность каждого фонда фондов.

Фонды фондов также утверждают, что они разработали компьютерные программы, которые, комбинируя социологические и статистические данные, способны подавать предупреждающие сигналы, на основании которых руководители этих фондов могут перебрасывать свои активы от одного управляющего к другому. Не вызывает сомнений тот факт, что менеджеры хеджевого фонда могут вырабатываться. Временами на эмоциональном подъеме они показывают блестящие результаты работы, которые сменяются периодами застоя, но эти перепады не зависят от времени. Как сказал мне один опытный менеджер фонда фондов: «Фактически весь этот математический анализ, который мы проводим, является декорацией. То, что мы делаем, на самом деле похоже на работу менеджера бейсбольной команды. Ее смысл в том, чтобы, пользуясь своей интуицией, вывести питчера из игры как раз перед, а не после того, как он потеряет свою спортивную форму».

Большинство фондов фондов принимают во внимание не только абсолютные показатели работы хеджеров, но и социологические факторы. Они следят за тем, не становятся ли успешные управляющие хеджевых фондов из их «конюшни» в результате повышения своего благосостояния ленивыми и удовлетворенными. Они наблюдают за всем, включая личную жизнь управляющих. Обладание долей в Net Jets приветствуется, а вот покупка собственного G5* — нет. Им не нравится, когда их управляющие уделяют слишком много внимания благотворительной деятельности. Один парень из фонда фондов, услышав, что жена Мэдхава беременна тройней, нагло предположил в присутствии 20 человек, что способность моего партнера сосредотачиваться на работе теперь будет существенно понижена. Я считаю, что Мэдхав ответил на это заявление вполне достойно. Он не сказал что-нибудь нейтральное, типа «на все воля Аллаха» или «такова жизнь», а, глядя тому парню прямо в глаза, заметил, что

* G5 — модель реактивного самолета. — *Примеч. пер.*

дополнительное финансовое бремя является хорошим мотивирующим фактором.

Фонды фондов устанавливают размер своего гонорара в диапазоне между 100 и 150 базисными пунктами и, кроме того, берут еще 5–10 % с прибыли. Это тяжелое бремя для их инвесторов. Результат вы можете прикинуть сами. Для большинства случаев расчет будет примерно следующим: предположим, что для хеджевых фондов, входящих в портфель фонда фондов, год был удачным, и они заработали 20 % дохода. С этой суммы хедж-фонд снимает свой гонорар — 20 % от прибыли плюс 1,5 % активов. Таким образом, доходность инвестиций фонда фондов снижается до 14,5 %. Затем сам фонд фондов забирает из оставшейся прибыли собственное вознаграждение — 1,5 % от суммы активов и 10 % от прибыли. В результате 20 %-ная прибыль, доходя до конечного инвестора, сокращается до 11,7 %. В большинстве случаев, тем не менее, вознаграждение, получаемое фондами фондов, составляет меньшую долю, чем описано выше. Я думаю, что за исключением горстки богатых искушенных инвесторов, которые обладают достаточными ресурсами, чтобы вкладывать свои деньги непосредственно в хеджевые фонды, профессионально управляемые фонды фондов обходятся их клиентам в двойную цену. Но для дилетантов-любителей их услуги необходимы!

Цифры показывают, что фонды фондов успешно выполняют работу по выбору лучших хеджеров и уходу от проигравших. Но существуют и хронические аутсайдеры. Например, за пять лет, которые закончились в марте 2003 года, средний доход всех хеджевых фондов составил 7,8 % годовых, в то время как индекс S&P 500 за тот же период уменьшался в среднем на 3,8 % в год. Средний доход фондов фондов составил за тот же самый период 6,3 %. В жесткой борьбе они, конечно, заслужили свое вознаграждение. Однако, если бы вы были инвестором одного из хеджевых фондов, вошедших в верхние 75 % их списка, вы заработали бы 12,7 % годовых, тогда как те же 75 % лучших фондов фондов обеспечили лишь 9,2 %. Напротив, оставшиеся 25 % хеджевых фондов фондов заработали 3,2 % прибыли, в то время, как нижние 25 % фондов фондов показали доходность в 3,9 %. Отсюда можно сделать вывод, что фонды фондов эффективно диверсифицированы. Правильный выбор одного или нескольких опреде-

ленных хеджевых фондов представляет собой довольно сложную задачу, решение которой требует и везения, и знаний. Для крупных компаний фонды выполняют функции «изолятора» от злоупотреблений инсайдеров.

До некоторой степени фонды фондов должны осложнять жизнь управляющим хеджевых фондов, в которые они вкладывают свой капитал. В этом смысле они похожи на своих предков, консультантов, которые наводили ужас на финансовых управляющих. Журнал *Institutional Investors* в своем номере за июнь 2004 года опубликовал статью под экстравагантным названием «Фонды фондов раскулачивают хеджеров», в которой утверждалось, что будущее принадлежит именно фондам фондов: «В связи со своим ростом фонды начнут оказывать еще большее влияние на бизнес хеджевых фондов в целом, выводя на передний план краткосрочные результаты их работы, особенно это касается новых управляющих. Вероятно, это следует признать хорошей новостью для инвесторов. Для управляющих хедж-фондов счастливый конец менее вероятен».

Профессиональные инвестиции оцениваются по возвращаемой доходности точно так же, как достижения в профессиональном спорте измеряются количеством побед. Однако навязчивая идея судить об эффективности работы фонда по его краткосрочным результатам не выдерживает критики ни с точки зрения инвестора, ни с точки зрения инвестиционных менеджеров. В этой игре присутствует элемент удачи. Даже у лучших инвесторов случаются резкие спады. Фактически лучшее время для вложения капитала в хороший фонд приходит после того, как в его истории наступает «черная полоса», при том что в самом фонде ничего не изменилось. Мой друг по имени Расс в течение многих лет с завидным успехом управлял крупным хеджевым фондом. Однако даже зная, что технологические акции весной 2000 года были значительно переоценены, он все равно считал, что они еще не сказали свое последнее слово; он продолжал держать эти бумаги и был уничтожен, когда тем летом фондовый «пузырь» лопнул. Его главные инвесторы вышли из фонда, и он вынужден был на полгода отойти от дел. Я знал, что он был зол на себя, и что он захочет восстановить свою репутацию. Когда он вновь приступил

к работе во время падения рынка 2001 года, я был уверен, что в ближайшие несколько лет его результаты будут впечатляющими. Так оно и вышло!

Я предполагаю, что в ближайшее время вознаграждение, требуемое фондами фондов, начнет сокращаться. Двойная плата — слишком тяжелое бремя для их клиентов. С другой стороны, даже крупные пенсионные фонды не рискуют попадать в зависимость от хеджевых фондов без соответствующей страховки, соответственно новые крупные капиталы будут придерживаться советов профессиональных аналитиков, которые хорошо знают мир хеджевых фондов. Некоторые очень здравомыслящие инвесторы полагают, что фонды фондов, как объект для инвестиций, в наибольшей степени удовлетворяют потребностям обеспеченных граждан и небольших учреждений. Они утверждают, что фонды предлагают значительно меньше риска и обеспечивают более надежный доход, нежели обыкновенные акции, а облигации с высоким рейтингом при текущих уровнях процентных ставок предлагают совокупные доходы, составляющие, в лучшем случае, около 5 %. Спрашивается, зачем вам в таком случае вкладываться в облигации?

Что касается огромного количества мелких фондов фондов, то в них работает слишком много дилетантов, слишком много уволенных за некомпетентность менеджеров инвестиционных банков, слишком много бывших коммивояжеров, слишком много братьев и прочих родственников со стороны супруга или супруги, проигравшихся на рынке. Такие вложения по своей рискованности похожи на инвестиции, осуществлявшиеся в 1998 и 1999 годах, как раз перед взрывом фондового «пузыря».

Весной 2001 года я написал эссе для компании «Инвестиционные перспективы», принадлежащей Morgan Stanley, названное «Поиски Альфы и опасности золотого гуся». Альфа — термин для обозначения сверхприбылей, превышающих среднерыночные показатели. Основная идея моей работы заключалась в том, что стратегии фондов, использующих технику хеджирования, склонны к игре на «мини-пузырях». Случается, что отдельные рыночные подсектора бывают малонаселены трейдерами, как, например, это произошло в секторе конвертируемого арбитража несколько лет назад, и рынок там какое-то время работает неэффективно. В таких случаях, в силу

возникновения некоторых причин, подобный сектор внезапно может начать генерировать высокие доходы. В результате в эту рыночную нишу вливаются большие объемы капитальных вложений и приходит много новых участников.

Например, когда конвертируемый арбитраж стал действительно «горячим», парни, управляющие торговыми операциями, и продавцы бросали свои проекты, чтобы запустить новые конвертируемые арбитражные хедж-фонды. Практически одновременно с приходом такого большого количества профессионалов ценные бумаги в данном секторе стали намного более адекватно оцененными, так что сверхприбыли уменьшились. Даже если прибыль при этом не исчезала, на нее приходилось слишком много фондов-претендентов. Другими словами, если появляется все большее количество все более крупных лошадей, пьющих из одного и того же альфа-источника, то каждая лошадь получает все меньше воды. В конечном счете, мини-пузырь конвертируемого арбитража лопнул. Для инвесторов хедж-фондов, опоздавших к дележке в горячем секторе рынка, игра оказалась проигранной. Но поскольку большинство фондов осуществляют тактические перемещения из одного сектора в другой, они получают дополнительные ценовые преимущества, если являются при этом достаточно ловкими.

Поиск нового мессии

Независимо от своей специализации, покупатели, посещающие Breakers, все более одержимо ищут себе нового мессию, такого как мальчик Джордж Сорос — учтивого, красивого, инвестиционного гения, обладающего «всевидящим оком». Неприятность состоит в том, что даже если они находят такого вундеркинда, велики шансы, что он в конечном счете будет испорчен богатством и лестью (даже при том, что к Джорджу это не относится). Успех неизбежно вызывает гордыню в той или иной форме, и в бизнесе хедж-фондов высокомерие в итоге выливается в возвеличивание. Гордость порождает желание иметь частные реактивные самолеты, членство в многочисленных гольф-клубах, дома на юге Франции и Нантакете и молодых жен. Однако некоторые парни, разбогатев, удаляются от дел, чтобы заняться осуществлением мечты своего детства по спасению

мира. Некоторые хотят выйти из хедж-фонда, чтобы потратить свои деньги на изучение французской литературы XVIII века. Другие становятся политиками или филантропами. Сорос, например, хочет оставаться в людской памяти не как великий спекулянт, побивший Банк Англии, а как филантроп и философ, который открыл теорию рефлексии.

Как класс активов, хедж-фонды делали свою работу по сохранению капитала в течение трех лет «медвежьего» рынка. В 2000 году, когда индекс S&P 500 снизился на 9 %, средневзвешенная прибыль всех хедж-фондов составила 9 %. В 2001 году эти же показатели были равны -12 % и +7 % соответственно, а в 2002 году они составили -22 % и +6 %. Хотя были некоторые хедж-фонды (причем не только специализировавшиеся на коротких продажах), которые заработали более 20 % прибыли в те же жесткие годы падающего рынка, а также много крупных фондов, которые потеряли от 5 до 20 %. Но даже такой результат был намного лучше, чем у инвестиционных управляющих, вкладывающихся исключительно в «длинные» позиции, которые в 2002 году потеряли, по крайней мере, от 20 до 25 % (и даже более 40 % у тех парней, которые инвестировали в технологический сектор). Это разочаровывало тех инвесторов, которые полагали, что их фонды могут делать большие деньги и на растущем, и на падающем рынке. Настроение участников той первой конференции Breakers, которую я посетил, было подавленным, но все же не паническим. Причиной было то, что дело происходило в 2003 году, когда на фондовых рынках отмечался сильный рост, и хедж-фонды в целом сработали хуже, чем инвестиционные фонды, полностью вложившиеся в «длинные» позиции. Однако привлекательность хедж-фондов не уменьшилась, и деньги продолжали вливаться в них и в течение 2004 года.

Что касается приблизительно 40 менеджеров хедж-фондов в Breakers, то они представляли множество различных инвестиционных «религий». Каждый из нас излучал уверенность, несмотря на то что наши предполагаемые клиенты смотрели на нас с долей презрения и имели вид утомленных людей, которые уже сто раз слышали о любой мыслимой инвестиционной идее, которую мы могли им преподнести. Они оценивали нас со снисходительным любопытством. Лучшие на тот момент хедж-фонды,

в которые покупатели действительно хотели бы войти, не соизволяют посещать подобные собрания, поскольку не видят в этом нужды. Фонды фондов и так ползали вокруг них на четвереньках в поисках допуска. Фактически обращение к «горячим» фондам — часть работы по обеспечению конкурентоспособности для самых больших фондов фондов.

Эти три дня тянулись очень долго. Между обедами и встречами происходило бесконечное толкание и прихорашивание. Постоянная болтовня доводила до отупения. Фонды фондов охотились на крупные компании и богачей, а «ежи» пытались заманить в свои сети кого угодно. Даже когда все закончилось, я не имел представления, удалось ли нам привлечь в свой фонд какие-нибудь деньги (Как выяснилось позднее, наша первая попытка продать себя оказалась не слишком успешной, но позже наши старания все же окупились.) Конкурентов, выступивших с весьма привлекательными презентациями, было так много, что у меня не оставалось ощущения того, что нам удалось как-то выделиться из общей массы или сделать инвесторам такое предложение, от которого они не могли бы отказаться. Хотя мы вкладывали в изложение истории своих макроинвестиций столько страсти, сколько могли собрать после 15 выступлений подряд, и бесстыдно размахивали нашим отчетом и верительными грамотами, я уже не говорю об обаянии и обещаниях, которые мы тоннами расточали перед лицом своих слушателей. Никто не подходил ко мне в перерывах и не сказал, затаив дыхание, что он готов вложиться в наш фонд. Некоторые сообщили, что они хотели бы встретиться с нами еще раз. На исходе четверга мы совершенно обессиленные, с высунутыми языками приползли назад в Нью-Йорк.

Головные боли, бессонница и уныние

К 17 марта 2003 года мы вернулись в Нью-Йорк и занялись созданием инфраструктуры, легализацией, офисным менеджментом и арендой помещения для нашего фонда. Объем работы был невероятно большим, даже если учесть, что Morgan Stanley оказывал нам помощь. Обычно на партнеров новых хедж-фондов приходится огромная нагрузка, и это объясняет, почему большинству фондов

требуется от шести месяцев до года, чтобы стать полноценной компанией.

В течение следующих нескольких дней мы еще раз пересмотрели и отполировали нашу маркетинговую презентацию. Мы показали ее однажды утром в подразделении, занимающемся частными финансами в компании Morgan Stanley. Меня предупредили, что у аудитории будут вопросы по поводу мотивов, которыми я руководствовался, поэтому я начал презентацию с рассказа о том, почему я оставил свою прежнюю работу и занялся организацией хеджевого фонда. Мой рассказ сводился к тому, что 1 июня исполняется 30 лет, как я работаю в Morgan Stanley. Кроме того, я считаю, что лучше оставить работу тогда, когда все еще верят в твою полезность, вместо того, чтобы ждать, когда тебя выставят. Я сказал им, что меня не интересуют гольф или круизы к греческим островам, прежде всего я отношусь к профессиональным инвестициям как к лучшей в мире игре и обожаю атмосферу соперничества. Кроме того, я сказал, что эта игра — единственная в своем роде, где возраст может давать фактическое преимущество.

«Что вы знаете о “коротких” продажах?» — спросил кто-то. Я ответил, что, когда я работал с хеджевым фондом Fairfield Partners, мы продавали «в шорт» акции розничной и химической компаний, когда обе из них торговались с отношением P/E, равным 30, в то время, когда в среднем для рынка это отношение было равно 17. Другими словами, эти акции были оценены рынком как растущие даже при том, что они представляли циклические компании. Кроме того, к тому времени они чрезмерно расширились. Через несколько лет отношения цены к доходу обеих компаний рухнули, поскольку их доход не оправдал ожиданий. Затем я рассказал им, как на примере акций компьютерно-лизинговых компаний и конгломератов узнал, что, когда фондовые «пузыри» лопаются, слабые акции, которые рыночные безумцы считали растущими, обычно падают в цене до 3 долл. Почему именно до этого уровня, объяснить невозможно. Это похоже на какую-то магию чисел. Я также рассказал им, как мы испытали боль от игры с акциями Nifty Fifty, когда открыли по ним «шорт» слишком рано, а затем закрыли его раньше времени. «Короткие» продажи ассоциируются у меня с головными болями и бессонницей, но я не новичок в этой области.

Тем временем на дворе шел март 2003 года и рыночная конъюнктура обыкновенных акций была ужасна в связи с надвигающейся войной в Ираке, спадом в экономике и бесконечным потоком корпоративных скандалов, замешанных на жадности. «Медведи» наступали со всей своей мощью и страстью, а «быки» в панике отступали. Практика показывает, что, по определению «дном» падающего рынка должна быть точка максимального накала упаднических настроений игроков. Если так, то мы должны были быть уже близко к ней. Фондовый рынок США упал ниже минимума предыдущего лета, а на большинстве других мировых рынков котировки проломили уровень поддержки, на котором в 2002 году образовалось «двойное дно». Для сторонников технического анализа это было очень плохим знаком, такой «пробой» предполагал продолжение понижения. Стратеги с CNBC кричали о том, что индекс S&P 500 движется к уровню 500 пунктов (в тот момент его значение было равно 760), и один серьезный исследователь инвестиций в стоимость по имени Эндрю Смизерс позвонил из Лондона, чтобы сказать, что его анализ стоимости возмещения капитала неоспоримо доказывает, что американские обыкновенные акции были все еще переоценены на 30 %.

Если мы были правы в том, что рынки подошли достаточно близко к своему «дну», это было бы лучшей возможностью для начала инвестиций. Помехой служило лишь сомнение в том, что мы сможем в такое время найти какие-либо существенные финансовые ресурсы, кроме наших собственных сбережений. После четырех лет падения и смуты на фондовых рынках, настроение брокеров Morgan Stanley было мрачным.

Однажды вечером, по пути на вокзал, с которого отправлялся мой поезд до Гринвича, я заглянул в бар, где веселая, шумная и молодая компания продавцов, трейдеров и аналитиков занималась тем, что флиртвала и вешала друг другу лапшу на уши. Я был удивлен тем, насколько беззаботная атмосфера царила там в этот момент. Я подумал, разве эти люди не знают, что на Ближнем Востоке начиналась война? Не осознают, насколько хрупкой стала мировая экономика? Разве они не понимают, что рискуют вскоре потерять работу, не на полгода, а, возможно, навсегда? Неужели все это их не волнует? Накал и громкость их общения казались

такими же, как всегда. Мимика была живой и яркой. Мне пришли в голову строки из замечательной поэмы Аудена «1 сентября 1939» которая была издана в другое, но тоже очень мрачное время, когда танковые дивизии Гитлера казались неукротимыми, и мир балансировал на краю войны. Ауден, сидя в винном погребе на 52-й улице написал: «В сумраке бара неясном, / Люди болтают беспечно: / Огни не должны погаснуть, / Музыке должно быть вечной». Он говорил о том, как после «низкого и бесчестного десятилетия», пришедшего на долю его поколения, «угасают надежды на торжество разума» теперь, двумя поколениями позже, брокеры Morgan Stanley пребывали в сомнении и страхе из-за того, что их надежды тоже таят. Но это закон жизни. Мы не можем позволить себе пугаться и опускать руки. Только смерть подведет итог.

ГЛАВА 6

Мучительные гастроли.

Кровь, пот, мытарства и слезы

В этой главе представлен дневник моего гастрольного турне. Это хроника мучений и унижений, которым я подвергался в процессе поиска денег для нашего нового хеджевого фонда. Кроме того, здесь приводятся мои рассуждения о проблемах, возникающих при организации новых хедж-фондов, и мои воспоминания о более ранних инвестиционных приключениях.

Великий Питер: инвестиционный нимфоман

5 апреля 2003 года. Сегодня звонил один из инвестиционных банкиров. Легендарный арбитражер, работающий с прямыми инвестициями в капитал — Великий Питер — заинтересовался возможностью вложения в наш фонд небольшого количества денег. Конечно, я слышал о Великом Питере, эпическая история его взлета из толпы кливлендских синих воротничков на предельном усилии воли, напряжении умственных способностей и злости хорошо известна. Даже просто слух о том, что он вкладывает в наш фонд, мог обеспечить нам известность. Я был взволнован.

Просторная приемная офиса Великого Питера была украшена огромным восточным ковром и прекрасной старинной мебелью. «Питер поглощен идеей вхождения в компанию Blind Brook. Он считает бизнес розничных банковских услуг очень перспективным, — доверительно сообщил ожидающий здесь же инвестиционный банкир. — В другой комнате у него в книжном шкафу стоят тома английских классиков, но на самом деле это только муляжи». На облицованных панелями стенах была изображена охотящаяся

лиса. Молодой человек с хриплым голосом принял наши пальто. «Бывший спецназовец, — указывая на него глазами, прошептал мне на ухо инвестиционный банкир. — С тех пор как Питер прочитал, что Билл Гейтс нанимает в качестве телохранителей исключительно бывших сотрудников спецслужб, он тоже взял к себе несколько таких парней. Он помешан на историях о рыцарях плаща и кинжала. Кодовые имена, маскировка, защищенные от прослушки телефоны. Очень похоже на прием в ЦРУ».

Поскольку наше ожидание затянулось, банкир продолжил рассказ о Питере. «Это очень жесткий и конкурентоспособный парень. Он играет с огнем. В колледже он занимался борьбой и перед соревнованиями съедал столько чеснока, что от него начинало ужасно разить. Теоретически это должно было мешать его сопернику. Этот парень — одержимый эгоцентрист. Он стремится быть невестой на каждой свадьбе и покойником на каждых похоронах. Он — единственный из знакомых мне пятидесятилетних миллиардеров, который все еще жульничает при игре в гольф. Маньяк многозадачности и избыточности. Всегда пытается делать не менее двух дел одновременно. Я слышал, что в его лимузине есть встроенный велотренажер, так что он может заниматься спортом, читать документы, смотреть CNBC и ехать на работу в одно и то же время. Говорят, он спит не более четырех часов в сутки. Устроил у себя настоящий трудовой лагерь. Половина его аналитиков кончила в коммунах Орегона».

Один из «спецназовцев» проводил нас в офис Питера — огромную комнату с панорамным окном, из которого просматривался горизонт, и массивным сооружением в центре, которое было наполовину столом, наполовину пультом управления. Здесь не было стульев, однако в углу стоял спортивный тренажер. Сам Питер оказался худощавым, сильно загорелым мужчиной. На нем не было пиджака, зато был красивый галстук «Графиня Мара» и красные подтяжки.

«Добро пожаловать в мир “Звездных войн”, — сказал он, манипулируя тумблерами на консоли своего встроенного пульта управления, где многочисленные экраны высвечивали цены, раскрашенные в разные цвета. Экраны нижнего ряда были разделены на 20 секций, в каждой из которых можно было увидеть рабочее место аналитика или трейдера. Питер показал нам, что он может общаться непосредственно с любым из своих сотрудников или вывести его изображение

на большой экран. Он говорил быстро и эмоционально. «Они не могут ускользнуть от моего внимания и не могут видеть меня, если я этого не пожелаю. Я уволил одного бездельника, который в рабочее время несколько раз поковырял в своем носу. Дисциплина и контроль — вот рычаги управления этим бизнесом».

Зазвонил телефон. Мы могли слышать обрывки разговора, который, как мне показалось, касался чьей-то жены. Питер резко бросил трубку. «Эти корпоративные недоучки пытаются блокироваться со мной, они бы лучше готовились к отправке на войну! — закричал он. — Мои парни могут накопать для меня любую информацию, и я ей воспользуюсь. Жена председателя дурачится с теннисистом, — продолжил он с отвращением, — и теперь они думают, что могут избежать неприятностей, если коронуют меня. Что за этим стоит? Гарвардско-Йельские игры? Тот слизняк не посмеет даже показаться на Августе*, если я приму меры».

Казалось, инвестиционному банкиру очень понравились слова хозяина кабинета, несмотря на то что сам он, насколько я знал, был выпускником как раз Йельского университета. «Проучите их, Питер. Именно это делает Вас великим. Как они могут называть Ваш фонд стервятником, который ничего не производит, когда Вы занимаетесь таким креативом? Крупные компании не должны управляться клоунами, жены которых западают на парней в коротких штанах. Вы — олицетворение рыночной экономики, Вы находитесь на переднем краю преобразований к лучшему природы капитализма и всей Америки».

Питер кивал и смотрел на меня. «Теперь скажите мне, чем вы занимаетесь? Чего вы хотите?»

Я начал сокращенную версию своего обычного рассказа о фонде Traxis, но он резко оборвал меня.

— Сколько позиций вы обычно имеете в своем портфеле?

— Где-нибудь между 20 и 25. Мы используем леввередж, поэтому хотим иметь некоторую диверсификацию.

— Я не верю в диверсификацию. Я не люблю разные сорта вин одинаково, так почему я должен применять уравниловку для своего

* Августа — разговорное название престижных соревнований по гольфу. — *Примеч. пер.*

инвестиционного портфеля? Нужно любить собственные позиции и открывать их с использованием кредитного рычага, иначе ваша работа — это всего лишь тренировка. Все дело в борьбе жадности против страха, а управление рисками — пустая трата энергии.

Я отвечал невразумительно. Он продолжал: «Мой хозяин — мой кошелек! И вам лучше в это поверить! Продается все, кроме моих детей и, возможно, моей жены. Я — инвестиционный нимфоман. Выигрывает тот, кто имеет больше денег на день своей смерти. Не при этом я хочу принести пользу миру. С учетом той суммы денег, что я жертвую, именно я должен быть опекуном Музея естествознания и Фонда Форда, а не те жмоты, что сидят в их правлениях».

Он пристально посмотрел на меня. «Знаете ли вы, сколько денег я жертвую благотворительным религиозным обществам на финансирование обучения черных детей, на исследования реинкарнации? Пресса никогда не пишет об этом. Они болтают только о том, сколько людей я убиваю, когда скупаю компании. Это — заговор». Внезапно его настроение изменилось. «Но мне нужно работать. Спасибо за то, что посетили меня. Удачи!» Телефон снова зазвонил.

«Исследования реинкарнации, — с отвращением произнес инвестиционный банкир, когда мы ожидали лифт. — Вероятно, он интересуется этим, чтобы узнать, как ему в следующей жизни воспользоваться своими нынешними деньгами. Удачи».

В том, что сегодня каждый желал мне удачи, было что-то зловещее.

Гастроли в режиме нон-стоп: от надежд к апатии, скепсису и враждебности

6 апреля 2003 года. Сегодня началось наше «роуд шоу» со всеми присущими ему препонами и мучениями. Выездные презентации — обязательная часть работы по привлечению денег. Эти мероприятия никто не смог бы назвать забавными. Первые три дня мы провели в Сан-Франциско, от завтрака до обеда они были заполнены встречами с представителями различных групп, учреждений и с состоятельными людьми. Некоторые из этих встреч, подобные той, что мы имели со Stanford Endowment, вселяли в нас надежды благодаря

достигнутому инвестиционному взаимодействию; другие по тем или иным причинам проходили вяло, а в некоторых случаях мы столкнулись с явно враждебными, скептическими вопросами. Я рассматриваю все это, как часть игры по привлечению денег.

7 апреля 2003 года. Сегодня презентации шли в режиме нон-стоп. Один парень из подразделения Morgan Stanley, занимающегося управлением частными капиталами (оно представляет собой отборную группу брокеров, которая работает с инвесторами, имеющими значительные активы), взял нас с собой в Силиконовую долину. Вместе с другими мы встретились с тремя основателями когда-то одного из самых «горячих» (а ныне самого «холодного») фондов венчурного капитала — Placemark Capital. Стены их приемной были увешаны помещенными в рамки сообщениями об эмиссиях ценных бумаг и сделках, которые они осуществили в период их славы. Это выглядело немного грустно, поскольку слишком многие технологические компании, в создании которых они принимали участие, приказали долго жить.

Эта троица все еще очень богатых владельцев фонда выглядела настолько удрученной, как будто в недавнем прошлом они пережили смерть своих ближайших родственников (напомню, дело происходило в апреле 2003 года, когда Nasdaq колебался в районе 1200 пунктов). Они вежливо выслушали наше выступление. Мы поинтересовались состоянием дел в компаниях, входящих в их портфель. Они пробормотали, что признаков оздоровления пока не наблюдается, мол, корпоративные покупатели очень осторожны. Я указал на возможность значительного увеличения отложенного спроса, поскольку бизнесмены с 1999 года слишком сильно урезали свои расходы на информационные технологии, а за прошедшее с тех пор время прогресс в этой области шагнул далеко вперед. Они ответили, что все, что появилось на рынке высоких технологий за последние несколько лет, не является по настоящему новым, скорее речь идет о модернизациях. Они не видят причин для возрождения спроса на компьютерное оборудование или программное обеспечение. Я думаю, что они были настроены излишне мрачно.

8 апреля 2003 года. Мы провели четыре отдельные встречи с очень богатыми господами. Все они сильно пострадали на вложениях в акции мелких технологических компаний и до сих пор зализывали

раны. Они не были настроены к нам враждебно, но мне кажется, что сейчас они не расположены к риску и парализованы своими потерями. Вложение денег в новый хеджевый фонд не является для них привлекательной идеей. Единственная мысль, которая меня утешала, заключалась в том, что скептическое настроение инвесторов, которое не прибавляет денег нашему фонду, при этом, вероятно, является хорошим признаком того, что предварительные результаты нашей работы будут успешными.

Этим вечером, на обеде, организованном для нас главным брокерским подразделением Morgan Stanley, мы провели свою обычную презентацию, а затем отвечали на вопросы. Как всегда, мы сказали, что надеемся обеспечить долгосрочную доходность выше индекса S&P 500, но проведенное нами тестирование на исторических данных показало наличие волатильности, приблизительно сопоставимой с этим самым S&P 500. Другими словами, если мы собираемся обеспечить доходность на уровне 15 % в год, величина прибыли от наших инвестиций в течение года должна попадать в диапазон от +30 % до 0, т. е. составлять 15 % плюс-минус 15 %. Женщина, представлявшая крупный фонд фондов, встала и сказала, что она считает нашу оценку волатильности в 15 % похожей на правду, но это делает наш фонд неподходящим для большого числа инвесторов. С таким уровнем допустимой волатильности, сказала она, потеря 10 % в какой-то месяц является вполне вероятным результатом, а столь ощутимое падение обязательно приведет к изъятиям инвесторами денег из фонда, что в результате цепной реакции негативно отразится на результатах его работы: другими словами, возникнет кризис, вызванный бегством капитала. Еще одна хорошая мысль!

9 апреля 2003 года. Этим утром мы прилетели в Хьюстон и устроили совместный обед с 20 клиентами подразделения Morgan Stanley, занимающегося управлением частными капиталами, который прошел очень хорошо. Здравомыслящие состоятельные господа задавали нам жесткие вопросы, но при этом они, казалось, были заинтересованы в том, чтобы услышать наши ответы.

Как уже отмечалось выше, ребята, занимающиеся в Morgan Stanley управлением частными капиталами, представляют собой отборную группу сотрудников банка, ведающих инвестициями и обслуживающих состоятельные физические лица и небольшие учреждения. Они

искушенные, жесткие и жадные профессионалы. Иными словами, они руководствуются материальными стимулами. На самом деле они проявляют большую лояльность к своим клиентам, нежели к своей компании, потому что их клиенты — это их долгосрочные талоны на питание. Обычно они работают весьма эффективно, но иногда мы неправильно пользуемся предоставляемыми ими возможностями. В этот раз мы как раз столкнулись с одним из таких случаев.

После завтрака мы с Мэдхавом нанесли визит успешному, пожилому нефтянику — контакт, который нам предоставил Mongar Stanley, утверждавший, что он является миллиардером и нашим потенциальным клиентом. Миллиардер встретил нас в своей приемной, расточая обаяние. Он похлопал меня по спине и сказал, что я выгляжу моложе своих лет. Сам он выглядел ужасно, поэтому с ответным комплиментом у меня возникли проблемы. Мы вошли в офис размером с Мэдисон Гарден и перешли к тезисам своей презентации.

«Замечательное выступление, — сказал миллиардер, когда мы закончили, — но дело в том, мальчики, что у меня сейчас возникли некоторые проблемы. Несколько моих нефтяных скважин в Венесуэле истощились, а нигерийцы только что национализировали мою тамошнюю компанию. Кроме того, моя подружка покинула меня, я — одинокий старик, поэтому ради общения я хожу на все эти благотворительные балы здесь в Хьюстоне. Все думают, что я богат как Крез, поэтому от меня постоянно требуют пожертвований. У меня есть некоторые значительные обязательства, которые я должен финансировать. Иными словами, мальчики, прямо сейчас я имею серьезный кризис ликвидности. Я хотел бы быть с вами, но в этом году никак не получится». Он жалобно, но пристально смотрел на нас, а мы на него.

Наконец он нарушил затянувшееся молчание: «К тому же у меня обнаружили рак простаты. Меня облучают этими проклятыми радиоактивными зёрнами. Вы знаете, каково это, ходить с имплантантами в промежности?» Затем он начал в деталях описывать нам мучительную процедуру диагностики и лечения своей болезни. Его описание ректального исследования произвело на нас обоих тягостное впечатление.

Сбежав от растерянного старика, мы с Мэдхавом провели остаток этого жаркого весеннего дня, прогуливаясь по центру Хьюстона. Мы

не обсуждали прошедшую встречу. Действительно, говорить было не о чем. Случалось, что работая в Morgan Stanley, мы оба переживали не самые лучшие дни, но тогда были уверены, что они будут оплачены. Мы ясно осознавали тот факт, что если не привлечем в свой фонд какие-нибудь активы, нам придется распрощаться со своими намерениями. Вернувшись в гостиницу, мы отправились в тренажерный зал.

Я увлекался тяжелой атлетикой. Думаю, что это лучший способ для того, чтобы сохранить здравомыслие, особенно в трудные времена. В идеале какой-нибудь вид спорта, в котором есть элементы единоборства, или подъем на гору, подошел бы мне еще больше, но и то, и другое достаточно не просто организовать в Хьюстоне, штат Техас. Кроме того, я люблю читать, но признаю только качественную литературу. В этом отношении я гурман. Во время занятий спортом я слушаю аудиокниги, используя свой iPod. Мой вкус эклектичен и охватывает широкий диапазон от любовных до исторических романов. Когда книга меня захватывает, она мотивирует меня на занятия спортом. С большей частью художественной и с достаточным количеством специальной литературы я познакомился во время физических упражнений. Преимущество этого метода заключается в том, что вам никто не мешает.

Долгожданный перерыв:

обед с настоящим крупным инвестором

10 апреля мы были приглашены на обед в дом Файеза Сарофима. Файез — мужчина моего возраста, и в течение многих лет мы были друзьями. Его компания по управлению капиталовложениями Fayeze Sarofim & Company показывала превосходные результаты работы, а Файез на самом деле был крупным инвестором. Он руководит своей компанией железной, но благоволящей рукой и весьма консервативен. Компания должна развиваться, чтобы перерасти в крупный бизнес. С другой стороны, он любит спекулировать на своем личном портфеле. Он открывает гигантские позиции, рискует и торгуется с большим левереджем. Я всегда думал, что он мог бы создать успешный хеджевый фонд. Я был настроен очень скептически в от-

ношении наличия у него хоть какого-то интереса к нашему фонду и подозревал, что парень, который устроил эту встречу, просто использует нас в собственных целях.

«Вовсе нет, — возразил он. — Файез сказал мне, что он определенно заинтересован». Я был удивлен. Мы явно не были ему нужны, но в то же время я знал, что обед с Файезом доставит нам удовольствие и гастрономическое, и интеллектуальное.

Просторный дом Файеза полон прекрасных картин импрессионистов, маленьких детей от его самого последнего брака и исследовательских отчетов. В его изящной, облицованной панелями библиотеке стопки этих отчетов свалены на полу, на диване и на кофейном столике. Несмотря на целый штат прислуги, в доме и вокруг него царил очаровательный беспорядок. Велосипеды, баскетбольные мячи и роликовые коньки валялись у входа, и здесь же пребывал этот полный, несколько неряшливый, пожилой господин в темном костюме-тройке, похожий на египетского фараона, безмятежно восседающего на троне. Его подданные выглядели абсолютно счастливо и крайне непринужденно.

Мы имели замечательный, изысканный обед с Файезом и его старшим сыном, который работает в компании отца. Файез — причудливый персонаж. Он всегда прекрасно разбирался в ресторанах, вине, еде, сигарах, искусстве и акциях. Он имеет и объемную талию, и достаточную сумму денег, чтобы ее не скрывать. Он инвестировал деньги своих клиентов в высококачественные растущие акции потребительских компаний, которые имеют франшизы мирового класса и не нуждаются в реинвестировании каждые пять лет, как технологические акции. Его критерии отбора компаний для инвестиций требуют, чтобы они генерировали свободный денежный поток, с тем чтобы иметь возможность выкупать свои акции и увеличивать дивиденды. Файез утверждает, что при медленном росте, низкой инфляции и низкой процентной ставке акций, обладающих подобными характеристиками, на рынке очень мало, и они торгуются с очень высокими отношениями P/E^* , так же как это было в конце 1950-х и в начале 1960-х годов.

* P/E — price/earnings ratio, отношение цены акции к доходу компании в расчете на одну акцию. — *Примеч. пер.*

Его инвестиционный стиль всегда заключался в том, чтобы покупать и держать растущие акции крупных компаний. «Мой любимый период владения акциями — вечность», — говорит он с кривой улыбкой. Единственная трудность состоит в том, что компании с такими характеристиками трудно найти, и обычно они очень дороги. Мы поговорили о Pepsico. Файез думал, что доход этой компании может вырасти на 12 % в год даже при том, что рост ее продаж скорее всего составит от 6 до 7 %, и ей приходится работать в насыщенной конкурентами среде. Он убежден, что роль менеджмента исключительна.

Кроме того, Файез восторженно отзывался об акциях крупных американских фармацевтических компаний. Что касается остальной части рынка, то, по его мнению, эти бумаги в настоящее время дешевы как никогда. Он утверждает, что, несмотря на то что деятельность фармацевтических компаний довольно жестко регулируется, что они страдают в результате кризисов, вызванных появлением новых продуктов, и, вероятно, не будут расти так же мощно, как это наблюдалось в прошлом, вложения в них остаются весьма привлекательными. С учетом существующих юридических проблем Файез видит в данной ситуации аналогию с историей компании Phillip Morris, акции которой тоже распродавались 10 лет назад. Рост, по словам Файеза, обеспечивается прибылью и дивидендами, растущими быстрее инфляции таким образом, чтобы акционер увеличивал свою покупательную способность или свой инвестиционный доход. Он упомянул об акциях компании Merck, которые он купил 30 лет назад для своего пожилого кузена. Дивиденды, выплачиваемые в настоящее время по этим акциям, вдвое выше стоимости их приобретения. Я подсчитал, что за этот период рост дивидендов Merck в три раза обогнал скорость инфляции. Какая изумительная возможность для налогоплательщиков сохранить и преумножить покупательную способность своего капитала!

Говорят, что определение того, какие из растущих в данный момент акций останутся в лидерах, является наиболее трудной, точнее, почти неразрешимой задачей. Bernstein — нью-йоркская исследовательская компания — провела изучение вероятностей того, что различные компании, показавшие рост в предыдущие годы, смогут сохранить его в будущем. Результаты, приведенные в табл. 6.1, могут испугать.

Таблица 6.1

**Вероятность поддержания статуса «растущих»
для акций различных компаний (%)**

Пе-риод вре-мени	Все сек-торы	Главные секторы роста				
		Техно-логии	Здраво-охра-нение	Потреби-тельский сектор (основной)	Потреби-тельский сектор (цик-лический)	Фи-нансы
1955–2003 гг.						
3 года	58	55	57	69	61	46
5 лет	37	36	38	48	44	24
10 лет	15	14	23	24	18	8
15 лет	7	7	13	16	7	4
20 лет	4	3	9	9	3	2
1980–2003 гг.						
3 года	51	55	57	57	55	41
5 лет	31	35	37	45	39	23
10 лет	12	10	19	27	16	8
15 лет	5	4	7	18	4	2
20 лет	2	2	4	5	1	1

Источник: Sanford C. Bernstein, Inc, Группа стратегических и количественных исследований

Во второй половине прошлого века ваши шансы выбрать растущие акции, которые вы могли бы держать в течение 20 лет, были равны 4 %, а шансы приобрести акции, растущие в течение следующих 10 лет — всего 15 %. Даже шансы успешно инвестировать в акции всего на 3 года лишь немного превышают 50 %. Сфера здравоохранения (иными словами, большая аптека) и основной потребительский сектор имеют несколько более высокие коэффициенты успеха. А вот что данное исследование нам не сообщает, так это то, что, когда растущая акция теряет свою привлекательность, ее падение

становится не просто жестким, а пикирующим. Однако Файез имеет свой собственный волшебный метод отбора. Портфели, которые он создает для своих богатых клиентов, отличаются стабильностью состава бумаг, из которых приблизительно 60 % постоянно растут в течение пяти лет, что просто удивительно.

Это был изумительный вечер обмена идеями. Мои партнеры были очарованы Файезом. Еда и вино были великолепны. Однако у меня вновь возникли сомнения, что нам удалось найти здесь деньги для своего фонда, поскольку я знаю, как Файез любит спекулировать своими личными активами. Кроме того, он не задал ни одного вопроса о нашей макростратегии.

Дополнение. И все-таки я оказался неправ: Файез вложил в нас деньги. И мы гордимся этим.

Размер — враг дохода

10–12 апреля 2003 года. Из Хьюстона мы поехали в Атланту и Палм Бич. Был ли от этого толк? Никакого. У меня сложилось впечатление: богачи не знают, что делать со своими деньгами. Они недовольны своими нынешними инвестиционными советниками, но изменения всегда ведут к неопределенности. Они говорят, что надежного инвестиционного укрытия не существует. Они думают, что облигации будут дешеветь, потому что скоро повысятся долгосрочные процентные ставки. С другой стороны, инструменты денежных рынков приносят доход ниже инфляционного уровня, а это означает, что вы теряете деньги в реальном выражении. С этим трудно аргументированно спорить, но я подозреваю, что, когда все уверены в том, что выхода нет, это означает, что шансы заработать на акциях повышаются.

В Палм Бич у меня состоялась одна действительно интересная встреча с парнем по имени Син из фонда Lighthouse. Это молодой фонд фондов, показывающий превосходные результаты. Син видел одну из наших первых презентаций, проходившую в Нью-Йорке несколько месяцев назад, и он нас очень ободрил. Сину около 35 лет, он высокий, худощавый парень с открытым лицом и приятными манерами. Я инстинктивно расположился к нему. Он очень профессионален и производит впечатление безжалостного управляющего

портфелем хеджевых фондов. Его лояльность распространяется только на его портфель и его инвесторов. Его личные отношения с менеджерами хеджевых фондов не имеют никакого отношения к бизнесу. Он беспристрастно уменьшает или даже ликвидирует долю любого хедж-фонда в своем портфеле. Как выразился второй Адам Смит (Джерри Гудман), «акция не знает, что принадлежит вам». Хеджевые фонды, в которые вы вкладываетесь, напротив, знают о ваших в них инвестициях, но ваши личные отношения с ними не должны оказывать никакого влияния на ваши суждения, если выбор фонда и распределение активов зависит от вас.

Син говорил о своем открытии, заключавшемся в том, что даже успешные хеджевые фонды имеют относительно короткий срок жизни. Мало того, что увеличение размера фонда приводит к более плохим результатам работы, но еще и успех, и богатство заставляют руководителей страдать, если не из-за неудач, так от гордости. Очевидно, что, с точки зрения Сина, оба этих воздействия фатальны. Он сказал, что испытание медными трубами иногда оказывается непреодолимым даже для самых талантливых практиков хеджевых фондов, которые по своей природе являются людьми одержимыми. Процесс инвестиций столь требователен, а его успешные результаты настолько волнующи, что многие из лучших инвесторов пали жертвами фатального воздействия гордыни.

16 апреля 2003 года. Мы с Мэдхавом прилетели в Лондон. Гайд-парк был зелен и блестел на весеннем солнце. Здесь мы провели два с половиной дня, которые в соответствии с графиком, составленным сотрудниками главного брокерского подразделения Morgan Stanley, были под завязку набиты презентациями для состоятельных господ, учреждений и фондов фондов. Кроме того, мы взяли интервью у молодого российского парня, претендующего на должность аналитика. Сергей выглядел ярким и честолюбивым, худым и голодным. Наш третий партнер, Жирил, был хорошо знаком с ним по совместной работе в Morgan Stanley и поддерживал его кандидатуру. Мы с Мэдхавом не были столь уверены в нем. У меня вообще были сомнения по поводу аналитиков. Если у вас в штате есть аналитики, вы должны обеспечивать их исходными данными для проведения исследований, выслушивать сделанные ими выводы и иногда даже реализовывать их предложения. Действительно ли аналитики так

необходимы? Я не уверен в этом. Один из самых лучших управляющих хеджевых фондов однажды сказал мне, что он заставляет всех своих аналитиков общаться с ним посредством электронной почты, потому что, находясь лицом к лицу, трудно закончить разговор так, чтобы не показаться при этом бесцеремонным и грубым. Кроме того, это позволяет создать отчет об их работе, который очень удобно просматривать в конце года.

Управляющий деньгами занят только одним — обеспечением доходности. Вы не пытаетесь выиграть соревнование в популярности, и вы, конечно, не хотите впустую тратить свое время и деньги. То же самое относится и к трате времени на шутки с продавцами. Болтовня — часть их работы. Вам же остается глотать информацию и принимать правильные решения. Один парень из хеджевого фонда, о котором я уже упоминал, — самый жесткий, самый быстрый «пресекаТЕЛЬ» пустых разговоров из всех, кого я когда-либо знал. Когда он считает, что извлек из разговора всю возможную для себя пользу, он просто говорит «благодарю» и отворачивается.

Путешествия с Чарли

В первый вечер своего пребывания в Лондоне мы с Мэдхавом ужинали в Беркли с Робертом — нашим старым другом, успешно управлявшим глобальным хеджевым фондом в течение долгого времени, и это при том, что ему нет еще и 40. Роберт в одиночку управляет своим фондом, и постоянные стрессы дают о себе знать. Сейчас у него появились проблемы со спиной, и в связи с тем, что он много путешествует, он постоянно находится в той или иной стадии бессонницы. Его брак со временем распался. Этим вечером он выглядел подавленным, под глазами виднелись темно-синие круги. (Позже я сказал Мэдхаву, что Роберту нужно завести или партнера по бизнесу, или жену. На что Мэдхав ответил: «Нет! Все, что ему нужно — это какая-нибудь непыльная, приятная работа, на которой можно ничего не делать».)

Он прав! Даже при том, что долгосрочные результаты работы Роберта превосходны, его ключевые инвесторы, несмотря на все деньги, которые он для них сделал, испытывают беспокойство. После своего последнего успеха три года подряд он терпел небольшие

убытки. Его активы сократились с более чем 1 млрд долл. до 400 млн долл. В результате Роберт теперь не решается открывать крупные «лонги» или «шорты», поскольку его волнует тот факт, что, если он окажется неправ, оставшиеся клиенты подумают, что он окончательно потерял нюх, и тоже заберут свои деньги. Я сказал ему, что это опасная стратегия, потому что, если рынки оживятся, и он пропустит сильное ценовое движение, клиенты будут не менее расстроены. Вполне логично, что, оплачивая услуги управляющих по довольно высоким тарифам, инвесторы хеджевого фонда вправе требовать активного увеличения своих доходов. Считается, что клиенты не испытывают к своему фонду ни привязанности, ни чувства благодарности, вы хороши для них ровно в той же степени, сколь хороши последние результаты вашей работы. Но это ошибочное представление. Если управляющий хорош и активен, недостаточно высокие последние результаты его работы — это повод добавить денег в его фонд, а не забрать их.

Дополнение. Впоследствии Роберт восстановил свое положение как на рынке, так и на личном фронте. Он завел роман с красивой молодой моделью, и, благодаря или вопреки этому, его фонд закончил 2003 год с 25 % прибыли. В 2004 году дела пошли еще лучше, и он заработал уже 38 %, при том, что этот год был очень жестким для большинства других инвесторов. В 2005 году он все еще продолжал процветать.

18 апреля 2003 года. Мы взяли билеты на утренний рейс из Лондона до Женевы. День был теплым, и Женевское озеро искрилось на солнце, поскольку большой фонтан выстреливал струю воды высоко в небо. Мы выступили со своей презентацией в самом крупном частном банке Женевы. Я знал владельцев этого банка на протяжении 30 лет, они замечательные люди. Бывший старший партнер, Пьер Пиктет, мой старый друг. Его семья все еще удерживает контроль над банком в своих руках. Этот банк имеет крупный фонд фондов, но нам было трудно понять, действительно ли наша презентация заинтересовала его представителей, или они были внимательны к нам из вежливости. Нынешний старший партнер, Чарльз Пиктет, тоже посетил наше выступление, что было лестно для нас. Но его постоянно звонивший мобильный телефон сильно нам мешал; хуже того, Пиктет не выключал его и отвечал на звонки,

что никак нельзя было считать признаком наличия у него интереса к нашему фонду.

Затем мы под весенними солнечными лучами прогулялись через мост к отелю Four Seasons, где нас ожидал завтрак с 35 вежливыми, но скептически настроенными швейцарцами. Снова прозвучал вопрос: «Господин Дхар, правда ли, что вы ожидаете рождения тройни, и считаете ли вы, что это не повлияет на работу фонда негативным образом?» На сей раз Мэдхав приготовил новый ответ: «Лучший совет, который дал мне один знакомый, у которого родилась тройня, звучал так: “Уходи на работу пораньше, и возвращайся домой попозже”». Похоже, швейцарцы не сочли этот ответ забавным, потому что кроме меня никто в зале не засмеялся. Из дальнейшего общения я сделал вывод, что присутствующие заинтересовались нашим предложением и нашим видением рыночных перспектив, но вряд ли были готовы к тому, чтобы вложить в нас капитал сразу после первого знакомства.

Мы провели дополнительные встречи в тот же день за обедом и ужином и на следующий день продолжили переговоры. В Женеве не так много хеджевых фондов, зато предостаточно фондов фондов, организованных частными банками. На меня произвел впечатление профессионализм швейцарских банков. Они — проницательные аналитики и ориентированы на своих клиентов.

Позже, во время уикенда, я отправился во Францию навестить дочь и ее семейство, проживающих там на своей ферме. Я, как букочический поэт, забылся во французской глубинке с ее дежурными живыми изгородями, величественными деревьями и старомодными каменными строениями. Среди толпы детей и лошадей ощущаешь спокойствие.

Встреча с Маргарет Тэтчер

22 апреля 2003 года. Предыдущие несколько дней я провел в Лондоне, где упорно обрабатывал потенциальных инвесторов. Сегодня, в мой последний день пребывания в английской столице, старый друг и соратник Джулиан Робертсон устроил мне встречу с Маргарет Тэтчер в ее офисе в Prince's Gate. Я всегда уважал эту женщину. Не будет преувеличением сказать, что в период серьезного кризиса

именно она сохранила и преобразовала Великобританию, а затем восстановила ее место в мире. Кроме того, разработанная ею стратегия лежала в основе политики, проводимой Рональдом Рейганом в экономическом и военном соревновании с Советским Союзом. В итоге эта стратегия довела СССР до банкротства, вызвала крах советской системы и положила конец холодной войне. Госпожа Тэтчер ясно сформулировала новое видение мира, которое Рейган мог только ощущать. Помните ту известную фотографию, на которой Тэтчер выступает на званом обеде, а сидящий рядом с ней Рональд Рейган буквально смотрит ей в рот. Рейган послал ей эту фотографию со следующей собственноручной подписью: «Дорогая Маргарет, как видите, я согласен с каждым сказанным Вами словом. С самыми теплыми дружескими чувствами. Искренне Ваш, Рон». Это было правдой! В 1990 году именно она встряхнула Джорджа Буша-старшего, когда Ирак вторгся в Кувейт («Сейчас не время для колебаний, Джордж»).

Впервые я встретился с леди Тэтчер в середине 1990-х, когда она была членом правления фонда Tiger Management Джулиана Робертсона, в котором работал и я. Она была очень активна, живо интересовалась тем, как работает хеджевый фонд, что заметно контрастировало с позицией видных политических деятелей, которых я встречал в правлениях других фондов. Они очаровательны, но в отличие от леди Т., не производят впечатление первоклассных умов, и пользы от них не больше, чем от известных пословиц. Леди Тэтчер — совсем другое дело. Я помню, как она обходила офисы и торговые залы Tiger, излучая энергию и интеллект, опрашивая каждого сотрудника с подлинным любопытством. А когда Джулиан в результате интеграции решил закрыть свой фонд, она без приглашения перелетела океан, чтобы посетить прощальный ужин, устроенный Morgan Stanley.

Однажды, в июне 1998 года, на совместном ланче правления Tiger в Лондоне, когда я оказался ее соседом по столу, она спросила меня, что я думаю о перспективах инвестиций в Россию. Я сказал, что считаю нужным продавать бумаги этого рынка. Она взяла меня за руку и перечислила мне пять причин, по которым инвестиции в Россию все еще имеют большие перспективы. Под влиянием блеска ее интеллекта и прикосновения ее руки я полностью и безо-

говорочно капитулировал. Сразу после ланча я отменил заказы на продажу. К сожалению, в этом случае она оказалась неправа (или это было преждевременно), потому что через несколько месяцев российское правительство объявило о дефолте. Несколько лет спустя на обеде, посвященном закрытию фонда Джулиана, я вновь сидел с ней за одним столом. После обеда нас развлекал самозванный ясновидец. После нескольких очевидных триумфов этот довольно неприятный шоумен приблизился к леди Тэтчер и громко объявил присутствующим, что теперь он собирается читать мысли баронессы. Она посмотрела на него с презрением и жалостью и ответила с тонкой улыбкой: «Бесполезно, молодой человек, бесполезно». Это было все, что она сказала — публика ревела.

Сегодня, как и всегда, она была очень элегантно одета и, как обычно, выглядела так, будто только что вернулась от парикмахера. Она сидела в большом кресле, освещенная со спины, и предлагала мне кофе. Глядя на нее, я вспомнил слова Франсуа Миттерана о том, что «у нее глаза Калигулы и рот Мэрилин Монро». К 77 годам здоровье леди немного ослабло, но мудрость и страсть все еще были при ней.

Сначала я несколько смущенно задал леди Т. (как называли ее приближенные) глупый вопрос о том, кто из тех, с кем ей пришлось общаться за эти годы, произвел на нее наибольшее впечатление. Я не получил неожиданный ответ. Она ответила, что Рональд Рейган был значительной фигурой, и многие его просто недооценивали. Его стиль работы и принятия решений был отстраненным, но он соответствовал направлению генеральной стратегии и содействовал ее реализации. «Ронни понял действительно важные вещи о налоговой системе, о России и о холодной войне». По ее словам, он был уверен в себе и добродушен, и никогда не выпячивался на международных встречах. Кроме того, он был превосходным оратором «со своим замечательным голосом». Она призналась, что очень любила его. Вы не знаете, как он сейчас? Нэнси все еще подает ему ужин каждый вечер? Нэнси она тоже любила. Но, конечно, я и понятия не имел, подает ли сейчас Нэнси ужин президенту.

Михаил Горбачев тоже производил внушительное впечатление. Он не походил на пожилых, деревянных российских аппаратчиков, которых знала Тэтчер. Он улыбался, смеялся, хорошо говорил и был

острым спорщиком. Они стали друзьями, почти наперсниками. Тогда это вызывало удивление. Она также была очень высокого мнения и о Раисе Горбачевой, которая была умна и хорошо образованна. Когда Горбачевы проводили уикенд в Chequers, леди Т. обнаружила ее в библиотеке, читающей Левиафана Хоббса. Раиса хорошо говорила по-английски и переводила для своего мужа. Она была более либеральной и непредубежденной, чем Михаил. Однажды леди Т. спровоцировала между Горбачевыми живой спор об определении рабочего класса. Глядя в прошлое, она убеждена, что Раиса имела на мужа огромное влияние и сыграла главную роль в советском преобразовании.

Я спросил леди Т., насколько опасным она находит сегодняшнюю ситуацию в мире. «Опасность существует всегда, — сказала она, — но сейчас ситуация не настолько критична, как это было в годы холодной войны. Ближе к ее концу был момент, когда Советский Союз и физически, и нравственно сломался под давлением. И военные, и режим знали, что их дни сочтены, и существовала серьезная опасность того, что в своей предсмертной судороге они могли бы пойти в атаку. Терроризм — это угроза, но прогресс достигнут. Мы не можем позволить себе двусмысленности. Мы не можем успокаиваться. Мы должны действовать жестко». И затем она добавила своим замечательным голосом с акцентом: «Тирания террора не сможет выдержать дыхание свободы».

Позже мне случилось навестить на Даунинг-стрит, 10 Арнаба Банаэрджи. Арнаб раньше был председателем одной из крупных британских фирм по управлению капиталовложениями, а теперь работал секретарем Тони Блэра. Он очень интеллектуальный, очаровательный человек. Он провел для меня экскурсию по знаменитому старому зданию с величественными комнатами, в которых вершилась история. Офисы и конференц-зал там украшены картинами, изображавшими исторические события прошлого, а на стенах парадной лестницы в хронологическом порядке висят портреты предыдущих премьер-министров во главе с лордом Нормом. Это здание вобрало в себя всю историю великой империи. От дома 10 по Даунинг-стрит веет большей свежестью, чем от вечно эгоцентричного Белого дома, все стены западного крыла которого увешаны изображениями современников.

Мрак и депрессия по возвращении домой

6 мая 2003 года. Я вернулся в сырой, дождливый, холодный Нью-Йорк, закатанный в асфальт и мерцающий под низким потолком облаков цвета пушечной бронзы. В нашем списке значится множество потенциальных инвесторов, но перспективы не выглядят радужными. Мы падаем. Мы похожи на людей, страдающих маниакальной депрессией, и наше настроение колеблется от одной крайности до другой, от энтузиазма до отчаяния, когда мы думаем о стартовом капитале нашего фонда. Его гарантированный размер, фактически имеющийся в нашем распоряжении, не считая денег моей семьи, составляет около 100 млн долл. Окружающие убеждают нас в том, что начальный размер фонда не имеет значения. Они говорят, что все зависит от результатов нашего управления собранными деньгами. Однако я думаю, что мы были дезориентированы ранним предсказанием парней из брокерского подразделения Morgan Stanley о том, что мы с легкостью соберем более 800 млн долл. Как бы не так! Если так будет продолжаться и дальше, собрать 250 млн долл. будет для нас удачей.

Сегодня вечером я сел на поезд, отходящий в 8.11 от Центрального вокзала. Сразу после станции на 125-й стрит мы почему-то остановились. Я безучастно смотрел из окна на асфальтированную детскую площадку. Это был душный, горячий, липкий нью-йоркский вечер. Подростки бездельничали, покуривая сигареты, болтая и перебрасывая мяч. В другом углу площадки один парень тренировался, бросая мяч со средней дистанции в кольцо без сетки. Две девочки с длинными косичками, которые, как я предположил, были его сестрами, подавали ему отскакивающие мячи. Они промахивались, но он подбирал мячи и затем вновь бросал их в кольцо. Воздух был густым, и пот тек с него градом. Пока я наблюдал за ним, он совершил четыре точных броска подряд с дальнего расстояния. Я продолжал зачарованно следить за ним. Поезд тронулся, и я стал удаляться от площадки. Внезапно мне пришло в голову, что для меня очень важно, чтобы он сделал еще один точный бросок до того, как я окончательно потеряю его из виду. И он сделал это! Все будет хорошо.

15 мая 2003 года. Плохие новости. Два крупных вкладчика, на деньги которых мы рассчитывали, сообщили нам, что они, каждый

по своим причинам, не смогут вложить капитал до 2 июня. С другой стороны, мое настроение поднял положительный ответ от бывших управляющих Morgan Stanley. Несколько моих старых друзей внесли значительные средства, что действительно заставляет меня чувствовать себя гораздо лучше. Сегодня мы взяли на работу Сергея, молодого русского парня, с которым беседовали в Лондоне, так что наша группа аналитиков в настоящее время укомплектована.

22–23 мая 2003 года. В этот уикенд в Файлд-клубе шесть человек, некоторых из которых я хорошо знал, предложили инвестировать в Taxis от 500 тыс. до 2 млн долл. Позже моя эйфория по поводу этого события улетучилась, когда я внезапно понял, что если результаты нашего управления этими деньгами будут ужасными, я не смогу смотреть в глаза этим людям. В прошлом году компания моего друга Джона приобрела для своего портфеля слабые акции. Джон — крупный инвестор в стоимость, но он поручил ведение нескольких счетов другому менеджеру, который попал в западню стоимости. Так или иначе, Джон из-за этих потерь чувствовал себя настолько плохо, что не мог найти в себе силы пойти в клуб, где было много его друзей, вложивших деньги в его фонд. Он рассказал, что чувствовал себя прокаженным. Чтобы избежать болезненных ощущений, он стал членом очень дорогого гольф-клуба, где его мало кто знал, и он мог позволить себе расслабиться и предаться игре. Джон — очень серьезный и ответственный человек.

23 мая 2003 года. Это была еще одна долгая неделя презентаций. Управляющие частными капиталами из Morgan Stanley проделали большую работу, предоставив нам возможность выступить перед людьми, но я чувствую, что все, что мы смогли извлечь из этой возможности — это от 500 тыс. до 1 млн долл. инвестиций от частных лиц. Юристы и менеджеры, отвечающие за инвестиции из пенсионного фонда, являющегося нашим основным клиентом, замучили нас согласованием условий и уточнением подробностей договора. Это особенно расстраивало, потому что именно их поддержка в прошлом августе была той искрой, которая привела нас в движение.

Я хорошо знаком с главой этого пенсионного фонда и в течение многих лет управлял его деньгами. Он умный человек и искушенный инвестор. В тот августовский день 2002 года я сидел в его

офисе, и, несмотря на работающий кондиционер, потел, рассказывая ему о своих планах. Я не знал, как он воспримет мое предложение. «Мы дадим вам от 50 до 75 миллионов долларов на три года», — ответил он не задумываясь. Мэдхав был на этой встрече вместе со мной, и мы оба покинули кабинет в большом воодушевлении. Этот человек вселил в нас веру, необходимую для продолжения начатого дела.

Все эти примеры приведены здесь для того, чтобы показать, что процесс сбора денег полон сюрпризов, некоторые из которых приятны, другие — не очень, а третьи просто являются результатом неправильного выбора места и времени. Никогда не угадаешь заранее, чем все закончится.

Тем временем фондовые рынки оживают, но это вовсе нас не радует, поскольку мы все еще находимся вне игры. Менее всего мы хотели бы начинать работу своего фонда на взлете рыночных котировок. В нервном ожидании я потерял сон, а Сирила постоянно бил озноб.

ГЛАВА 7

Старт с грузом воспоминаний и сомнений

Во время подготовительного периода, включающего сбор стартового капитала для инвестирования, меня часто посещали воспоминания. Думаю, меня можно было бы назвать человеком, родившимся с серебряной инвестиционной ложкой во рту. Мой отец был очень успешным профессиональным инвестором. Он работал в инвестиционном подразделении Bank of New York и входил в состав ряда корпоративных правлений. Мои родители дарили каждому из трех своих сыновей в день, когда нам исполнялось по 18 лет, инвестиционный портфель из приблизительно 15 акций, стоимостью примерно 150 тыс. долл., и всячески поощряли наш интерес к инвестициям. По мере нашего взросления, во время семейных обедов разговоры за столом все чаще заходили о рынках и экономике. Правда, меня они не слишком занимали. Однажды мой отец организовывал среди членов семьи соревнование по лучшему выбору акций. Каждый из нас должен был выбрать пять акций. Мой итоговый результат оказался худшим, а моя мать, которая никогда не интересовалась фондовым рынком, стала победителем. Ее подход состоял в том, чтобы выбрать компании, продукция которых ей нравилась или которые имели для нее сентиментальную привлекательность. Например, двумя компаниями, принесшими ей наибольший доход, были Procter & Gamble и Iowa Power (мама родилась и выросла в штате Айова). Я был разочарован.

А. В. Джонс был пионером

В то время когда я поступил в Йельский университет, даже при том, что это был мирный период, военная служба была обязательна, и я выбрал курс обучения офицера ВМС. Я пережил два лета физи-

ческой и умственной пытки страшных курсов командиров взводов и по окончании Йельского университета в июне 1955 года получил звание младшего лейтенанта морской пехоты США. Дальнейшее военное обучение на базе в Квантико продолжалось 10 месяцев и было еще более жестким. Затем меня посылали на Окинаву в качестве командира взвода морской пехоты. Это было мирное время, и я никогда не слышал ни одного вражеского выстрела. Мне нравились занятия по боевой подготовке, и я наслаждался жизнью морского пехотинца. После своего увольнения в 1958 году, подобно огромному числу других молодых парней, которые не знали, чем им заняться, я непродолжительное время преподавал английский язык в начальной школе городка Ландон, Вашингтон, полупрофессионально играл в футбол и пробовал написать свою великую американскую историю. Я не следил за фондовым рынком, хотя и с интересом наблюдал за ростом стоимости своего инвестиционного портфеля. Фактически я был настолько далек от вопросов экономики, что, когда тогдашний председатель Федеральной резервной системы, Уильям МакЧесни Мартин, пришел к нам на обед, и они говорили с моим отцом об экономике, я даже не потрудился послушать.

Тем временем мой самый младший брат Джереми, который окончил Йельский университет на три года позже меня, вернулся после двухгодичного обучения в лондонской Школе экономики. Он быстро получил работу на Уолл-стрит в пенсионном фонде U.S. Steel & Carnegie, и внезапно я оказался отстающим и выпал из семейных разговоров за обеденным столом. Мне надоели игра в футбол и отказы издательств принять мои рассказы, поэтому я пошел к своему отцу и сказал ему, что хотел бы стать инвестором. Он мне ответил, что продолжит этот разговор после того, как я прочту от корки до корки большой классический труд Бенджамина Грэма «Анализ ценных бумаг». Я продрался через эти 600 страниц, делая заметки на полях и подчеркивая ключевые фразы. Когда я закончил, я вновь пришел к отцу. Он отобрал у меня потрепанный экземпляр книги с моими пометками и вручил мне новый со словами: «А теперь сделай это снова». Он хотел, чтобы я действительно усвоил принципы инвестирования в ценность, а заодно и убедиться в том, что мое решение стать инвестором было достаточно твердым.

Я был одним из лучших учеников своего класса в бизнес-школе, и в 1961 году попал на Уолл-стрит как аналитик компании E. F. Hutton. Серебряная ложка во рту сыграла в этом свою роль, поскольку председатель Hutton — Силван Колеман — был очень близким другом моего отца. Мой крестный отец управлял Baker Weeks — самой лучшей исследовательской компанией того времени, и он также предлагал мне работать у него аналитиком. Я выбрал Hutton из жадности, поскольку они предложили мне более высокую зарплату: 7200 долл. против 6500.

В 1964 году существовала только одна хеджевая компания — A. W. Jones & Company. Она управляла приблизительно 80 млн долл., разделенными на два фонда. Фирма была создана Альфредом Винслоу Джонсом в 1949 году с капиталом 100 тыс. долл., который по большей части состоял из денег его жены. Сам Джонс чем только ни занимался: от дипломатической службы до журналистики, но без особого успеха. Он считал себя предпринимателем и интеллектуалом. Изучая социологию в Колумбийском университете, он опубликовал работу под мудреным названием: «Жизнь, Свобода и Собственность: История конфликта и измерение противоречивых прав».

В 1940-х годах Джонс был штатным журналистом в *Time* и *Fortune*. К середине 1960-х Альфред Джонс (никто не смел называть его Ал по той же причине, по которой никому и в голову не придет назвать Алана Гринспена просто Ал Гринспен) был богатым претенциозным снобом, но он не был марионеткой. Ему в голову пришла идея современного хеджевого фонда, представляющего собой частный фонд, использующий леввередж для того, чтобы открывать как «длинные», так и «короткие» позиции по акциям, который активно управляет своими долгосрочными активами и берет плату за свою работу. До великого рыночного краха в Нью-Йорке существовало множество фондовых пулов, ориентированных на открытии «длинных» позиций и использующих леввередж, но отец рассказывал мне, что ни один из них не занимался систематическим управлением рисками, хеджируя «шортами».

Еще в начале 1920-х годов Джон Мэйнард Кейнс в Лондоне управлял макрофондом, использующим и «длинные», и «короткие» позиции, но об этом я более подробно расскажу ниже.

Затем, в 1930-х годах Бенджамин Грэм основал фонд под названием *Graham Newman*, которым он управлял, интенсивно используя свой подход к анализу ценных бумаг на основе их ценности и определяя самые дорогие и самые дешевые акции в основных отраслях промышленности. Этот фонд открывал «короткие» и «длинные» позиции с эквивалентной стоимостью в долларах. Результаты применения этого метода были не слишком впечатляющими. Он был недостаточно дифференцирован, а Бен Грэм, хотя и был превосходным аналитиком, возможно, слишком теоретически подходил к реализации своей навязчивой идеи об инвестициях в ценности. Его фонд часто «шортил» акции лучших компаний в отрасли и покупал худшие. Кроме того, Грэма, как и многих других инвесторов его поколения, по-видимому, слишком травмировал крах и его последствия, чтобы он стал использовать значительный леввередж и рисковать.

Кстати, Альфред Джонс не позиционировал себя как инвестор. Он видел себя новатором, менеджером и собирателем талантов. Это действительно более точная его характеристика. Инвестиционный мир в 1960-х годах все еще пребывал в спячке, населенный трастами, собравшими большую часть денег и инвестирующими в стиле Рипа ван Винкля. Не существовало никаких правил по поводу конфликтов интересов для аналитиков. Джонс полагал, что, если бы ему удалось получать важную для рынка информацию и собрать под своим крылом несколько сильных, активных управляющих портфелем, которые могли бы быстро реагировать на поступающие новости, его фонд мог бы показать замечательные результаты в довольно патетическом соревновании со впавшими в летаргический сон трастовыми подразделениями банков. И он был убежден в том, что при таких условиях он смог бы брать с инвесторов своего фонда более высокую ставку комиссионных плюс 20 % от прибыли.

В его компании *A. W. Jones & Company* работало несколько внутренних управляющих портфелем, но кроме этого он изобретательно использовал таланты аналитиков брокерских фирм. Например, если кто-то из аналитиков давал грамотные рекомендации, Альфред Джонс приглашал его или ее на завтрак и предлагал составить образец инвестиционного портфеля для *A. W. Jones* с тем, чтобы

Джонс мог получить более полное представление о взглядах и возможностях этого аналитика. При этом договоренность состояла в том, что аналитик должен был звонить одному из трех управляющих компании Джонса всякий раз, когда он считал нужным произвести какие-либо обоснованные изменения в составленном им образцовом портфеле.

Взамен брокерская фирма, в которой работал аналитик, получала компенсацию в виде повышенных комиссионных, процент от которых предназначался непосредственно аналитику, поскольку в то время лучшие аналитики работали для розничных брокерских фирм и проходили регистрацию. Если образцовый портфель процветал, он получал свое реальное воплощение в компании A. W. Jones, а аналитик получал дополнительное вознаграждение. Такая система способствовала материальной заинтересованности аналитиков и в те времена считалась совершенно законной. Чем более высокие результаты приносил сформированный аналитиком портфель, тем большее вознаграждение получал его создатель. Джонс никогда не давал понять в явной форме, что он собирается использовать предложения аналитика или рекомендовать их своим клиентам, но всякий раз указывал на то, что платит аналитикам исключительно за работающие инвестиционные идеи, и что A. W. Jones & Company не может уделять меньшее внимание подробным академическим отчетам и научно-исследовательской работе. Кроме того, Джонс был безжалостен. Если составленный аналитиком портфель не работал, его автор оставался не у дел. Альфред Джонс раньше, чем кто-либо, понял важность применения аналитических исследований для инвестиционного бизнеса.

В 1966 году он сказал Кэролу Лумису из журнала *Fortune*, что продвигал модель парного трейдинга в рамках структуры управления рисками. Я думаю, что это вздор. В качестве основных методов Джонс использовал покупку информационного преимущества и передачу денег в управление умным молодым талантам. К счастью Эллиот Шпитцер в то время был еще в подгузниках.

В начале 1964 года я работал аналитиком в компании E. F. Hutton немногим более трех лет и имел в активе несколько удачных попаданий. Мне, недавнему выпускнику Школы бизнеса, действительно повезло. Джонс в свое время учился в Гарварде на курс ниже моего

отца и, так или иначе, он слышал обо мне. Как-то раз он пригласил меня в свой клуб на завтрак со своим операционным директором. Его компания в то время еще не была известна, но она росла по экспоненте, ее составной инвестиционный доход составлял 28 %, начиная с момента его образования в мае 1955 года. Первый вопрос, который задал мне Джонс, когда мы сели за стол, чтобы начать завтрак, был следующим: «Когда вы заходите в ресторанный туалет, вы моете ваши руки перед тем, как помочиться, или после?»

Я был ошеломлен. «После, сэр».

Он смотрел на меня с неприязнью. «Это — неправильный ответ. Вы мыслите банально и не рационально! Всегда мойте руки до, а не после».

Он сидел передо мной — пухлый, близорукий, аристократичного вида мужчина в возрасте около 55 лет и рассматривал мое резюме так, как будто я был одной из его лошадей. Его заинтриговало то, что я был офицером морской пехоты и играл в команде Йельского университета по регби. Он мало что знал о рынке, поэтому в основном интересовался моей биографией и моими ответами на свои странные вопросы. Позже я узнал, что его волновало только одно: могли ли люди, которые на него работали, приносить ему прибыль, а его интерес к моей родословной был связан только с заботой о повышении социального статуса своей компании в глазах инвесторов. На десерт он предложил мне создать виртуальный портфель.

В течение 1964 года я управлял своим образцовым портфелем и достиг довольно приличных результатов. Я также подружился с Диком Рэдклиффом, который был младшим партнером и портфельным управляющим в A. W. Jones. Дик был на девять лет старше меня и тоже жил в Гринвиче. Пятью годами ранее Джонс убедил его оставить работу в White Weld и перейти на полный рабочий день в его компанию. В начале января 1965 года Альфред Джонс начал давить и на меня, чтобы я ушел из Hutton и присоединился к его компании. Это была мучительная дилемма. Мой портфель, сформированный для компании Джонса, показывал очень хорошие результаты. Я приносил Hutton превосходную прибыль, и в конце 1964 года был произведен в партнеры, отчасти из-за огромного

размера комиссионных, которые A. W. Jones выплачивал моему работодателю. Я знал, что, если я откажу Джонсу, он забудет о моем существовании, что было бы для меня очень болезненно, поскольку работа на Джонса приносила мне половину моего заработка. Мне нравилось работать с его хеджевым фондом, но мне не очень нравился сам мистер Джонс.

Через некоторое время я рассказал Рэдклиффу о своей проблеме. В ответ он усмехнулся и сказал, что он утомлен капризами и деспотизмом Альфреда Джонса. В один из дней той весны мы завтракали вместе, и я предложил Рэдклиффу сформировать наш собственный фонд. Он воспринял мое предложение с восторгом и тут же решил, что наш фонд нужно разместить в Гринвиче. Мой отец тоже отнесся к этой идее благосклонно, но предупредил меня о том, что послевоенный сильный «бычий» рынок был близок к своему апогею. «Акции росли слишком долго и поднялись слишком высоко. Существует большая вероятность того, что теперь нас ожидает пяти- или десятилетний рынок с тенденцией к снижению цен, — сказал он. — Вы должны быть готовы к такому повороту событий». В тот момент я не допускал возможности появления столь долгого падающего тренда и решил, что мой отец в своем понимании рынка застрял в 1930-х годах или просто стал слишком стар.

Альфред Джонс был разъярен, когда узнал о наших планах. Годом раньше другой его управляющий портфелем Карл Джонс уволился, чтобы организовать собственный хеджевый фонд City Associates. Поскольку каждый, кто работал на компанию Джонса (включая меня), получал щедрое вознаграждение, Альфред Джонс полагал, что мы должны быть обязаны ему по гроб жизни. Он тут же начал угрожать Рэдклиффу предъявлением иска за переманивание клиентов и нарушение условий контракта.

Тот год в мире хеджевых фондов ознаменовался многочисленными уходами помощников от своих возлюбленных хозяев в собственный бизнес. Известные управляющие хеджевых фондов, боги солнца, мастерски зарабатывающие огромные деньги, такие как Джордж Сорос, Луи Бэкон и Джулиан Робертсон, все были щедры в предоставлении своим талантливым сотрудникам значительной свободы действий. Однако крупные фонды непрерывно теряют своих лучших, наиболее одержимых молодых специалистов. Причиной

тому отчасти деньги, но, главным образом, извечное желание «поручить» собственным бизнесом и возможность самостоятельно принимать инвестиционные решения. Большие боссы бояться потерять своих ценных сотрудников, но, будучи сильными, самоуверенными людьми, имеют привычку держать управление портфелем в своих руках и окончательно определять его состав. «Тигрята» из Фонда Tiger Джулиана Робертсона и уважают, и обожают его, но это не останавливает их от увольнения, когда они решаются на создание собственных фондов. Но они действительно уважают Джулиана, поскольку он дает им опыт и закалку. Фонд Джорджа Сороса Quantum был для инвесторов вращающейся дверью. Хотя Джордж весьма уважаем как инвестор, он, как известно, является властным агрессором. А как может быть иначе?

День первый. Ничего похожего на фанфары

1 июня 1965 года мы с Диком Рэдклиффом сформировали свой хедж-фонд Fairfield Partners с капиталом в 9,7 млн долл., из которых 200 тыс. долл. составляли мои собственные деньги. Индекс Доу-Джонса для акций промышленных компаний закрылся 30 мая 1965 года на отметке в 912 пунктов. Шестнадцать лет спустя он оказался на том же самом уровне, так что предупреждение моего отца можно было считать предвидением. К 1981 году Доу, приведенный в соответствие с инфляцией, потерял более половины своей величины по отношению к уровню 1965 года, даже если учесть выплаченные за это время дивиденды. Так или иначе, 1 июня 1965 года мы с Рэдклиффом составили список акций для открытия «длинных» и «коротких» позиций и сразу же разместили весь наш новый капитал. Мы считали, что действовать немедленно — самая верная стратегия. Я до сих пор уверен, что этот метод управления новыми деньгами — правильный, но в тот день на завтраке в Вашингтоне Уильям МакЧесни Мартин, уважаемый председатель Федеральной резервной системы, выступил с мрачной предупреждающей речью о тревожном сходстве текущей ситуации (1965) с той, что сложилась летом 1929 года.

Тогда рынок отреагировал так же, как сделал бы это и сейчас. Данный комментарий спровоцировал свирепую распродажу акций. Доу упал на 45 пунктов, и мы в один день потеряли 5 %. В течение июня, первого месяца существования нашего фонда, мы потеряли 6,3 %, в то время как индекс Доу-Джонса для акций промышленных компаний снизился на 4,7 %. В течение месяца наши «лонги» подешевели на 6,7 %, а наши «шорты» принесли нам только 0,45 %. Наши инвесторы звонили и задавали неприятные вопросы, и некоторые из них интересовались условиями досрочного выхода из фонда. В точке своего максимального падения 20 июня мы потеряли уже 10 %, и я был уверен, что совершенно непригоден для этой работы. Как после такого провала я мог рассчитывать на продолжение карьеры в инвестиционном бизнесе?

Но в итоге мы закончили свой первый год с прибылью более 55 % при том, что Доу поднялся лишь на 3,6 %. Американский рынок в тот год был очень разборчив. Мы «шортили» акции ритейлеров, химических, алюминиевых и прочих компаний из отраслей тяжелой промышленности, которые торговались при превышении цены над доходом в 25–30 раз, и открывали «длинные» позиции по растущим акциям технологических компаний среднего размера. Инвестиционные боги благоволили нам, и наши «шорты» понизились, а «лонги» выросли в цене. В следующие три года мы продолжали преуспевать, и к 1 июня 1969 года наш портфель потяжелел более чем на 200 % при увеличении индекса Доу-Джонса за тот же период всего на 4,7 %. Инвестор, который вложил в наш фонд 200 тыс. долл. 1 июня 1965 года, имел теперь уже 543 тыс. долл. после вычета нашего вознаграждения. Наш капитал дорос до фантастической для того времени величины — 50 млн долл. Мы считали себя гениями. Рэдклифф купил большую яхту, у нас появился третий партнер — Джон Мортон, а я снес свой старый дом и начал строить новый, намного больший по размеру.

Затем началось «наводнение». К началу 1970 года американский фондовый рынок стал очень спекулятивным. Он характеризовался широким применением технического анализа, компьютерного моделирования и растущими акциями новой эры, торгующимися на астрономических уровнях. Хеджевые фонды плодились и процветали. Продавцы и трейдеры, о которых никто никогда не слышал,

легко собирали деньги для своих фондов, поскольку частные инвестиции были в большой моде. В конце зимы 1970 года «медвежий» рынок нанес разрушительные удары, сконцентрированные на спекулятивных растущих акциях, которые взлетели в 1968 и 1969 годах. Мы держали «длинные» позиции в лучших акциях новой эры и «короткие» в худших, плюс мы «зашортили» некоторые выросшие «голубые фишки», известные как Nifty Fifty, которые мы считали слишком переоцененными. К маю 1970 года купленные нами новые акции упали, а то «барахло», которое мы продали «в шорт», необъяснимым образом существенно выросло.

Это был тяжелый период. Мой новый дом был построен лишь наполовину, и нам приходилось жить в маленьком коттедже. Я помню, как подобно будильнику, еженощно просыпался в 3 часа утра буквально в холодном поту, слушал дыхание мирно спящих детей и мучительно думал о нашем портфеле. Должны ли мы закрыть свою «короткую» позицию в акциях Memorex? Нужно ли продавать бумаги Digital Equipment? Действительно ли надежна компания Recognition Equipment? Упадут ли когда-нибудь акции Polaroid? Это были самые жуткие мучения, которые я когда-либо испытывал. Они продолжались днем и ночью. Цены наших акций падали. Наш портфель умирал на моих глазах, кроме того, я боялся подвергнуться бичующей критике. Апрель и май были ужасны. Мой отец всегда не одобрял наш несколько авантюрный подход к выбору акций, выражая сомнения в том, что новые компании представляют собой реальную ценность, и предупреждал о возросшем уровне спекуляций. В конце мая я завтракал с ним в Bank of New York. Он выражал сочувствие моим неудачам, но когда я пожаловался на то, что рынок ведет себя иррационально, процитировал мне слова Джона Мэйнарда Кейнса. «К сожалению, рынки могут оставаться иррациональными дольше, чем вы можете оставаться кредитоспособными. Я советую вам контролировать свои убытки», — сказал он.

Мы выжили, но май 1970 года преподал нам такой урок, который я никогда не смогу забыть. Когда вы управляете рисками своего портфеля, вы всегда должны помнить, что существует возможность получить катастрофический результат. Рынки склонны колебаться вверх и вниз. В хорошие времена все мы действуем исходя из предположения, что ликвидность является константой, и что,

если что-то пойдет не так, как надо, мы сможем быстро закрыть убыточную позицию с минимальным ущербом. Той весной, посреди шумных политических и экономических событий, я узнал, что с началом рыночной паники мало того, что испаряется ликвидность, но и цены могут падать настолько круто, что любое решение может привести к серьезным неблагоприятным последствиям. Я понял, что при принятии решений в кризисной ситуации необходимо выбрать лучшее из худшего, но, как позднее сказал мой отец: «Пользой от вашего инвестиционного испытания огнем было то, что вы получили уроки, указывающие на опасность левереджа и на необходимость отсекаать потери. Однако не заикливайтесь на этом, иначе вы станете подобны той лягушке из рассказа Марка Твена, которая, однажды обжегшись, боялась в другой раз подойти к печи и в результате замерзла до смерти».

Большой «медвежий» рынок и ад в моем животе

Как оказалось впоследствии, 1 июня 1970 года обозначило лишь первое «дно» на долгом пути падения рынка с 1969 по 1974 год. Почти половина наших партнеров выдала нам «черную метку», как это обычно делала потерявшая доверие к своему капитану команда пиратского судна. В течение следующего финансового года рынки оживились, и при росте промышленного индекса Доу-Джонса на 29 %, мы заработали 67 % прибыли и смогли, таким образом, возместить все свои прошлогодние потери. Однако активы нашего фонда уменьшились, потому что многие инвесторы не смогли пережить трудные времена.

Кроме того, хеджевые фонды потеряли свой блеск. С 1970 по 1973 год многие хеджевые фонды потерпели крах и сторели, потому что они открывали исключительно «длинные» позиции с высоким уровнем левереджа и в результате понесли огромные потери. Другие фонды погорели на венчурных вложениях в компании, которые оказались абсолютно неликвидными, когда настал момент истины. Еще одной популярной тогда среди фондов игрой было приобретение с существенным дисконтом частных размещений общественных компаний

стак называемым приложенным инвестиционным письмом. Ценность этих компаний, как правило, была сомнительна, либо они отчаянно нуждались в финансировании. В течение несколько месяцев после приобретения хеджевый фонд повышал стоимость приобретенного актива до его рыночной цены, несмотря на то что он не мог быть продан. Позже, когда фонд получил право на продажу таких активов, оказалось, что на значительную их часть отсутствует спрос. Вхождение хеджевых фондов в акционерный капитал путем прямого инвестирования — это тема, которая сегодня меня волнует.

Весной 1972 года Morgan Stanley нашел для нас 10 млн долл. инвестиций в Европе и на Ближнем Востоке. В этой компании работали несколько моих близких друзей, с которыми я учился в Йельском университете или играл в футбольной команде Гринвича. Тогда Morgan Stanley была небольшим, очень высококачественным инвестиционным банком с невероятными финансовыми связями. Его старшие партнеры были несколько аристократичны, но они свято верили в полезность привлечения самых лучших и самых ярких личностей. В те дни Morgan Stanley не публиковал никаких исследовательских отчетов, не проводил сомнительных слияний и приобретений и не имел возможности размещать ценные бумаги. Вместо этого для каждого выпуска ценных бумаг, размещением которого он занимался, банк создавал по всей стране синдикаты региональных фирм. Большие брокерские фирмы принимали угрожающие размеры, поскольку они имели возможность проводить размещения и пытались развивать экспертизу в инвестиционном банкинге.

Для рынков ценных бумаг 1973 год был мрачным, и Morgan Stanley страдал из-за отсутствия активности на рынке размещения новых ценных бумаг. Работавшие в нем молодые партнеры, которые были моими друзьями, желали расти и совершенствоваться в новых областях. Первым шагом на этом пути, по их мнению, должно было стать развитие исследовательского направления и создание институциональной команды продавцов для получения рыночного преимущества. Я был их кандидатом, способным создать исследовательский отдел и подразделение по управлению инвестициями. В мае 1973 года они предложили мне партнерство с 3 %-ной долей за 300 тыс. долл. и зарплату в размере 50 тыс. фунтов стерлингов. Я согласился на столь

лестное предложение. В день, когда я стал частью этой компании, она имела 27 партнеров, 255 служащих и 10 млн долл. капитала. И в 1973 и 1974 годах банк Morgan Stanley работал с небольшими потерями и летом 1974 года тогдашний старший партнер Боб Болдуин своим приказом установил, что все путешествия, включая международные, должны быть только туристическими.

Фонд Fairfield Partners пережил «медвежий» рынок 1970-х годов и процветал до 1985 года, когда Рэдклифф и Мортон решили его закрыть.

Меня часто посещают три воспоминания из того времени. Первое — ощущение невероятной пустоты в животе, которое я почувствовал в тот июньский день 1965 года, когда мы потеряли 5 % в первый же день работы своего фонда. Второе — усталость и отчаяние, сопровождавшие меня на протяжении ужасного мая 1970 года. Третье — не менее ужасный сентябрь 1974 года, когда цены на бирже падали день за днем. Это выглядело, как зеркальное отображение начала весны 2000 года, когда цены на технологические акции с каждым днем улетали все дальше в космос.

Теперь вновь перенесемся в 2003 год: мы настроены «по-бычьему», но нас не отпускает напряжение, происхождение которого становится понятным из следующих выдержек из моего дневника.

26 мая 2003 года. С приближением 2 июня напряженность растет вместе с рынками. Сегодня я проснулся в 3 часа ночи и прильнув к окну лунном свете терзался мыслями о том, как мы будем инвестировать деньги после их поступления. Французы говорят, что между часом собаки и часом волка проходит итоговая черта. Это звучит романтично, но в моем случае это пробуждение просто указывает на наличие бессонницы. Меня мучает, что каждый указывает нам на то, что критически важно не потерять деньги за первые несколько месяцев работы. Это довод в пользу консервативной позиции. Вложить деньги в акции, которые после этого упадут на 10 %, было бы для нас бедствием. С другой стороны, если мы не поучаствуем в растущем «ралли», наши инвесторы будут разочарованы, независимо от того, что они говорят сейчас. Опыт показывает, что самым правильным было бы сформировать комфортные для себя позиции и придерживаться их, а не заниматься тактическими маневрами. Мы все настроены «по-бычьему», так что собираемся открыть мас-

штабные «лонги». Сегодня мы договорились о том, что каждый из нас троих до 2 июня сформирует свой вариант инвестиционного портфеля исходя из собственных представлений о размерах позиций, и что мы встретимся в воскресенье днем, чтобы обсудить подробности.

28 мая 2003 года. Похоже, мы начнем, имея стартовый капитал в 270 млн долл., не считая вклада Morgan Stanley и денег моей семьи, вместе с которыми наши активы составят 390 млн долл. Из пяти крупных источников денег, на которые мы рассчитывали изначально, реальным инвестором стал только один, да и тот вложил в нас только половину первоначально обещанной суммы. У других либо возникли юридические проблемы, либо они не укладывались по срокам. С другой стороны, было несколько очень приятных сюрпризов. Наш самый крупный инвестор, вложивший 40 млн долл., — Лондонский фонд фондов, и что самое странное, мы не можем даже вспомнить, что мы устраивали ему свою презентацию. Опыт поиска инвесторов показывает, что эйфория, возникающая сразу после проведения презентации, является эфемерной, и вы не можете рассчитывать на какую-либо отдачу. Мне льстит и одновременно пугает тот факт, что в наш фонд вложилось так много моих друзей.

29 мая 2003 года. Сегодня я проснулся рано утром и, слушая гомон древесных лягушек, снова напряженно размышлял о нашем инвестиционном портфеле. Что нам делать после роста рынка, длившегося последние три месяца? Я продолжаю обдумывать свою версию нашего стартового портфеля. Я чувствую уверенность в том, что с нашим стилем и системой инвестиционного управления за следующие несколько лет мы сможем добиться хорошего результата. В конце концов мы делали это в течение долгого времени. Более всего меня пугает то, что наша судьба зависит от того, что случится в ближайший год, точнее говоря, в следующие семь месяцев, до 31 декабря. В краткосрочной перспективе на рынке вполне может случиться какая-нибудь неприятность. В результате мы будем выглядеть неудачниками. Если по результатам первого года работы наша доходность будет низкой, капитал фонда сократится на 50 %, и потребуются несколько лет успешной работы для восстановления доверия инвесторов и привлечения новых денег. Кто знает, доживем ли мы все вместе до того времени, и какой поток критики нам

придется проглотить за этот период. Последняя из плохих новостей заключается в том, что крупный пенсионный фонд, который мы рассматривали в качестве одного из своих инвесторов, к 1 июня не собирается прекращать свои юридические мелкие придирки к условиям нашего сотрудничества. Сирил все еще болен. Сегодня прямо во время презентации в нашем офисе он потерял сознание. Действительно ли это проявление психосоматического заболевания? Акции вновь поднялись перед уикендом, а это еще более осложняет наше положение.

2 июня 2003 года. В субботу в Гринвиче я играл в теннис с Сэмом, молодым парнем, который работает в небольшом хеджевом фонде технологических акций, а в воскресенье с Филом, который уже много лет руководит собственным хеджевым фондом. Сэм умный, здравомыслящий и трудолюбивый парень. Каждую неделю он общается с 5–10 руководителями технологических компаний. Он говорит, что они все еще не видят реального роста объема заказов, поэтому он сейчас осуществляет частичные продажи. Раньше он занимался инвестициями на развивающихся рынках, но после дефолта в России переметнулся в технологический сектор. Я это называю из огня да в полымя. У него есть несколько интересных идей об инвестициях в развивающиеся рынки. Одна из них заключается в том, что местные жители в конце концов всегда получают больший доход, чем иностранцы. После паники, вызванной каким-либо политическим событием, местные жители будут радостно покупать акции по упавшим ценам. Однако не думайте, что в следующий раз вы сможете продать им ваши акции по высокой цене. Единственный подходящий для иностранных дураков способ выйти с прибылью из развивающегося рынка — это продать свои акции по более высоким ценам другим иностранным дуракам.

Фил, опытный менеджер хеджевого фонда, настроен «по-бычьи». Некоторых людей время и шрамы, полученные в инвестиционных сражениях, делают более слабыми. Но не Фила! После тенниса (он победил) мы уселись под тентом. Он сказал мне, что является самым крупным инвестором своего фонда, и что после многочисленных испытаний он пришел к выводу, что должен управлять активами фонда так, как если бы это были его собственные деньги. Другими словами, не принимать решения исходя из бизнес-соображений,

а действовать только как инвестор. Это очень своевременная мысль в свете того, что нам все время говорят о необходимости быть осторожными и при принятии инвестиционных решений прежде всего думать о том, как не потерять деньги за первые несколько месяцев работы. Я настроен «по-бычьему» и все более склоняюсь к тому, чтобы действовать в соответствии с этим настроением. Фил поймал «ралли» и с начала года поднялся уже на 25 %.

Фил — бесстрашный парень. В январе этого года, после двух неудачных лет, он решил поднять ставку своего комиссионного вознаграждения, объяснив инвесторам, что это необходимо для удержания своих лучших аналитиков, до тех пор пока фонд не достигнет высшей точки. Иначе они уйдут в другой фонд, и инвесторы могут поплатиться за свою жадность, если 2003 год окажется успешным для рынка. Некоторые из его клиентов отреагировали на это так: «Вы заработали миллионы долларов в прошлые годы, поэтому теперь вам следует хорошенько порыться в своих глубоких карманах и найти там деньги на оплату ваших аналитиков, а не обращаться за этим к нам». Тогда Фил поставил на карту весь свой бизнес, открыв огромную по объему «длинную» позицию. Теперь это решение окупилось сторицей. Фил действительно управляет деньгами своих клиентов, как своими собственными средствами.

Что касается дополнительного вознаграждения, хеджевые фонды оставляют себе 20 % от прибыли, полученной в течение года. Однако, очевидно, что если нет никакой прибыли, то нет и никакого поощрительного вознаграждения. Если фонд в текущем году фактически теряет деньги, менеджер остается без оплаты в следующем году до тех пор, пока потери не будут полностью возмещены и его инвестиционный портфель не выйдет в прибыль. Это так называемая высшая точка. Таким образом, после того, как Фил в течение двух лет работал с убытком, он получил значительный отрицательный баланс, без ликвидации которого у него не было возможности выплачивать своим сотрудникам приличное вознаграждение. Такая ситуация побуждает фонды, накопившие убытки прошлых лет, либо закрываться и реорганизовываться, начиная счет с нуля, либо выходить из бизнеса. Я считаю такую «перезагрузку» безнравственной, поскольку таким образом вы аннулируете дух вашего партнерства с инвесторами.

Однако некоторые искушенные инвесторы считают иначе, и если управляющий на протяжении многих лет показывал хорошие результаты, а затем, попав в полосу невезения, решил закрыть фонд, чтобы открыть новый, они вновь отдадут этому управляющему свои деньги при его рестарте. Такие инвесторы распространяют свою теорию о том, что рано или поздно все возвращается к своим средним значениям и на управляющих хеджевых фондов. Во-вторых, они готовы держать пари, что управляющие, делающие новую попытку, отчаянно нуждаются в вознаграждении, а значит будут лезть из кожи в попытках добиться положительного результата. Чтобы быть последовательными, эти же инвесторы, вероятно должны забирать свои деньги из тех хеджевых фондов, которые в течение нескольких последних лет имели хорошую прибыль. Фактически именно это случилось с моим другом Джефом. Он показывал хорошие результаты управления фондом в течение многих лет, а затем его фонд действительно «выстрелил», два года подряд зарабатывая 40 %-ную прибыль. И что произошло дальше? Некоторые из его инвесторов забрали деньги, *потому что он работал слишком хорошо*. Джефа это не слишком огорчило, поскольку его фонд имел достаточный капитал, но, тем не менее, это раздражало. Если вы в отличие от Джефа не бессмертны и не непотопляемы, такие повороты событий могут погубить ваш бизнес. Потерять инвесторов можно не только в том случае, если вы работаете плохо, но и тогда, когда ваш успех слишком бросается в глаза.

Итак, после обеда я отправился в Нью-Йорк. Мы временно арендовали у моего друга Джона Левина помещения на четвертом этаже здания на площади Рокфеллера. Это место было темным, обшарпанным и древним. Ковер в комнате для переговоров сильно пахнет землей. Я чувствую удушье каждый раз, когда вхожу туда. Зато у меня, Мэдхава, Сирила и Дага есть персональные маленькие кабинеты с большими окнами, позволяющими видеть через верхушки деревьев все происходящее на площади. Окна открыты, и через них с площади доносятся звуки музыки и голоса певцов. После долгих лет проведенных в запечатанных клетках небоскребов, свежий воздух и уличный шум создают очень приятное ощущение. Возможно в конце концов, у нас будет повод потанцевать в этом ярком облаке музыки.

(На самом же деле в первый год своего существования мы переезжали три раза, и каждый раз наши жилищные условия улучшались, пока наконец мы не обзавелись собственным офисом — не роскошным, но удобным, с великолепным видом на Пятую авеню. При этом степень успешности нашей работы изменилась обратно пропорционально запущенности занимаемого нами помещения. Свои лучшие сделки мы провели, сидя в грязных, пахнущих землей комнатах на четвертом этаже. Неудача никогда туда не заглядывала.)

Когда я добрался до офиса, все уже были на месте, включая нашего трейдера Фила, аналитиков и Сюзанну — нашего офис-менеджера. Атмосфера была такой же, как в раздевалке команды перед большой игрой. Вы боитесь пропустить гол в первые пять минут игры. Вы знаете, что вам необходимо расслабиться и просто начать игру, но это легче сказать, чем сделать. В конце дня Сирил, Мэдхав и я встретились в зале для заседаний и в течение нескольких часов сравнивали варианты портфелей, которые каждый из нас подготовил. Они были удивительно похожи. Интересно, хорошо это или плохо?

Позже мы втроем отправились на ужин в дешевый итальянский ресторан, размещавшийся в Рокфеллеровском центре. Мы взяли приличную бутылку кьянти, и я провозгласил: «Итак, мы либо в конце начала, либо в начале конца». Сирил сказал, что это было довольно глубокомысленное утверждение. Кьянти делало свою работу, и у меня появилось ощущение, что мы — единая команда братьев по оружию, отправляющихся на войну, — мы против рынка и всех остальных.

Боб Фаррел, мой старый друг и соратник в сражениях за инвестиционное выживание, а также лучший технический аналитик из всех, кого я знаю, потому что он понимает реальный смысл истории рынка и его тайны, прислал мне по электронной почте этот замечательный отрывок из малоизвестной и давно написанной книги («Десять лет на Уолл-стрит» Барни Винклмэна). Я распечатал три копии и вручил их каждому из своих партнеров.

Никакое обсуждение взаимосвязи биржевых цен с деловой конъюнктурой не может быть закончено без подчеркивания того обстоятельства, что в столкновении спекулятивных сил эмоции играют иную роль, нежели в процессах,

протекающих в коммерческой или промышленной сфере. На Уолл-стрит нет «Золотой середины», потому что спекулятивный механизм все приводит к избытку; даже реакции на взлете фантазии (*sic!*) и в глубинах отчаяния сопровождаются конвульсиями, которые отличают биржевую торговлю от более спокойных бизнес-сфер. Тот, кто стремится связать движения котировок с текущей бизнес-статистикой, равно как и тот, кто решительным образом игнорирует «заразность» биржевых операций, а также тот, кто не принимает во внимание технические причины взлетов и падений, должен быть готов встретиться с бедствием, потому что их суждения базируются на двумерном исследовании фактов и фигур в игре, которая фактически ведется в третьем измерении эмоций и в четвертом измерении мечтаний.

Автор, кем бы он ни был, понял главное. Биржевая игра ведется *в третьем и четвертом измерении.*

Возвращаться в Гринвич было уже слишком поздно. Мы пошли с Мэдхавом на его квартиру, где я выпил амбьен* и с горем пополам заснул на кушетке в его библиотеке. Что ж, если завтрашний день будет особенно паршивым моментом для создания основы будущего успеха, от которой он так сильно зависит, значит, таковы капризы инвестиционной жизни и таково ее придирическое к нам отношение.

Сейчас — это всегда самый неподходящий момент для вложения капитала. Трудно найти подходящее время для того, чтобы разобратся в третьем и четвертом измерениях.

* Амбьен — снотворный препарат, широко применяемый в США. — *Примеч. пер.*

ГЛАВА 8

«Ежи» всех мастей и размеров

На протяжении всей рабочей недели к стратегам, экономистам и аналитикам нескончаемым потоком со своими предложениями приходят продавцы различных активов. Некоторые их предложения могут быть интересными и даже стимулировать покупку, но по существу эти продавцы, в отличие от нас, ничем не рискуют. Они могут говорить все, что угодно, потому что у них всегда есть возможность переписать историю, если они окажутся неправы. Мы не имеем такой роскоши. Мы не можем подменить результаты своей работы. Соответственно, наиболее продуктивным для нас является общение с другими профессиональными инвесторами, которые так же, как и мы, обязаны отчитываться о результатах своей работы, и с которыми мы за эти годы по-настоящему подружился. Они не могут раскрыть нам все свои секреты, но, по крайней мере, они играют в ту же игру, что и мы, и рискуют не меньше нашего.

Работа по управлению деньгами других людей привлекает тех мужчин и женщин, кто уверен в себе и в своих интеллектуальных способностях. Поиск пищи для ума, азарт и необходимость принимать жесткие решения в ситуации неопределенности — вот что характеризует деятельность управляющего инвестиционным портфелем. Гамлеты не становятся успешными инвесторами. Поскольку результаты этой работы оцениваются, не взирая на личности, при помощи четко рассчитываемых количественных стандартов, проигравшие не задерживаются в этом бизнесе надолго. По некоторым причинам работа в хеджевых фондах особенно привлекает незаурядных личностей с определенными представлениями об устройстве мира. Далее приведены рассказы о некоторых из этих игроков, с которыми мне приходилось сталкиваться.

Чтобы быть свиньей, требуется храбрость

Тим

Сегодня к нам на завтрак прибыл Тим. Его визит нам польстил, поскольку он настоящая легенда в мире хеджевых фондов. Тим — худой, темноволосый, красивый мужчина лет пятидесяти пяти. Он говорит мягко со слабым британским акцентом, кажется невозмутимым и имеет приятные манеры. Он вырос в Кении на кофейной плантации, которой владеет до сих пор. Он очень культурный человек, эрудит. В течение большей части 1990-х годов его хеджевый фонд был лучшим в мире. Сейчас его результаты не публикуются, но они все еще блестящие. Портфель Тима настолько сконцентрирован и, кроме того, используемый им размер кредитного плеча столь велик, что результаты его инвестиций характеризуются огромной изменчивостью. Ну и что? Если вы долгосрочный инвестор, вы должны благодарно принимать высокую волатильность, ведь пятилетний составной доход в 25 % лучше, чем стабильные 10 %, но при этом вы должны стойко переносить волатильность и не паниковать при неизбежном наступлении плохого года.

Тим имеет одного секретаря, с которым он работает в тихом, просторном офисе, расположенном в зеленом пригороде Лондона. Его офис заполнен старинной мебелью, изящными восточными ковриками и фарфором. По моим предположениям, он управляет более чем миллиардом долларов, из которых половина принадлежит лично ему. На его красивом чиппендейловском столе стоит маленькая фарфоровая свинья с надписью: «Чтобы быть свиньей, требуется храбрость». Я думаю, что это подарок Стэна Дракенмиллера, который занимается чеканкой. Чтобы получать действительно большой долгосрочный доход, вы должны быть свиньей и мчаться к своей цели.

Тим занимается макроинвестициями и использует как «короткие», так и «длинные» позиции. Он изучает мир, ища инвестиционные возможности. При этом он концентрирует свое внимание на классах активов, странах и основных группах акций. Например, в один из июньских дней 2003 года, когда он посетил наш офис, он был в «лонгах» по акциям японских банков, российских и корейских компаний, а также по долгосрочным казначейским обязательствам и евро. В то же самое время, он имел объемную «короткую» позицию по доллару

США, размер которой в три раза превосходил сумму его активов. Он также держал «шорты» по акциям европейских и американских компаний-производителей основных предметов потребления типа продовольствия и напитков. Когда ему не хватает уверенности, он уменьшает свой левередж и снимает биржевые приказы. Он называет это «прибиться к берегу».

Принципы работы Тима в корне противоречат общепринятой мудрости. Он использует огромный левередж, открывает позиции сумасшедшего размера и не имеет никакой инвестиционной организации. Для этого требуются стальные нервы и большая внутренняя вера в собственные возможности. Использование кредитного рычага всегда сопровождается волатильностью дохода, а это означает, что в случае совершения ошибки у вас почти не остается возможности для маневра. Например, Тим мог с легкостью управляться с кредитом, в четыре раза превышающим собственные активы его фонда. Это означает, что если цена бумаг в его портфеле снижается на 10 %, то активы сокращаются на 50 %. Как только вы падаете больше чем на 20 %, оправиться от потерь становится очень трудно, поскольку отыгрываться приходится, отталкиваясь от значительно более низкого уровня. Предположим, что Тим потерял 10 % в цене бумаг, а, значит, с учетом кредитного плеча — 50 % стоимости своих активов. Если в следующем году он заработает 10 %, он все еще будет в убытке, составляющем 25 % от начального уровня. При тех же ценовых условиях, но при отсутствии левережда потери фонда составили бы только 1 %. Кроме того, при появлении убытков, превышающих 20 %, у управляющего чаще всего сразу начинаются серьезные головные боли.

Тим убежден, что сегодня из-за давления клиентов хеджевые фонды пытаются избегать снижений номинальной стоимости своих активов (просадок) по итогам каждого месяца. В результате они используют «стоп-лоссы» и все виды механизмов риск-контроля, которые автоматически принимают за управляющего инвестиционные решения. Большинство этих решений плохи. Они отказываются от борьбы и похваляются тем, что умеют занять на рынке нейтральную позицию. В результате они становятся краткосрочными, ориентированными на импульс трейдерами. Он утверждает, что такой подход не может устроить тех инвесторов, которые используют левередж, принимают волатильность и имеют долгосрочные взгляды. «Принимайте вола-

тельность и концентрируйте активы, — говорит он. — Диверсификация — враг результативности».

Тим делает и другой интересный вывод. «Управление инвестиционным портфелем требует уединенности, — заявляет он. — Я не могу работать с партнерами. В конце концов реализовано может быть лишь одно решение о продаже или покупке». Команды управляющих обычно находятся в поиске компромиссных решений, которые всегда будут хуже, чем решение индивидуала, мысленно сосредоточенного на одном портфеле, в котором под угрозой риска находятся его собственные деньги. Тим говорит, что он не застрахован от ошибок и часто принимает неверные решения, но, по крайней мере, процесс принятия этих решений происходит без какого-либо давления извне.

Нужно очень сильно верить в способности Тима, вкладывая капитал в его фонд, и при этом игнорировать или спокойно воспринимать огромную волатильность результатов его работы. В 2002 году он потерял приблизительно 20 % стоимости активов, а уже в 2003 году его прибыль составила более 100 %. Однажды в 2004 году он имел бумажную прибыль, равную 18 %, но закрыл позицию, только когда прибыль по ней подошла к 40 %. Я подозреваю, что у Тима есть несколько крупных инвесторов, которые были с ним в течение долгого времени, и я уверен, что он даже не ответит на обращение какого-нибудь фонда фондов. Два раза в год он пишет инвесторам письмо, в котором на одной странице излагает свои текущие взгляды на рынок. Всего одна страница! Один раз в неделю он публикует размер чистой номинальной стоимости своего фонда на защищенной интернет-странице, так что при желании его инвесторы всегда могут узнать, как идут дела.

Тим прислушивается к мнению лишь нескольких избранных инвестиционных стратегов и аналитиков. Он общается с другими управляющими и бизнесменами, которые работают в реальном секторе экономики. Я не думаю, что он читает масштабные исследования Уолл-стрит, но знаю, что он действительно просматривает и обращает внимание на диаграммы. Когда я спросил его, как он формирует свои инвестиционные идеи, его первой реакцией было недоумение. Затем, после некоторых размышлений он сказал, что весь фокус заключается в постоянном пополнении базы знаний. В какой-то момент при наступлении некоего события или при поступлении новой информации запускается мыслительный процесс, и вы внезапно обнаруживаете наличие инвес-

тиционной возможности. Вы не можете форсировать этот процесс. Вы должны быть терпеливы и ожидать его продолжения. Если продолжение не следует, «прибивайтесь поближе к берегу».

Тим обычно держит приблизительно 10 позиций и утверждает, что самый эффективный метод вложения капитала состоит в том, чтобы сделать несколько крупных ставок, на которых можно сорвать большой куш, и в успешность которых вы действительно верите. В этом случае нужно четко следовать своим убеждениям. Недавно он говорил мне, что у него открыты три позиции. Он был в «шорте» с тройным кредитным плечом по доллару США и в «лонге» на сумму, равную 100 %-ной стоимости своих активов, по японским бумагам (одна половина в банках, вторая — в биржевом индексе Японии). Кроме того, он держал в качестве страховочной позиции двухлетние американские казначейские обязательства на сумму, равную 200 % активов своего фонда. Иногда он открывает некоторые экзотические позиции; например, в настоящий момент он имеет существенные вложения в северокорейский банк и в коммерческую недвижимость в Санкт-Петербурге. Акции банка продавались за треть от своей балансовой стоимости, а недвижимость приносит 15 % дохода.

Тим непрерывно путешествует. Он очень любопытный, любознательный человек. Он работает почти как секретный агент. Например, Тим имеет крупные вложения в российских и японских банках. В связи с этим он не ограничивается организацией встреч с руководством компаний и правительственными чиновниками в Москве и Санкт-Петербурге. Напротив, учитывая, насколько Россия зависит от нефти, он в прошлом году отправился в изнурительную недельную поездку по Сибири, посещая российские нефтяные компании. При работе с японскими банками он использует множество нетрадиционных методов. Я знаю, что с топ-менеджерами двух из этих банков он поддерживает давнюю связь и летает в Токио, вероятно, четыре или пять раз в год.

Как я уже говорил, Тим считает, что управление капиталовложениями — это по существу мучительное занятие, предназначенное для одиночек, и что активные личные отношения с людьми, которые на вас работают, чрезвычайно вредны и отвлекают от дела. Все ваше внимание должно быть полностью сосредоточено на вашем инвестиционном портфеле и на событиях, происходящих в мире и на рынках.

Ваша цель — извлечение прибыли, а не построение образцовой компании или выращивание блестящих молодых макроаналитиков. Практически все успешные управляющие хеджевых фондов, которых я знаю, хотят создать наследство, организовать свой бизнес таким образом, чтобы в будущем он мог выжить без их личного участия. И часто эта навязчивая идея становится причиной их крушения.

Тим очень богатый человек, но он не любит пускать пыль в глаза. У него есть дом в Лондоне и плантации кофе в Кении. Но вот что интересно: почему Тим предпочитает зарабатывать деньги в чрезвычайно напряженной атмосфере высококонцентрированных вложений и безумно высокого уровня лeverеджа? Почему он бесконечно путешествует по таким местам, как Япония, Россия и Индия, где ему приходится жить далеко не в самых роскошных условиях? У него нет партнера, с которым он мог бы разделить свое беспокойство, а степень изменчивости результатов его работы настолько огромна, что бросает в жар даже самых эмоционально непрошибаемых клиентов. Время от времени можно услышать дикие истории о том, что Тим «попал» на огромный маржин-колл и «вынесен» с рынка. Конечно, эти слухи всегда оказываются ложными.

Единственный ответ на эти вопросы, который приходит мне в голову, состоит в том, что Тиму просто нравятся «высокооктановые» инвестиции, и я знаю, что он считает вложения с огромным риском единственно верным способом управлять деньгами. Ему должны нравиться путешествия. Этот тихий и строгий человек должен трепетать при выбросе адреналина от захватывающих успехов и быть способным спокойно пережить периоды крупных потерь. Как инвестор в хеджевые фонды, что вы предпочтете в качестве итогового результата пяти предстоящих лет? 20–25 %, которые будут стоить вам немалых переживаний, или спокойные и стабильные 10–12 % дохода?

«Бородатый пророк апокалипсиса»

Винс

Еще одного парня, которого я знал в течение многих лет, зовут Винс. Этот небольшой рассказ о нем появился после нашего совместного обеда, имевшего место прошлым летом.

Впервые я встретился с Винсом в конце 1970-х годов, когда он работал главным трейдером самого большого хеджевого фонда того времени. Затем он уволился и сейчас управляет собственным хеджевым фондом. Благодаря своему рыночному чутью, Винс всегда был гораздо больше чем просто трейдером. Его долгосрочные инвестиционные идеи всегда работали намного лучше, нежели краткосрочные. Никто не совершенен, но в активе Винса есть несколько очень точных долговременных прогнозов, и я мог бы назвать несколько громких имен тех людей, которые регулярно пользуются его советами. В 1973 году он «приговорил» акции Nifty Fifty, а в 1980 году предсказал падение цены на нефть и указал на то, что процентные ставки достигли своего максимума, аргументируя это тем, что экономическая политика Рональда Рейгана приведет к дефляции. Были у него и серьезные просчеты, особенно в отношении Японии и слишком раннего входа в технологические акции. Винс с трудом меняет свое мнение. Сейчас он управляет небольшим хеджевым фондом, капитал которого главным образом составляют его собственные деньги и средства нескольких его друзей, которые верят в его пророческие способности.

Уверен, что многие считают Винса чудаком, и, возможно, он на самом деле немного сумасшедший.

Некоторые называют его «бородатым пророком апокалипсиса», но я прислушиваюсь к его словам, потому что его суждения и о финансовой, и о социальной сфере независимы и экстравагантны, хотя иногда кажутся излишне утрированными и невообразимыми для обычных умов. Винс много читает; он ярый сторонник Пола Джонсона и его теории важности «непреднамеренных последствий». Когда доходность долгосрочных казначейских обязательств составляла 15 %, Винс предсказал ее падение, по крайней мере, до 5 %, прежде чем это произошло. Когда Доу торговался при коэффициенте P/E, равном 9, он сделал прогноз о том, что этот показатель поднимется до уровня 25. В тот момент я был согласен с направлением его мыслей, но думал, что величина указанного им целевого ориентира слишком завышена.

Винс говорит очень быстро, с большой страстью и иногда хихикает, как безумец. Он отчасти технический аналитик, отчасти историк и в большой степени мистик. Винс — грек, беженец-иммигрант. Он

никогда не учился в колледже и иногда любит казаться неотесанным. Однажды он пришел на коктейль в зал роскошного отеля и громко сказал пианисту: «Сыграйте-ка что-нибудь из Пикассо». А когда пианист изумленно на него уставился, он добавил: «О'кей, тогда что-нибудь из Рембрандта». У него густая борода, и при поцелуе в щеку, на котором он настаивает при встрече, можно довольно сильно уколотся, но меня это не слишком беспокоит. Он может быть нудным и стеснительным. Сейчас он не живет в Нью-Йорке, но вчера он позвонил мне и сказал, что у него есть для меня некое сообщение. Он был настойчив, и мы встретились за обедом в одном из тех темных дорогих французских ресторанов, где официанты имеют чувственные, аристократические лица.

Винс считает себя пророком социальных и финансовых изменений. Он верит в то, что и цены, и общество вращаются вокруг центральной точки и в конечном счете возвращаются к своим усредненным значениям, но человеческая природа является дико эмоциональной, а, значит, люди склонны к беспорядочному накоплению критической массы, что приводит к бумам и разорениям. В мире, где посредством телевидения и Интернета осуществляется вездесущая и фактически мгновенная связь, это проявляется в еще большей степени, чем когда-либо прежде. По его словам, накопленная масса излишеств лишь начала уничтожаться в 1990-е годы, вторым же этапом будет социальная и финансовая революция, которая уничтожит еще один огромный пласт бумажного богатства и преобразует общество. Винс очень набожный человек, поэтому он начинает цитировать мне Экклезиаста.

Для всего сущего под небесами есть свой сезон и свое время: время, чтобы родиться, и время, чтобы умереть; время на созревание и время для сбора урожая...

Время, чтобы плакать, и время, чтобы смеяться, время для скорби и время для праздника...

Время получать и время терять; время копить и время тратить; время разрушать и время, чтобы строить; время молчать и время говорить.

«Сейчас для Америки плохое время, — сказал мне Винс. Его глаза искрами мерцали из-под свисающих волос. — И время, чтобы

плакать. Настает время потерь. Коррупция и жадность Уолл-стрит и корпоративной Америки испоганили золотое очарование капитализма. Благодаря телевидению и Интернету люди во всем мире узнали, что капитализм и глобализация — злые системы, которые делают богатых еще богаче, а бедных еще более бедными. Все слышат, что зарплата топ-менеджеров за последние 20 лет увеличилась в 43 раза и превышает заработок среднего рабочего в 531 раз. Никто не знает, действительно ли это так, но люди верят этому».

Винс выдохнул на меня сигаретный дым (да, он все еще курит красные Marlboro). «А инвесторы теперь знают, что бухгалтеры компаний были коррумпированы, и что публикуемая ранее бухгалтерская отчетность даже флагманов американского капитализма была сфальсифицирована героическими топ-менеджерами с тем, чтобы они могли подороже реализовать свои опционы. Даже некоторые из лучших компаний подписывали филькины грамоты и содержали аналитиков, которые были лгунами. Брокеры оказались заложниками, брошенными на съедение волкам. Инвесторы всегда знали, что Уолл-стрит — это казино, но они думали, что там, по крайней мере, играют по правилам. Они ошибались, это была гигантская жульническая схема, в которой они играли роль жертв. Люди не собираются прощать и забывать через год или два нанесенные им раны. Это долгосрочный, а не циклический процесс».

«Да, — сказал я, — но все, что вы сейчас говорите, уже звучало на телевидении, было напечатано в передовицах газет и в основном утратило свою актуальность. Все это было причиной снижения фондовых рынков в течение трех последних лет подряд. Это вчерашние новости».

Винс разразился своим резким смехом. «Правильно, — наконец сказал он, — но вторичные последствия еще не проявились. Инвесторы, вложившие свои деньги в открытые фонды акций во время самого сильного в истории «бычьего» рынка, получали по 6 % в год, тогда как S&P рос на 17 %, потому что людям *говорили*, что рынок перегрет и дорос до своего предела. Теперь же многие фонды акций упали на 50 % от своих максимумов; технологические фонды потеряли 70 %. Гретхен Моргенсон в *Нью-Йорк Таймс* ведет крестовый поход против компаний управления инвестициями, управляющих портфелями, и директоров фондов. Все только начинается. Юристы,

обслуживающие групповые иски, будут рыть землю и находить любой мусор. Они заработают на этом большие деньги. Затем начнется фаза искупления. Пока ее время еще не пришло. Потребуется целое поколение, чтобы восстановить доверие. Не забудьте, что в 1970-е годы американские открытые фонды потеряли 50 % от максимального размера своих активов, а японские взаимные фонды потеряли 90 % своих активов между 1990 и 2000 годами. Последствия этого громадного долгосрочного “медвежьего” рынка только начинают проявляться.

Кроме того, бедствие ожидает пенсионные фонды. Персональные пенсионные счета множества людей безнадежно недофинансированы: они представляют собой бомбу с часовым механизмом. Это последствие “пузыря”. Нас ждут судебные процессы против банкиров и брокеров, которые будут продолжаться вечно и уничтожат огромную часть капитала. Акции обвиняемых будут продаваться со скидками к балансовой стоимости, а не с премиями, как раньше».

Я с дрожью подумал об акциях Morgan Stanley, которые я все еще имел. «Я понимаю ваше беспокойство, — я старался говорить спокойно, — но апокалипсис, о котором вы говорите, не случится, если фондовые рынки не продолжат долгосрочное падение. Легко кричать о крушении, когда цены падают, и ситуация выглядит ужасно, но, как говорит Уоррен Баффет, держать пари против Америки никогда не было разумно».

«Баффет стал марионеткой влиятельных кругов, — ответил Винс. — Акции будут падать еще долго. Они все еще слишком дороги. Американская экономика будет пребывать в спячке в течение многих лет: слишком большой долг, слишком малые сбережения, неадекватные условия для изъятий. Следующая проблема — жилая недвижимость. Люди берут краткосрочные займы, чтобы вложить капитал на долгий срок, рефинансируясь главным образом с помощью ипотечных кредитов с плавающей ставкой. Когда краткосрочные ставки повысятся, платежи в счет погашения задолженности взлетят, а цены на жилье упадут. В итоге потребители пострадают вдвойне: и от увеличения расходов, и от сокращения доходов. Это вызовет кризис цивилизации и начало крушения американской империи.

Кроме того, еще один “пузырь” собирается взорваться. Существующие цены на дома росли на 7–8 % в год. Стоимость роскошной

недвижимости от Парк-авеню до Беверли-Хиллс и от Саутгемптона до Эспина рухнет. После каждого взрыва финансовых “пузырей”, случавшегося в истории, бумажное богатство всегда испарялось. Оно было создано из ничего и будет развеяно подобно туману на ветру. Цена средней квартиры класса люкс в Токио упала с 1,2 млн долл. в 1990 году до 250 тыс. долларов в прошлом году. В 1930-х годах цены на произведения искусства снизились на 80 %. Цены на восточные ковры рухнули. Эффект отсроченной обратной реакции срабатывал всегда. Почему на этот раз должно быть по-другому? На то, чтобы вторичные последствия проявились, требуется время, особенно учитывая, что центральные банки решительно срезают процентные ставки и затопляют экономику ликвидностью. Но последствия могут быть только отложены, но не предотвращены. Через три года американская экономика будет пребывать в депрессии, S&P 500 будет равен 500 пунктам, и в Америке произойдет революция, может быть, фашистская, подобная той, что случилась в Германии в 1930-х годах».

«Винс, вы снова впадаете в сумасшедшие крайности, — усмехнулся я. — Вы предсказали девять из последних трех “медвежьих” рынков. Апокалипсиса не будет. Сейчас американская социально-экономическая система самая гибкая и приспособляемая в истории. В распоряжении властей имеется достаточно финансового и денежно-кредитного оружия, и они не будут сидеть сложа руки и наблюдать крах американской экономики. Кризисы, подобные тем, что имели место в Соединенных Штатах в 1930-е годы и в Японии в 1990-е, были следствием не только лопнувших фондовых “пузырей”; их первопричина кроется в главных политических ошибках. Федеральная резервная система может допустить ошибку, недооценив серьезность ситуации, но худшим результатом этого будет стагфляция, а не депрессия и дефляция».

«Слишком поздно! Я еще ни слова не сказал об экономическом воздействии усиления террористической угрозы. Оспа, ядерные взрывы, террористы-смертники на улицах...»

«Не продолжайте. Я могу себе представить. И что вы предпринимаете по этому поводу?»

«Я храню 550 тыс. долл. в золотых монетах в сейфе в крупном нью-йоркском банке, но меня терзают опасения. Серьезный террористи-

ческий удар может повредить источники энергии, и я не смогу войти в хранилище, чтобы забрать свое золото. Кроме того, эти крупные банки настоящие шлюхи. Потом, даже если я смогу войти в хранилище, при том хаосе и мародерстве, которые будут царить на улице, найдутся головорезы, которые тут же отберут у меня мое золото. Так что лучший страховой актив — армейская винтовка и консервы или, возможно, дом в Новой Зеландии».

Недавно я снова встретил Винса. Его мнение существенно не изменилось. Он признает, что поторопил события, но апокалипсис все равно неизбежен. Почему я слушаю Винса? Во-первых, потому что мы должны представлять себе сценарий Судного дня. Мы должны, по крайней мере, держать его в памяти с тем, чтобы подготовиться и вовремя отреагировать при появлении первых признаков надвигающегося бедствия. Однажды Винс сказал мне: «Вы, коренные американцы, жили в уникальном Золотом веке. С вами ни разу не случилось ничего плохого. Мы — дети европейских беженцев — реалисты. Мы знаем, что невообразимые катастрофы все же случаются». Во-вторых, этот парень сделал несколько точных прогнозов, и, к сожалению, в том, что он говорит, есть доля правды. 1930-е годы были очищающими. Повторение не невозможно. Иногда я подумываю о создании личного золотого запаса. Для меня это необычно. Золото — это вложение с отрицательным доходом и с низкой инвестиционной стоимостью, цена которого определяется главным образом тем, что существует опасность инфляции и возможность войны.

Я воспринимаю Винса как музыкальный фон. Все время, пока я занимаюсь инвестициями, находились сумасшедшие, которые без устали провозглашали возможные, но очень маловероятные сценарии наступления Судного дня, войны, чумы или финансового краха. Кроме того, всегда существует малая вероятность каких-то ужасающих событий, подобных 11 сентября 2001 года, или эпидемии птичьего гриппа, но вы не можете управлять деньгами, если все время ожидаете чего-либо подобного.

Парень Джулиана

Летом 2003 года я вместе с семейством прилетел на личном самолете Джулиана Робертсона в Сан-Вэлли на пикник.

Джулиан — мой большой, замечательный друг. В течение многих лет он управлял одним из самых успешных хеджевых фондов всех времен под названием Tiger. Теперь он управляет собственными деньгами и выращивает новые хеджевые фонды. Другими словами, он находит молодых умных управляющих, финансирует их на сумму, скажем, в 10–20 млн фунтов и предоставляет им свои офисы. За финансирование и обеспечение инфраструктурой и помещениями он получает долю от их комиссионного вознаграждения, которая, возможно, составляет 20 %. Он также пытается создавать благоприятные условия, в которых эти молодые «тигрята» могли бы генерировать инвестиционные идеи. Джулиан по своему характеру идеально подходит на роль создателя подобной атмосферы, поскольку он очень открытый и дружелюбный человек.

В самолете Джулиана был один из его новых протеже. Этому парню немного за 20, он привлекателен, уверен в себе и очень общителен. Он окончил Гарвард, а затем Школу бизнеса при нем. С тех пор вся его деловая жизнь была сосредоточена в бизнесе хеджевых фондов (его жена тоже работает трейдером в другом хеджевом фонде). Сначала он работал в фонде, созданном другим бывшим «тигренок», а затем при поддержке Джулиана организовал свой собственный фонд. Он сумел заработать прибыль на «медвежьем» рынке 2000–2002 годов, и теперь, по словам Джулиана, инвесторы с удовольствием вкладывают в него деньги.

Этот парень управляет «длинно-коротким», рыночно-нейтральным фондом с капиталом 500 млн долларов. *Нейтральность* фонда означает, что он регулирует свои «лонги» и «шорты» с учетом волатильности и сохраняет свою зависимость от рыночной конъюнктуры на очень низком уровне. Другими словами, такой фонд может быть в «лонге» на 80 % от размера своих активов и в «шорте» на 60 %, таким образом, чистый размер зависимой от рынка позиции составит 20 % от капитала. В его фонде работают семь аналитиков, концентрирующих свое внимание на средних и мелких компаниях, которые они выворачивают наизнанку. Они продают акции тех компаний, которые считают слабыми, переоцененными и мошенничающими с финансовой отчетностью, и покупают акции, которые разумно оценены и имеют солидные фундаментальные показатели. Он сказал мне, что сейчас они держат «короткие» позиции по приблизительно

70 акциям и «длинные» по 30. Я слышал лишь несколько названий из тех, что он отбарабанил. С начала года их инвестиционный портфель пока показывает слабый результат и имеет небольшой убыток.

Он был очень откровенен и рассказал мне, что во II квартале 2003 года, когда индекс S&P 500 поднялся на 10 %, он был на 35 % активов в «лонгах». В течение квартала акции, которые он купил, подорожали на 11,5 %, а те, по которым он был в «шорте», тоже поднялись в цене на 24 %, так что в результате он заработал только 2 %. Почему же он продолжал держать «короткие» позиции, если их результаты были настолько паршивы? По его словам, это произошло не потому, что его аналитики оказались неправы, а потому, что выбором акций для покупки и продажи занимаются слишком многие, и они переваливают ответственность друг на друга, особенно когда речь идет о закрытии «короткой» позиции. Компания может быть в кризисе, но если вы имеете слишком объемную «короткую» позицию по ее акциям в тот момент, когда рынок растет, у вас может возникнуть желание закрыть свой «шорт». Аналитики вообще не помогают в определении момента рыночного разворота. Он также сказал, что был настолько разочарован результатами работы такого многочисленного штата аналитиков, что стал управляющим аналитического отдела, вместо того чтобы заниматься выбором акций и инвестициями, что, по его мнению, гораздо более соответствует его желаниям и способностям. Это был очень интересный разговор.

Как найти смысл среди «шума» и «лепета»

Талеб

Сегодня я поднялся на 3200 шагов по вьющейся тропе, ведущей на Лысую гору. В тишине и спокойствии, присущих природе штата Айдахо, я шел и размышлял о нашем инвестиционном портфеле. Нет ничего лучше для раздумий в одиночестве, чем прогулка в горы.

Вероятно, самая большая интеллектуальная проблема, с которой должен бороться инвестор — постоянное нагромождение «шума» и «лепета». «Шум» — это посторонняя, краткосрочная информация, которая является случайной и в основном не способствующей формированию инвестиционных решений. «Лепет» — это болтовня и набор

мнений более или менее знающих специалистов, а также имеющихся в большом количестве «говорящих голов». Основная задача серьезного инвестора состоит в том, чтобы извлечь суть из этой подавляющей массы информации и мнений, знание которой необходимо для принятия инвестиционного решения. В дальнейшем это, возможно, приведет к появлению мудрости, которая должна обеспечить доходность — единственную вещь, которая имеет значение. Для общения с клиентами очень полезным качеством управляющего является умение с уверенностью произносить умные вещи, но чаще всего наших инвесторов ни на йоту не волнует вопрос о том, насколько хорошо мы осведомлены и насколько членораздельно высказываем свои мысли. Их заботят показатели нашей работы. Контроль над информационным наводнением и подавление «шума» в эпоху Интернета стало еще более трудной задачей из-за того, что объем доступных данных возрос в геометрической прогрессии. А «лепета» хватало во все времена.

«Шум» и «лепет» могут быть очень опасны для вашего инвестиционного здоровья, но значительная часть информации часто распространяется с самыми лучшими намерениями. Как управляющему, мне приходится ежедневно иметь с этим дело. Парень по имени Нассим Николас Талеб, управляющий хеджевым фондом, написал книгу «Обманутый хаотичностью», в которой приведено много проницательных мыслей о «шуме» и «лепете». Одна из основных заключается в том, что мудрый человек слушает, чтобы получить знания, дурак же получает только «шум». Древний поэт Филостратус сказал: «В отличие от богов, знающих будущее, обычные люди ощущают лишь настоящее, но мудрые чувствуют то, что собирается произойти». Более современный греческий поэт Кавафи написал:

При погружении в раздумья
Порой снисходят звуки свыше,
Которые в привычном шуме
Никто на улице не слышит.

Я встретил Талеба только однажды, и это было на Медисон-авеню. На суперобложке его книги написано, что он является основателем Empirica Capital, «фирмы, занимающейся поиском кризисных

хеджевых фондов». «Обманутый хаотичностью» — серьезная, высокоинтеллектуальная книга, требующая тщательного изучения. Время от времени ее снисходительный тон вызывает ощущение того, что автор обнаружил инвестиционный священный Грааль. Но на самом деле нет никакого Грааля, и космополитический тон лишь сбивает с толку. Однако книга содержит несколько действительно важных идей.

Так, автор объясняет различие между «шумом» и полезной информацией на следующем примере.

Предположим, что есть превосходный инвестор, который может заработать на 15 % больше доходности казначейских обязательств с 10 %-ной годовой волатильностью. Анализ стандартного отклонения показывает, что приблизительно в 68 случаях из 100 результат его работы будет попадать в диапазон между +25 и +5 %, а 95 результатов попадут в интервал от +35 до -5 %. В действительности, этот инвестор имеет 93 %-ную вероятность получения сверхприбыли в любом году. Однако, как видно из табл. 8.1, с уменьшением временного интервала вероятность получения сверхприбыли резко сокращается.

Таблица 8.1
Вероятность получения сверхприбыли (%)

Временной интервал	Вероятность
Один год	93
Один квартал	77
Один месяц	67
Один день	54
Один час	51,3
Одна минута	50,17

Это — стандартное изменение вероятности в рамках метода Монте-Карло. Однако Талеб сделал важное наблюдение: почти все инвесторы испытывают больше боли и мучения от потерь, чем удовольствия от прибыли. Мука сильнее, чем экстаз. Я не знаю, почему, но это так. Возможно, это объясняет, почему инвестиционный бизнес порождает ненадежность.

Но, как свидетельствует таблица 8.1, пока инвестор сосредоточен на ежедневной или даже ежеминутной доходности своего инвестиционного портфеля, время боли критически увеличивается, а время удовольствия сокращается. Это особенно плохая динамика, учитывая, что мгновения боли более остры, чем периоды удовольствия. Проблема в том (и Талеб не говорит об этом), что инвестиционная боль вызывает беспокойство, которое, в свою очередь, может привести к тому, что инвесторы будут принимать плохие решения. Другими словами, непрерывный контроль над показателем доходности не способствует ни поддержанию вашего умственного здоровья, ни благосостоянию вашего портфеля, даже при том, что разработчики современных систем управления инвестиционными портфелями упорно продвигают свой товар. Некоторые хеджевые фонды непрерывно публикуют данные о своих прибылях и убытках. Предполагается, что они круглый день следят за этим показателем. Талеб утверждает, что они, вероятно, добились бы большего успеха (и были бы более счастливы), если бы подводили только ежемесячные или даже ежегодные итоги своей работы. (Я искренне полагаю, что это спорное утверждение. Подведение ежедневных итогов не означает, что вы находитесь во власти этих цифр.)

Большинство инвесторов думает, что они действуют рационально, но фактически они склонны тонуть в хаотичности и терпеть эмоциональную пытку краткосрочными колебаниями показателя доходности своего портфеля. Талеб говорит: «Когда я вижу, что инвестор следит за биржевыми ценами в режиме он-лайн, получая котировки на свой телефон или “наладонник”, это вызывает у меня улыбку». Иными словами, выключите свой Bloomberg. Когда инвестор сосредоточивается на кратковременных колебаниях, он или она видит изменчивость портфеля, а не его доходность, короче говоря, происходит «обман хаотичностью». Наши эмоции не приспособлены для того, чтобы действовать в соответствии с этим ключевым положением, но, будучи инвесторами, мы должны уметь контролировать свои эмоции. Это не просто, и Талеб признает это.

Талеб говорит, что он старается делать это, ограничивая себя и обращаясь к информации только в редких случаях. «Я предпочитаю читать поэзию, — говорит он. — Мне просто необходимо размышлять где-нибудь на скамейке в парке или в кафе, но я могу заниматься

этим только вдали от источников информации». Он считает, что лучше читать *The Economist* от корки до корки один раз в неделю, чем *Wall Street Journal* каждое утро, при этом он имеет в виду как периодичность, так и значительное различие в интеллектуальном содержании этих изданий. «Мое единственное преимущество в жизни, — пишет он, — состоит в том, что я осознаю наличие у себя некоторых слабостей и, в первую очередь, я понимаю, что не могу наблюдать за изменениями показателя доходности своего портфеля, оставаясь при этом хладнокровным». Однако если вы собираетесь размышлять сидя на скамейке в парке, вам все же придется обратиться к источникам информации, чтобы как минимум заранее закачать в свой мозг пищу для размышлений.

Как работает суперзвезда инвестиционного бизнеса?

Джейк

Несколько дней назад я долго разговаривал по телефону с одной из поистине бессмертных легенд хеджевого бизнеса. Его результаты за последние 20 лет вызывают восхищение, хотя, конечно, подобно любому управляющему, иногда он допускает ошибки. Капитал его фонда составляет сейчас около 5 млрд долл., и он практикует макропокрытие. Он торгует, вероятно, семью или восемью классами активов (такими как биотехнологии, азиатские и европейские ценные бумаги, спекулятивные облигации, бумаги развивающихся рынков и т. п.), в каждый из которых он вкладывает где-нибудь от 100 до 400 млн долл., в зависимости от собственного видения данного сектора. Джейк распределяет средства между классами активов, а его управляющие в идеале извлекают дополнительную прибыль, превышающую индекс роста в каждом конкретном секторе. Иногда Джейк покупает или продает индекс, чтобы застраховать портфели своих управляющих. Но если кто-то из его менеджеров не справляется с поставленной перед ним задачей, его немедленно увольняют. Джейк известен как жесткий, но справедливый и щедрый начальник.

Если окинуть взглядом мир хеджевых фондов, можно сделать вывод, что там имеется примерно полдюжины суперзвездных инвесторов, множество просто хороших профессионалов и много тех, кого можно назвать подмастерьями. Суперзвезды, подобные Джейку, управляя собственными хедж-фондами, обеспечивают стабильную и долгосрочную доходность, превышающую рост значений индексов на несколько сотен пунктов с учетом выплаченного вознаграждения, что является весьма выдающимся результатом. Что касается подмастерьев, они могут иметь случайные взлеты в какой-то период, но они не могут стабильно превосходить индексы. Им свойственно быстро «сдуваться».

Это не подразумевает, что подмастерья — некомпетентные или плохие люди. Обычно это яркие личности с красивой речью, они хорошо одеты и часто просто очаровательны. Кроме того, они имеют привычку без устали болтать на инвестиционном жаргоне. Вы не должны испытывать к ним сочувствие. Один из парадоксов этого бизнеса заключается в том, что работающие в нем профессионалы, обеспечивая доходность на уровне эталонных индексов или чуть выше, получают очень щедрое вознаграждение по сравнению со специалистами, имеющими любую иную профессию. Причина этой аномалии в том, что управление инвестициями — растущий бизнес, и подмастерья достигают доходности на уровне индекса с учетом выплаченного им вознаграждения, так что они действительно представляют для своих компаний некоторую ценность. Менеджеры хеджевого фонда могут иметь еще более возмутительные заработки, но, по крайней мере, их вознаграждение практически полностью зависит от результатов их работы. Это очень похоже на ситуацию с зарплатами профессиональных спортсменов.

Что касается суперзвезд, то относительно подлинности их блеска существуют различные взгляды. *Хорошие* инвесторы и даже большинство подмастерьев одинаково образованны, сосредоточены и активны в своей работе, так что же в таком случае приводит к образованию между ними различий? Гениальность, волшебство или элемент удачи? Мне кажется, Уоррен Баффет был автором провокационного сравнения между суперзвездными инвесторами и финалистами в гипотетическом национальном чемпионате по игре «орел-решка». Это выглядело примерно так.

Предположим, что все жители Америки были бы вовлечены в соревнование по угадыванию исхода подбрасывания монеты, где все соперники, внеся по 10 долл., могут рассчитывать на денежный приз, который будет разделен среди 8 четвертьфиналистов. Вы только подумайте! 200 млн участников борются за приз в 2 млрд долл. Уже через неделю вокруг этих соревнований закрутилась бы нешуточная интрига. После шести месяцев непрерывных состязаний осталось бы 32 соперника, каждый из которых имел бы в своем активе около 25 правильных предсказаний подряд. Вообразите шумиху, которая была бы создана в СМИ по этому поводу.

К этому моменту началось бы сумасшествие. Бизнес-издания были бы полны описаний восхождения к успеху некоторых из соперников, другие получили бы приглашения на ток-шоу, где за гонорар в 50 тыс. долл. они бы рассказывали о своих уникальных методиках, позволяющих предугадать движение монеты в воздухе, и о своем мистическом подсознательном предвидении того, на какую сторону она собирается приземлиться. Некоторые написали бы книги с названиями типа «Как заработать миллионы на подбрасывании монеты» или «Почему Иисус сделал меня победителем». Тем временем сердитые профессора печатали бы в *Wall Street Journal* свои статьи об эффективности рынка подбрасываемой монеты, играх с нулевой суммой и о том, насколько это соревнование подчиняется теории случайных блужданий. Конечно, участники чемпионата ответили бы на это вопросом: каким образом 32 человека из нас сумели ни разу не ошибиться? Всю неделю перед проведением 1/16 финала его участники пользовались бы повышенным вниманием со стороны представителей противоположного пола, а некоторые из них занимались бы тем, что приценивались к лыжным домикам в Эспине и домовладениям во Флориде.

Насколько я помню, в этой несколько утрированной аналогии финалисты вышеописанного чемпионата уподоблялись суперзвездам мира инвестиций. Другими словами, даже в таком соревновании, проводимом по системе плей-офф, по определению должны быть победители. Они не являются блестящими или одаренными людьми; они лишь последовательно удачливы в том, что имеет в своей основе случайные совпадения. То же самое относится и к миру инвестиций. Чем еще можно объяснить различия в результатах, когда все игроки настолько одинаково подготовлены? Уровень знаний, интеллект или любые другие имеющие значение

уникальные характеристики суперзвезд не лучше, чем у других. Подмастерья ходят на те же самые встречи, общаются с теми же самыми аналитиками, читают те же самые научно-исследовательские отчеты, и, вероятно, большинство из них трудятся одинаково усердно.

У меня есть на этот счет иная теория. Суперзвезды походят на древних объездчиков лошадей. Во все века, пока люди пытались приручить лошадей, чтобы использовать их в качестве средства передвижения, ценились сильные и быстрые скакуны. Обычно это дикие лошади, но всегда существовали мужчины и женщины, которые могли успокоить и оседлать даже самых норовистых из них. Никто не знал, как им это удастся, а они сами никогда не раскрывали своих секретов, а возможно, и не могли этого сделать. Носили ли они в своих карманах волшебные снадобья из высушенных при лунном свете лягушек, или же действительно обладали божьим даром, как и некоторые звезды бейсбола? Некоторые люди, видевшие их за работой, говорили, что это было волшебство; другие называли их шаманами и шарлатанами в лучшем случае, а в худшем — ведьмами. Некоторые из них разбогатели, другие, вероятно, были сожжены на костре в Средние века.

Я вовсе не считаю, что суперзвездные инвесторы хоть чем-то похожи на тех случайных победителей национального чемпионата по игре «орел-решка», и я всего лишь шучу, когда уподобляю их объездчикам лошадей, хотя фондовый рынок столь же дик и непредсказуем, как и необъезженный жеребец. Всегда были люди, которые умели находить общий язык с животными. Моя реальная теория состоит в том, что инвестиционные суперзвезды обладают способностью чувствовать рынки на интуитивном уровне, что дает им возможность поступать правильно большую часть времени. Так или иначе, суперзвезды таким образом обогащают свои умы пониманием и мудростью, что в результате они могут «чувствовать, что то или иное событие собирается произойти», как писал Филостратус. Это — «всевидящее око», которое Черчилль описывает в своем замечательном труде 1937 года, «Великие современники», когда говорит о Дэвиде Ллоиде Джордже, премьер-министре, не принадлежащем ни к одной из партий и обладавшем «проницательным умом».

Будучи потомком жителей уэльсской деревни, вся молодежь которой подняла восстание против местного богача Тори, разъезжавшего на четверке лошадей, он получил бесценный подарок. Это был тот самый подарок, в котором программы Итона и Баллиола всегда испытывали недостаток — благословение феи, без которого все другие подарки сразу теряют свою ценность. Он получил «всевидящее око».

Это была та настоящая глубокая интуиция, которая позволяет видеть сквозь нагромождение слов и вещей, дает смутное, но точное понимание того, что находится по другую сторону кирпичной стены, равно как и преимущество впервые вышедшему на охоту новичку перед опытной толпой. Против этого дара любые силы, знания, ученость, красноречие, положение в обществе, богатство, репутация, интеллект и героическое мужество значат меньше чем ничто.

Но вернемся к Джейку. В тот день он прочел мне лекцию о том, как следует управлять временем и бороться с «лепетом». «Вы не можете прочесть все книги и поговорить с каждым человеком», — сказал он. Хотя бы просто из-за недостатка времени. Как бы ни беспокоил вас окружающий «лепет», вы должны быть дисциплинированными и контролировать то, как вы тратите свое время. Вы не можете позволить другим делать это за вас, как это часто случается в офисной среде крупных компаний, занимающихся управлением инвестициями. Держите дверь вашего офиса закрытой, чтобы препятствовать проникновению случайных болтунов. Не отвечайте на телефонные звонки сами; поручите это своему секретарю, и пусть он записывает оставленные сообщения. Не занимайтесь чтением всего того хлама, который появляется на вашем столе или экране. Не позволяйте навязчивым продавцам заводить с вами свою болтовню. Для них это основная работа. Вы же должны быть рациональны, управляя вашим временем, и не позволять другим тратить его попусту. Иногда вам, вероятно, придется быть грубым. Возможно, вам придется перебивать людей. Вашим инвесторам до фонаря, любит ли вас продавец из Goldman Sachs или нет. Вас должна волновать только работа на благо ваших клиентов.

Не знаю, хорошо это или плохо, но Джейк известен как человек, умеющий пресекать ненужные ему беседы. Если вы звоните ему по какому-либо поводу, он слушает вас в течение нескольких минут,

ничего не отвечает, а затем просто говорит «благодарю» и кладет трубку. Собеседник при этом чувствует себя полным идиотом.

К сожалению, такое поведение иногда приводит к неприятным последствиям. Несколько лет назад Джейк купил большой дом в Уоч-Хилле неподалеку от известного пляжного клуба. Я плохо знаком с тамошними обычаями, но очевидно, что этот клуб является местом, куда приличные люди приходят, чтобы встретиться с друзьями, посмотреть друг на друга, позавтракать и поплавать. Я предполагаю, что пляж там самый песчаный, океан самый синий, а дети ведут себя более воспитанно, поскольку все они посещают частные школы. Единственный раз, когда я там был, даже официанты вели себя грубо. В любом случае, жена Джейка отчаянно хотела стать членом этого клуба, чтобы извлечь пользу и для себя, и для своих детей, которые могли бы строить свои песочные замки в компании с приличными сверстниками.

Джейк попросил своего знакомого, который являлся одним из его инвесторов, дать ему рекомендацию для вступления в этот клуб. Дело в том, что к принятию в клуб новых членов там относились очень осторожно. Специальный комитет обсуждает все кандидатуры на закрытом заседании, если можно так выразиться, и называет имена счастливицов. Если вы обладаете приличными манерами, ваши дети учатся в частных школах, и вы готовы заплатить крупный вступительный взнос, стать членом клуба для вас не так уж сложно. Однако если там есть несколько влиятельных членов, которым вы по какой-либо причине не нравитесь, ваше имя годами будет оставаться в списке очередников, и в конечном счете вы откажетесь от своей затеи. К сожалению, в случае Джейка председатель комитета по приему новых членов работал менеджером по продажам в White Shoe & Company, и Джейк уже в течение многих лет имел с ним натянутые отношения. Конечно, White Shoe & Company не сделал Джейку ничего плохого, и, в конце концов, все менеджеры по продажам любят поболтать о гольфе и бейсболе. Однако этот председатель был о себе очень высокого мнения, поскольку он являлся партнером компании, а его жена унаследовала кучу денег, и манеры Джейка его раздражали.

Впрочем, не только его одного. Другой парень, работающий менеджером в Morgan Stanley, считает Джейка необщительным человеком,

а еще один управляющий компанией, занимающейся консультациями в области инвестиций, чьи клиенты перешли к Джейку, говорит, что он высокомерен. Должно быть, ревность сыграла здесь не последнюю роль. Короче говоря, тот самый знакомый, которого Джейк просил о рекомендации, вернулся с ответом, что все вакансии заняты. Через несколько лет Джейк предпринял новую попытку вступить в клуб. На сей раз ответ был предельно четким — ни в коем случае. Ни теперь, ни когда-либо еще.

Так или иначе Джейка эта ситуация не сильно огорчила. Он очень богат, и каждый клуб любителей гольфа на Ист-Косте рад видеть его своим членом, но его жена сокрушается и сердится по этому поводу. Она все еще не может успокоиться. Она считает, что должна посещать пляжный клуб ежедневно и быть в центре событий и в курсе последней моды. Она утверждает, что та бесцеремонность, с которой Джейк ведет телефонные переговоры, серьезно мешает вхождению их семьи в местное высшее общество и влияет на развитие их детей. Периодически это делает жизнь Джейка невыносимой.

Арт

Прошлой зимой во Флориде я играл в гольф с несколькими парнями, работающими в хеджевом фонде. Одного из них звали Арт. Это человек, к которому я испытываю большое уважение. Арту что-то около 55 лет, он богат, и, кроме того, он очень симпатичный, непретенциозный человек. Он управляет 4 млрд долл. и осуществляет глобальные инвестиции, используя «длинные» и «короткие» позиции. Он обладает тихим голосом, любит точность, очень уравновешен и дисциплинирован. Как инвестор он имеет склонность к анализу и продумывает каждый свой шаг и все его последствия. Кроме того, у него репутация хорошего, справедливого руководителя, который может повести за собой, не поднимая голоса. Фактически он говорит настолько тихо и настолько аналитически подходит к решению любой проблемы, что практически невозможно вообразить его теряющим самообладание или повышающим на кого-то голос.

Я смотрю на Арта с трепетом, поскольку результаты первого года его работы были ужасны. Когда он открыл свой фонд примерно

12 лет назад, его собственный капитал был очень небольшим, и он подвергал огромному риску свою карьеру и семью. Арт привлек для своего фонда 50 млн долл., что было совсем неплохо для того времени. На первых же своих сделках он потерял 25 %. Он неправильно определил направление рынка, и обстоятельства сложились не в его пользу. Половина его клиентов забрали свои деньги, и каждый из них думал, что с Артом покончено. Но он зацепился и в следующем году показал поразительную прибыль в 82 %. В следующие 10 лет он обеспечивал своим инвесторам 20 %-ный чистый доход, и капитал его фонда вырос до 2,5 млрд долл.

В 2001 году Арт понес небольшие потери, а в 2002 году он потерял 15 %. И вновь половина денег из его фонда сбежали домой к маме. Представляете? После десятка прибыльных лет половина капитала дезертирует при первых признаках опасности, при первых потерях, которые вовсе не были значительными, учитывая тогдашнюю рыночную ситуацию. Арт, сжав зубы, добился высоких результатов в 2003 и 2004 годах, и, конечно, «блудные инвесторы» поспешили вернуться обратно.

Арт играл в гольф очень старательно, но он начал играть слишком поздно. Он один из тех медлительных игроков в гольф, которые даже перед тем как выполнить прямой удар делают пять тренировочных взмахов. Он продумывает свои удары так тщательно, как будто играет в заключительном раунде национального чемпионата. Он вводит статистические параметры игры типа количества ударов в каждом раунде, в котором участвует, в свой карманный компьютер и доигрывает каждую лунку, независимо от того, сколько дополнительных ударов для этого понадобится. Так или иначе, в нашем совместном раунде он играл вполне прилично. Когда мы добрались до 14 лунки, которая располагалась за водоемом, Арт сделал плохой удар, и его мяч упал в воду. Сжав зубы, он объявил, что он собирается попробовать еще раз. Он запустил следующий мяч высоко во флоридское небо, и на этот раз тот плюхнулся в воду на 20 ярдов ближе к цели.

Арт усталился на то место в озере, куда упал мяч. Потом он взял свою клюшку и принялся лупить ею по стволу близстоящего дерева, а затем выбросил сломанную клюшку в воду. Все это он проделал, не говоря ни слова. Мы, обеспокоенные этим всплеском живых эмоций,

отвернулись и пошли дальше. На следующей лунке Арт присоединился к нам, все так же безмолвно и с мрачным видом.

После того как раунд был закончен, мы решили позавтракать. Однако Арт отказался, сказав, что хочет вернуться на поле. На улице стояла полуденная флоридская жара, но он, тем не менее, собирался потренировать свой удар. Закончив завтрак, я тоже спустился на поле. Там не было ни души за исключением фигуры Арта в дальнем конце. В тот момент Арт второй раз подряд ударил так неудачно, что его мячи не взмыли вверх, а лишь неизящно полетели параллельно земле. Арта, который не знал, что я за ним наблюдаю, внезапно охватил новый приступ ярости, сопровождавшийся все тем же самым молчаливым ломанием клюшки. Я незаметно удалился.

Я думал о том, что так заело Арта. Его хеджевый фонд процветал. Его семейная жизнь казалась прекрасной. Он имел доступ ко всем богатствам мира, включая контракт в Net Jets на Гольф-стрим-4, лыжный домик в Хамптоне, штат Юта. Я вспомнил, как за несколько лет до этого, на одном из обедов я сидел за столом по соседству с женой Арта, и она рассказала мне, что всегда может определить, когда дела в фонде Арта идут плохо, поскольку в таких случаях он становится необычно ворчливым и скрипит зубами во сне. Арт очень активный и взыскательный человек, и именно это делает его столь успешным инвестором, но сейчас было совершенно ясно, что им руководит стремление превзойти других в игре в гольф.

Возможно, это объясняется тем, что степень превосходства в гольфе, точно так же, как результаты инвестирования, является легко измеримой и сопоставимой величиной, или причиной тому то, что стремление к конкурентной борьбе и повышенный уровень самолюбия заложен в крови тех людей, чья деятельность связана с хеджевыми фондами. Но независимо от того, что является истиной причиной, остается фактом, что многие из них являются фанатами игры в гольф. Эти люди чувствуют, что и давление, возникающее при открытии рискованной рыночной позиции, и напряжение в состязании, итог которого зависит от точных и выверенных ударов при прохождении 18 лунок, так или иначе служат испытанием их характера. И поддержание доходности, и хорошая игра в особенно

напряженные моменты соперничества служат им доказательством их правоты и крепости нервов.

Кроме того, кого бы вы предпочли иметь в качестве управляющего вашими деньгами, парня, который способен хладнокровно попасть в 18 лунку длинным ударом, или того, кто в критический момент несколько раз промахивается с короткого расстояния? «Изящное сопротивление» — известное определение храбрости, данное Хемингуэем. Очевидно, что сходный менталитет имеют и многие топ-менеджеры компаний. Лидеры корпораций постоянно стремятся принять участие в основных соревнованиях по гольфу. Кроме того, чистых сердцем поклонников игры ждут поля Шотландии и Сан-Андреаса, а также клубы Ройаля и Антьена.

Любители гольфа всегда утверждали, что вы больше узнаете о характере и душе человека, пройдя с ним бок о бок 18 лунок, нежели проводя в деловом сотрудничестве несколько лет. Я искренне полагаю, что это создает своеобразное братство, но поскольку я предпочитаю теннис и слабо играю в гольф, я не являюсь его членом. В любом случае, то, что многие парни из хеджевых фондов фанаты гольфа, является фактом. В определенный момент времени, при достижении ими достаточного уровня благосостояния, гольф становится, если не брать в расчет семейные отношения, самой важной вещью в их жизни.

В конце концов, как только ваш личный капитал достигает 500 млн долл., накопление следующих 500 млн не вносит существенных материальных изменений в ваш стиль жизни и общее ощущение счастья. Конечно, вы можете занять больше домов, больше компаний, собственный самолет, но все эти дополнительные приобретения только усложняют вашу жизнь. Вы можете возразить, что следующие 500 млн могут быть вложены в ваших детей и повысить ваше реноме главы семейства. Действительно, деньги создают фундамент, но где-то там, на вершинах достатка существует предел, выход за который усложняет жизнь из-за увеличения вероятности грабежей, ревности, похищений и т. д.

В результате для большого количества людей, заработавших свои 500 млн долл., удовлетворение от дальнейшего увеличения благосостояния должно сопровождаться улучшением качества их игры в гольф, что выражается в уменьшении количества ударов, необхо-

димых для прохождения всех лунок. Конечно, поступление вашей дочери в Гарвард, или вхождение вашего сына в состав футбольной команды вызывает положительные эмоции, но со временем они теряют свою остроту. Это не означает, что парни из хеджевых фондов не любят свои семейства. Вовсе нет. Но вполне возможно, что в ежедневных буднях успехи в гольфе в конечном счете становятся для них столь же важными, как и результаты инвестиций их фондов.

Чтобы осознать это, далекий от гольфа читатель должен понять, что в гольфе существует четкая система показателей класса игры. Возрастной фактор имеет значение, но в основном вам не приходится состязаться с юными мальчишками. Вы не сможете действительно противостоять этим бойким говорливым подросткам. Но существует большое различие между гандикапами в девять и в два-три удара. Однако с возрастом уменьшение величины гандикапа (количество лишних ударов) становится очень трудной задачей. Игрок может брать уроки у известного профи, часами тренировать разнообразные удары, покупать лучшую в мире амуницию, но при этом не достигать заметных успехов в повышении качества своей игры. Когда вам за 50, ваше совершенствование упирается в непреодолимую стену. Однажды вечером мы всей компанией, включая Арта, сидели за столом и говорили на эту тему. Кто-то упомянул о том, что Сэм, еще один известный в хеджевом мире парень, который был посредственным игроком в гольф, все лето занимался со знаменитым тренером и возил его с собой по всему миру.

— Должно быть, это обошлось ему, по крайней мере, в полмиллиона долларов за лето, — сказал кто-то из нас.

— Ну и что, — ответил другой, — Сэм с удовольствием заплатил бы и 10 миллионов долларов, чтобы сократить свой гандикап на несколько ударов.

Я указал на то, что для Сэма 10 млн долл. — это сумма, которую он может потерять всего за один неудачный торговый день, и что реальным показателем степени желания улучшить свою игру был бы ответ на вопрос: готовы ли вы пожертвовать частью доходности вашего фонда взамен на реальное повышение класса вашей игры в гольф?

— Предположим, что дьявол прибыл к вам с предложением заключить сделку и сказал: «Я буду обеспечивать вам уменьшение вашего нынешнего гандикапа при игре в гольф на пять ударов все то время, пока вы будете отдавать мне пять пунктов доходности вашего фонда». Согласились бы вы на это? — спросил я.

Мои собеседники были заинтригованы, и поскольку мы уже выпили по несколько порций алкоголя и находились в рефлексивном настроении, они отнеслись к вопросу серьезно. А может быть, и нет, я не знаю.

— Звучит соблазнительно, — сказал Арт, — но я не пойду на это. Это было бы слишком несправедливо по отношению к моим инвесторам.

— Ну да, — усмехнулся еще один парень, который борется со своим гандикапом в 14 ударов, и чья чистая стоимость наверняка находится на полпути к миллиарду, — надеюсь, ваши инвесторы отвечают вам столь же похвальной лояльностью?

— Ну, хорошо, скажу иначе. Я — доверенное лицо, и мой отчет о работе — это мое наследство, которым я горжусь. Я не хотел бы пожертвовать этим.

— Забудьте про ваше наследство, — ответил парень. — Это же не футбольный Зал славы, куда дети могут прийти на экскурсию, чтобы посмотреть видеозаписи самых знаменитых прохождений и тач-даунов Джима Брауна или Джонни Унитаса. Мои дети выросли, моя жена сумасшедшая, быть членом попечительского совета благотворительного общества скучно, но гольф — это гольф. Я бы заключил такую сделку, не глядя.

Его ответ был осмысленным. Он уже имеет все игрушки, которые хотел бы иметь, и еще некоторые, на использование которых у него никогда не найдется времени, он уважаем коллегами и партнерами. Однако, несмотря на все его инвестиционные достижения, его игра в гольф оставляет желать лучшего, и, учитывая его возраст, он вряд ли сможет играть намного лучше. Без заметного улучшения своей игры он не имеет шансов быть приглашенным на классные турниры с приглашенными участниками, такие как «Hook and Eye», не говоря уже о том, чтобы поучаствовать в Августе. Топ-менеджеры, которые доминируют в комитетах по принятию новых членов клуба, не желают тратить свое время на рассмотрение кандидатур «грязно-

богатых» управляющих хеджевых фондов из Гринвича. Снижение гандикапа до уровня ниже 10 ударов остается единственной вещью, которую он не может купить.

Самый молодой из нас, я слышал, что он является очень хорошим игроком, покачал головой.

— Что касается меня, — сказал он. — Я бы предложил дьяволу свои условия договора. Я очень люблю гольф, но я бы согласился подписать с ним договор о том, что я никогда больше не буду играть, если он будет каждый год добавлять к полученной мной доходности пять процентных пунктов.

Его ответ меня не удивил. Его инвестиционные результаты хороши, но сильно зависимы от рыночной ситуации, кроме того, он пока еще не успел заработать значительный личный капитал.

Однако мой несколько надменный вывод состоит в том, что каждый желающий вложить свои деньги в хеджевый фонд должен предварительно поинтересоваться, какие побудительные мотивы руководят его управляющим.

ГЛАВА 9

Беспощадность долгосрочных рыночных циклов

Что делает инвестиции (и, соответственно, инвестиционный бизнес) настолько трудным и подверженным разрушениям занятием, так это беспощадные долгосрочные циклы роста/падения. Долгосрочные циклы приходятся один раз на поколение. Рыночные бумы, по крайней мере последние из них, часто длятся более 10 лет, паники по своей длительности обычно более краткосрочны, но они уничтожают жизни, благосостояния и модели бизнеса. *Циклический* происходит от слова *цикл*, который, согласно словарю Вебстера, представляет собой «повторяющийся период времени, в течение которого некоторые события или явления сами собой повторяются в одном и том же порядке».

Долгосрочные циклы и на рынке в целом, и в рыночных секторах, вносят противоречивость в деятельность крупных компаний по управлению инвестициями, если при этом доминирует *бизнес-подход*. Делать, казалось бы, рациональные вещи с целью получения краткосрочной доходности в данных условиях было бы неправильно, как с точки зрения вложений, так и с позиции долгосрочной доходности. Например, в течение 2000 года, даже на фоне взрывающегося «пузыря», сотрудники подразделения, занимающегося в Morgan Stanley управлением инвестициями и имеющего доминирующую бизнес-направленность, действовали не как инвесторы, а именно как бизнесмены: они упорно продвигали размещение новых выпусков ценных бумаг технологических компаний и фондов агрессивно растущих акций, потому что это был тот товар, который продавцы Morgan Stanley могли всучить публике. Это не было ошибкой, они поступали так, как считали нужным. Очень много частных денег было собрано и очень быстро потеряно. Прибыль от краткосрочных продаж была получена не только за счет частных средств, но и благо-

даря возникшему за долгие годы доверию клиентов и доходности инвестиционных компаний.

В другой раз эти управляющие допустили ошибку, когда весной 2003 года закрыли свой Фонд азиатских активов, который инвестировал исключительно в Азию за исключением рынка Японии. Этот фонд «сдулся» с 350 млн долл. 10 годами ранее, когда разговоры об азиатском чуде было у всех на устах, менее чем до 10 млн долл. При таком уровне активов данный фонд был явно убыточным предприятием, поэтому в краткосрочном плане решение закрыть его было правильным. В тот момент казалось, что всяческий интерес к инвестициям в Азию иссяк. Однако мелкие азиатские рынки были невероятно дешевы, экономика региона росла, и азиатские акции были перспективным вложением. Я спорил до хрипоты, доказывая целесообразность сохранения фонда, и говорил о том, что с оживлением местных рынков в фонд начнут поступать новые капиталы. Но все было напрасно. Никто не согласился со мной и с тем фактом, что они пропускают сигнал на покупку. Если бы только частные инвесторы и движимые погоней за прибылью управляющие компании могли понять, насколько неправильным является бессмысленное следование за толпой. Австралийский нефтяник Джон Мастерс очень емко выразил эту мысль в одном из своих ежегодных отчетов.

Вы должны признать, что каждый «решительный» маневр совершается в одиночку. Но если вы чувствуете себя комфортно, значит, вы не достаточно оторвались от общей массы, чтобы получить какую-либо выгоду. Сбивание в стадо основано именно на стремлении к комфорту, поскольку температура в его центре всегда выше. Но рассчитывать на большую награду вы можете лишь в том случае, когда берете на себя риск вырваться далеко вперед.

Частные деньги всегда выбирают неправильное время для входа и выхода

Заккрытие Азиатского фонда — пример того, что, по-видимому, всегда случается с открытыми специализированными фондами. Большой наплыв в фонды частных денег обычно происходит *после*, а не *до* того, как фонд преуспевает в своей деятельности, и, наоборот, клиенты заби-

рают свои деньги *после* того, как фонд начинает приносить убытки и *непосредственно перед* тем, как ситуация начинает вновь исправляться в положительную сторону. Миллиарды долларов вливались в технологические фонды в 1999 и 2000 годах, когда Nasdaq подошел к уровню 5000 пунктов. Фактически около 80 % всех частных денежных средств, которые инвестировались в открытые фонды в пиковый момент роста фондового «пузыря» весной 2000 года, вошло именно в технологические фонды. За следующие три года, когда Nasdaq рывками снижался к 1000 пунктов, инвесторы потеряли от 60 до 80 % своих денег. Вывод средств с рынка достиг своего максимума в 2002 и 2003 годах, т. е. *непосредственно перед* тем, как Nasdaq удвоился снова.

Джесси Ливермора однажды спросили, какова его инвестиционная стратегия. «Покупайте дешево и продавайте дорого», — ответил он. Толпа обычно поступает противоположным образом. Она покупает дорого и продает дешево отчасти потому, что взаимные фонды имеют всеподавляющий стимул продавать (и к черту последствия) то, что легко продать, а проще всего продать то, что совсем недавно было «горячим». Толпа никогда не учится на своих ошибках, а взаимные фонды никогда не смогут отказаться от прибыльной возможности. На самом деле люди, которые управляют взаимными фондами и продают фонды, поступают так не со зла; каждое повышение цен акций они рассматривают, как действительно отличную возможность для продажи. Конечно, это совсем не так!

Несколько лет назад уважаемая исследовательская организация Dalbar провела исследование доходности частных вложений в открытые фонды. Результаты получились приблизительно следующие. В период сильного «бычьего» рынка, который закончился в начале 2000 года, S&P 500 прибавлял в среднем по 16 % в год. Средний американский взаимный фонд акций за тот же период имел среднюю доходность в 13,8 % в год, что не удивительно, поскольку среднее значение было рассчитано на основании приблизительно 220 исходных данных. А самым ужасным открытием исследователей из Dalbar стал вывод о том, что средний инвестор открытых фондов заработал всего лишь 7 % в год. Почему? Потому что средний инвестор каждый раз выбирал неправильное время для вывода своих денежных средств с рынка или для перевода их из одного фонда в другой. Для частного инвестора слежение за состоянием

и настроением рынка было бесполезной и дорогостоящей деятельностью. Идея о том, что средний американец должен активно управлять и принимать решения по поводу инвестирования части своего фонда социального обеспечения — это безумие.

В течение 1980 и 1990-х годов американская модель взаимного фонда в первую очередь обеспечивала прибыль своим партнерам — компаниям по управлению инвестициями, брокерам и управляющим портфелями, но сильно подводила индивидуальных вкладчиков Америки. После битвы за Британию Уинстон Черчилль сказал, что страшное бедствие удалось предотвратить благодаря героизму «нескольких эскадр Королевских воздушных сил, которые сражались, в некоторых случаях уступая по численности силам Люфтваффе, в отношении один к десяти». В своей знаменитой речи Черчилль заключил: «Никогда в истории человечества такие огромные усилия не приводили к таким незначительным результатам». Крис Дэвис, президент Davis Funds и проницательный мыслитель, размышляя над скромной доходностью открытых фондов относительно роста индексов и увеличения зарплат сотрудников банка, ведающих инвестициями, убедительно отмечал: «Никогда в истории финансовой деятельности такое огромное количество людей не получало так много за столь незначительные результаты». Грустно, но справедливо. Однако история развития финансового мира доказывает, что несправедливость в конечном счете имеет тенденцию исправляться, причем мучительно.

Конечно, мрачные результаты для индивидуальных вкладчиков являются отчасти результатом и их собственных ошибок. Они просто не имеют ресурсов, знаний, возможности и времени для того, чтобы конкурировать с профессионалами. Здравомыслящие граждане не допускают мысли о том, чтобы заключить денежное пари на свое состязании с профессиональными спортсменами или играть на деньги против профессиональных карточных игроков. Почему же эта мысль должна приходить в голову в отношении работы на финансовых рынках? Однако граждане считают необходимым принимать собственные долгосрочные решения, касающиеся размещения своих активов. Это возможно в том случае, если они имеют, по крайней мере, общее понятие о долгосрочных и повторяющихся циклах и некоторые познания в области противоположных инвестиций. Средствами реализации должны быть индексные фонды.

Различия между долгосрочными и циклическими «медвежьими» рынками

Давайте начнем с определений *долгосрочных* и *циклических* «медвежьих» рынков. По моему мнению, долгосрочный «медвежий» рынок в среднем приводит к снижению цен, по крайней мере, на 40 % для основных акций, и к значительно большему снижению на акции «второго эшелона», которое длится не менее трех-пяти лет. В этом случае падение сопровождается долгим периодом застоя, который тянется в течение множества лет, поскольку излишки капитала уничтожены. В течение этого периода может возникать *циклический* рост, но пройдет много времени, прежде чем возникнет новый долгосрочный «бычий» рынок, при котором популярные средние показатели превысят старые максимумы и устремятся к новым пикам.

Напротив, *циклический* «медвежий» рынок характеризуется падением, по крайней мере, на 15 %, но меньше чем на 40 % и редко длится дольше одного года. *Паника* приводит к резкому падению за очень короткий период времени. Длительность — важная характеристика при определении долгосрочного «медвежьего» рынка, потому что время его возникновения и продолжительность — это то, что определяет модели поведения и изменяет общество. Исходя из этих определений я выделяю два имевших место в Соединенных Штатах в прошлом веке долгосрочных «медвежьих» рынка (с 1929 по 1938 годы и с 1969 по 1974 годы), по крайней мере, три паники (1916, 1929, 1987) и 25 разнообразных циклических «медвежьих» рынков.

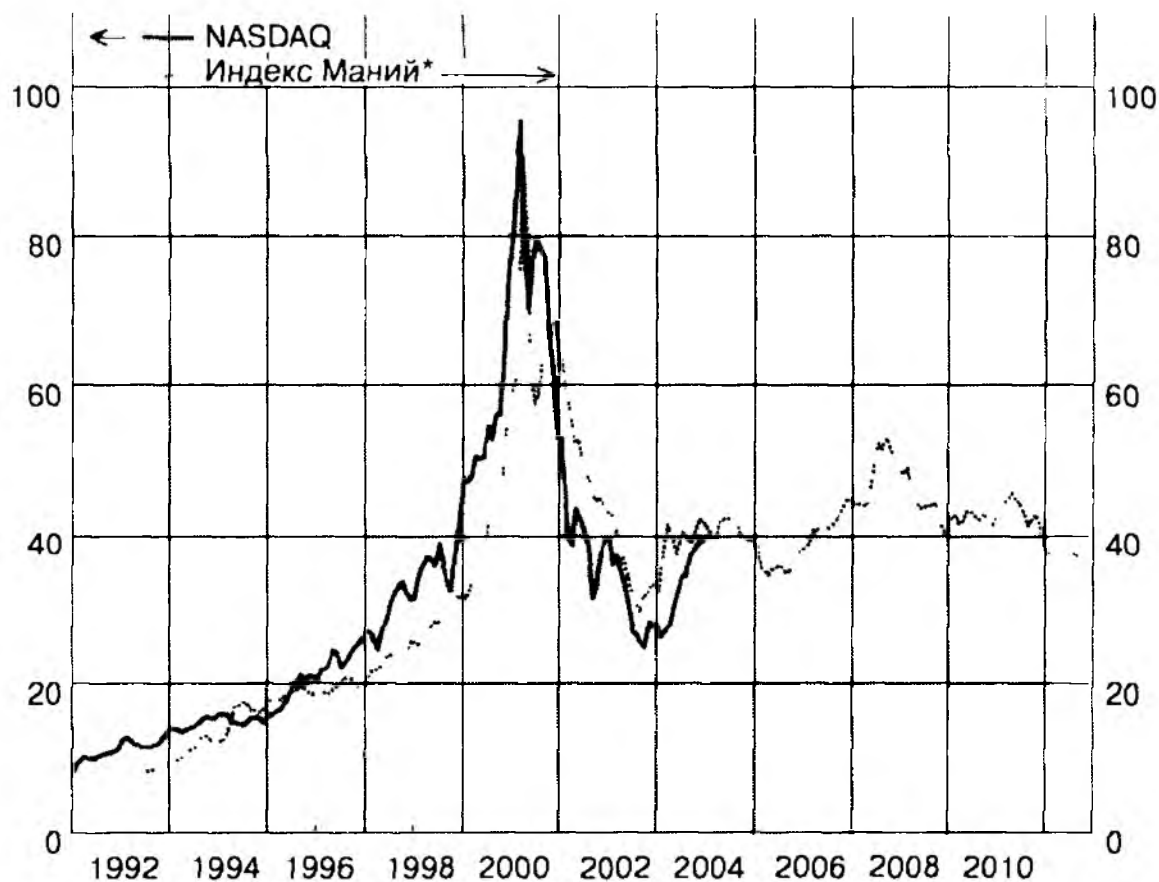
Долгосрочные циклы на американском фондовом рынке в прошлом веке можно классифицировать следующим образом: 1921–1929 годы — долгосрочный «бычий» рынок; 1929–1949 годы — долгосрочный «медвежий» рынок; 1949–1966 годы — долгосрочный «бычий» рынок; 1966–1982 годы — долгосрочный «медвежий» рынок; 1982–2000 годы — долгосрочный «бычий» рынок. Мне кажется очевидным, что очередной долгосрочный «медвежий» рынок начался в 2000 году, и что сейчас мы находимся в фазе «отскока» — циклического «бычьего» рынка в период застоя. Отсюда возникают два главных вопроса: прошли ли мы уже «дно» этого долгосрочного «медвежьего» рынка, и какова будет его продолжительность?

Я думаю, что мы уже видели «дно», но я хорошо помню жестокие уроки долгосрочного «медвежьего» рынка, имевшего место в Японии, который почти 15 лет спустя все еще дает о себе знать. Год за годом японский рынок сохранял нисходящее движение, сопровождаемое циклическими всплесками роста, каждый из которых оказывался временной передышкой на дальнейшем долгом пути вниз к новым ценовым минимумам. Множество уважаемых мной профессионалов, типа Джереми Грэнтхэма, Дэвида Свенсена и Неда Дэвиса полагают, что цены американских акций в конечном счете опустятся ниже уровней падения 2002 и весны 2003 года. Целью такого снижения могут стать уровни приблизительно 600 пунктов по индексу S&P 500 и, возможно, 6000 пунктов по промышленному индексу Доу-Джонса. Это соответствует 45 %-ному падению от нынешних уровней.

«Медведи» утверждают, что Nasdaq безупречно следует классической модели взрыва фондового «пузыря», как это показано на рис. 9.1. Я с ними согласен. Nasdaq не поднимется до уровня своих максимумов 2000 года в течение многих лет. Ну и что? Группе Nifty Fifty, бывшей в 1970-е годы аналогом Nasdaq, тоже потребовалось десятилетие, чтобы оправиться после падения. Это не означает, что мировые фондовые рынки ждут новые падения или что другие рынки не могут процветать.

«Медведи» также говорят, что их беспокоит рынок деривативов и его «жирные хвосты». Действительно, никто не знает, насколько опасна избыточная масса на этом рынке. Общеизвестно лишь то, что там сосредоточена не прозрачная ни извне, ни изнутри долговая денежная масса в сумме более 2 трлн долл. Заламывая себе руки, предрекатели конца света вопят о том, что производные на ценные бумаги — это огромная злокачественная опухоль, непреклонно растущая день за днем во всемирной кишке. По определению, производные инструменты, предназначенные для того, чтобы смягчить *специфический* риск, в то же самое время могут фактически увеличивать *системный* риск, поскольку все основные финансовые институты зависимы друг от друга. Крах фонда LTCM показал нам пугающий пример финансового опустошения, которое может возникнуть в результате закручивания смертельной спирали кредитных рисков. Это же событие доказало, что даже самые крупные математики

и гении в мире вовсе не обладают способностями безошибочно рассчитывать риски и управлять ими.



* Концепция Bank Credit Analyst, Сводный индекс пиков в золоте и серебре (1980), в индексе Никкей 225 (1989) и в индексе Доу-Джонс (1929)

Источник Global Insight

Рис. 9.1. «Пузырь» Nasdaq против своего Индекса Маний
(до января 2004 года оба индекса приведены к 100 % на пике)

Но что вы, как инвестор, собираетесь предпринять при угрозе риска возникновения апокалипсиса? Как я упоминал в разговоре с Винсом, для инвестора самым правильным поведением всегда должно быть противостояние возвращению смутных времен и отсутствие беспокойства о необходимости застраховаться от непостижимого.

Сколько пройдет времени прежде, чем на рынке акций по-настоящему начнется новый долгосрочный восходящий тренд, предположить очень трудно. Условия для такого Ренессанса состоят в том, что деньги на рынке должны быть дешевы и достаточно доступны, долговая структура должна быть дефлирована, должен существовать

скрытый спрос на товары и услуги, и, что, вероятно, наиболее важно, акции должны быть дешевы с точки зрения *абсолютных* мер оценки. Сегодня деньги дешевы и доступны, но другие условия не соблюдены. Обыкновенные акции компаний в Соединенных Штатах совсем не дешевы, но, учитывая уровень процентных ставок и инфляцию, их нельзя назвать и дорогими. Кто знает, сколько пройдет времени прежде чем акции, входящие в индексы Доу и S&P, достигнут максимумов 2000 года, и что в этом плане можно сказать относительно акций, входящих в Nasdaq? Мировая экономика во главе с Китаем и Индией, может развиваться намного быстрее, чем принято сейчас считать. Я также вспоминаю агонию долгосрочного падающего рынка начала 1970-х, когда американский фондовый рынок в течение многих лет блуждал вверх и вниз в относительно узком ценовом диапазоне.

Досадным фактом, на котором базируется мое мнение, является то, что «пузырь» фондового рынка в Соединенных Штатах и в остальном мире, образовавшийся в 1990-х, имел более тяжкие последствия, чем большинство более ранних приведших к банкротствам «пузырей». Однако пока мы еще не столкнулись с той болью и тем бедствием, которые испытала Япония в конце 1970-х годов. Даже по итогам 2005 года японские акции все еще находятся на 70 % ниже своего пика. Японские цены на недвижимость упали на 50 % и только-только начали стабилизироваться, а активы японских взаимных фондов акций упали на 95 % от своего пика, достигнутого в 1990 году. Это результат того, как долгосрочный падающий рынок влияет на индустрию финансовых услуг. Вообразите, что случилось бы с массивным американским инвестиционным бизнесом, если бы это произошло здесь! И как повлияло бы 50 %-ное снижение цен на коммерческую недвижимость?

Долгосрочные тенденции к снижению курсов в прошлом всегда возвращали рынки к уровням, на которых начинался предыдущий «бычий» рынок, или опускали цены еще ниже. Отношение цены акции к балансовой стоимости — самая устойчивая мера стоимости, потому что она не чувствительна к циклическому колебанию экономики, как другие показатели дохода. На рисунке 9.2 представлена динамика отношения цены акций к балансовой стоимости для японских акций. Ревущий «бычий» рынок и затем сумасшествие фондового «пузыря» подняли значение показателя отношения цены

к балансовой стоимости до пяти; теперь, почти 15 лет спустя, он упал до значения 1,5, которое возвращает нас к уровню 1975 года. На пике 2000 года значение этого же показателя в Соединенных Штатах также было равно пяти. Сегодня же он составляет приблизительно 2,9.

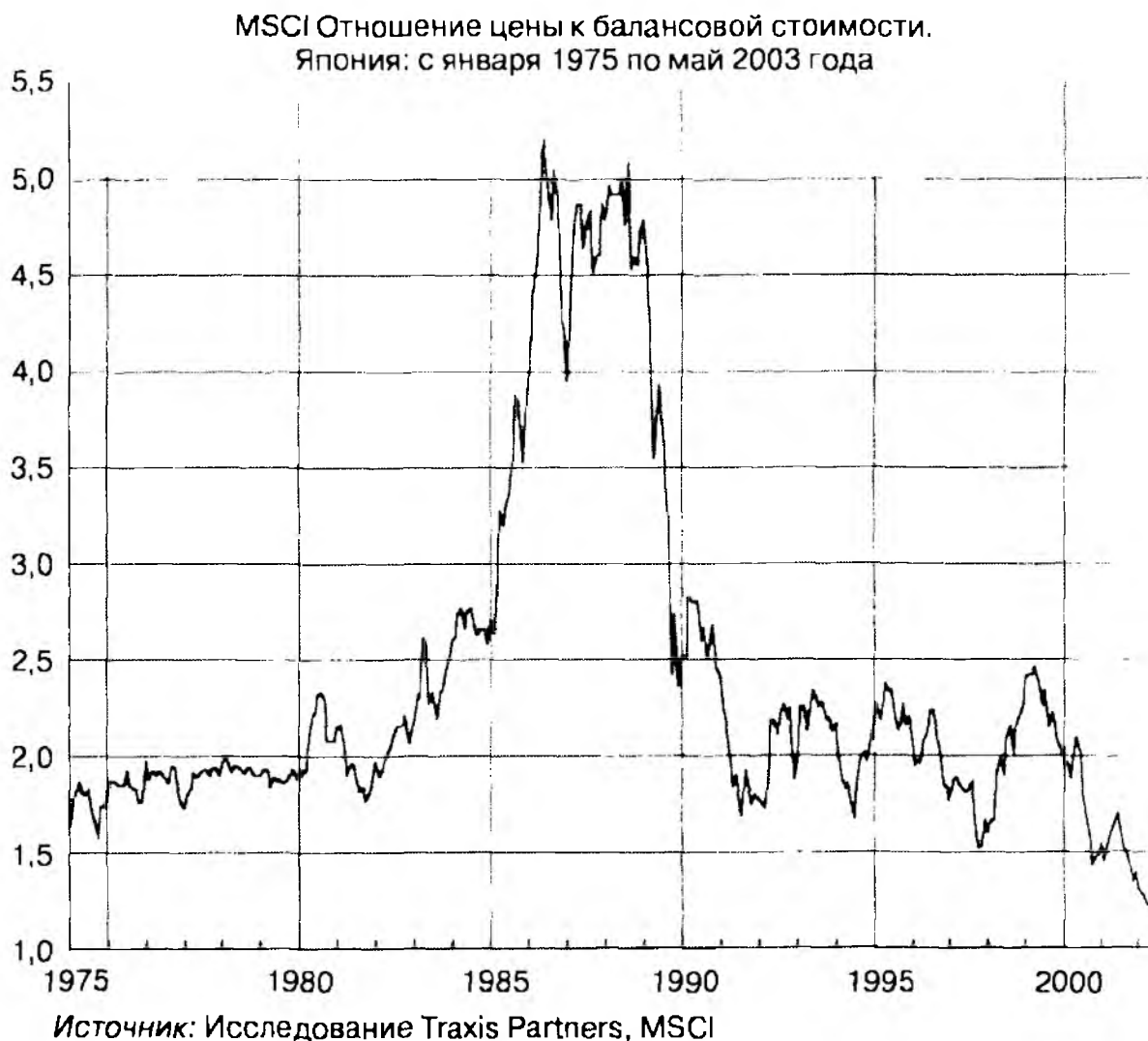


Рис. 9.2. Симметрия динамики отношения цены к балансовой стоимости вокруг взрыва японского фондового «пузыря»

«Бычий» рынок и фондовые «пузыри» Японии против Соединенных Штатов

Американские долгосрочные рынки, характеризующиеся повышением цен, существенно отличаются от японских. Рынок Соединенных Штатов в 2000 году характеризовался, прежде всего, взрывом фондового «пузыря», уничтожившим многие состояния

и причинившим ущерб экономике. Японский «пузырь» кроме акций охватывал еще и коммерческую недвижимость, чего не наблюдалось в США. В Японии цена на недвижимость к 1990 году достигла совершенно нелепых значений.

Например, стоимость одного только императорского дворца превышала стоимость всей недвижимости штата Калифорния.

В результате взрыва японского фондового «пузыря» национальный капитал уменьшился примерно на 50 %. В то же время в Соединенных Штатах потери капитала в ценных бумагах были компенсированы продолжавшимся повышением цен на недвижимость. В этом и заключается их огромное различие.

Экстремальный рост стоимости активов всегда порождает спекуляции с займами, и все японские банки стали жертвой своего стремления раздавать кредиты застройщикам. В результате взрыв «пузыря» цен на недвижимость и неизбежные последствия в виде просроченных выплат в погашение кредитов нанесли ущерб японской банковской системе, что в свою очередь вызвало дефляцию и сделало экономический спад намного более долгим и болезненным. Кстати, теперь, 15 лет спустя, японские банки, хотя, наконец, и начали поправляться, но все еще остаются слабыми и бедными, равно как и до конца еще не разрешена проблема безнадежных долгов.

Еще одно заметное различие между американским и японским «пузырями» состоит в том, что американские участники рынка сосредоточились на денежных активах, инвестируемых в новые технологии и Интернет, что в основном являлось расходами, направленными на расширение производства. Большая сумма денег была потрачена впустую, крупные капиталы были потеряны, но, с другой стороны, немалая сумма денежных средств пошла на финансирование компаний, которые создавали новые продукты и изобретения. Японское финансовое сумасшествие было сосредоточено за несколькими исключениями, прежде всего на финансовом инжиниринге, или *зайтеку**, как это именовалось в то время, что никаким образом не способствовало развитию экономики. Еще раз отмечу, что японская

* Зайтеку — в Японии валютно-кредитные и финансовые операции торгово-промышленных корпораций, не связанные с их основной деятельностью и совершаемые ради получения прибыли. — *Примеч. пер.*

банковская система была гораздо сильнее вовлечена в этот процесс. В результате сегодня американская банковская система выглядит относительно здоровой.

Третье отличие заключалось в том, что после взрыва «пузыря» японское правительство допустило серьезные ошибки и в финансовой, и в валютной политике, что в результате цепной реакции привело к экономическому спаду и дефляции, закручиванию почти смертельной экономической спирали, из которой оказалось невероятно трудно выйти. Банк Японии поднимал процентные ставки даже когда «пузырь» лопнул, а правительство подняло налоги, когда экономика начала поправляться. И напротив, в Соединенных Штатах ФРС настойчиво сокращает процентные ставки, а федеральное правительство практически немедленно осуществило снижение налогов и на доходы, и на инвестиции. Фактически американская экономика стала бенефициаром беспрецедентной дозы финансового и денежно-кредитного стимула, и нет никаких сомнений в том, что эти меры способствовали предотвращению более серьезного спада. Стало ли это действительно предотвращением или только временной задержкой неизбежного возмездия, пока неизвестно.

Долгосрочный «медвежий» рынок 1969–1974 годов

Я пытаюсь тщательно отследить различия между опытом Японии и Соединенных Штатов. Ни одно из них не должно рассматриваться как указание на то, что в Соединенных Штатах не было фондового «пузыря» и огромного количества спекуляций и мошенничества. Соединенные Штаты определенно столкнулись с *долгосрочным* «медвежьим» рынком акций, длившимся три года подряд. На мой взгляд, этот «медвежий» рынок или его последствия не кажутся столь же серьезными и столь же длительными, как *долгосрочный* «медвежий» рынок, который США пережили с 1969 по 1974 годы. Этот факт и заставляет меня подозревать, что падение еще не закончено. Конечно, и этот кризис не был столь же болезненным, как в 1930-х годах. Индекс Доу в 1966 году поднялся выше 1000 пунктов и по-настоящему не возвращался на этот уровень до 1982 года.

В течение этого периода стоимость жизни в Соединенных Штатах повысилась в восемь раз, так что доллар, инвестированный в акции в 1966 году, по покупательной способности соответствовал только 13 центам в ценах 1982 года.

Динамика развития того «медвежьего» рынка была необычна тем, что имела три различных стадии. Настоящие неприятности начались, когда Доу и множество акций «второго эшелона» достигли максимума в декабре 1968 года. К 26 мая 1970 года Доу снизился на 35,9 % до 631 пункта, но «резня», произошедшая во «втором эшелоне», была куда ужаснее. Индекс 30 ведущих спекулятивных «голубых фишек» 1960-х годов, включавший 10 ведущих конгломератов, среди которых Litton, Gulf & Western и LTV (более не существующий); 10 компьютерных акций, включая IBM, Leasco и Sperry Rand, и 10 технологических акций, таких как Polaroid, Xerox и Fairchild Camera, снизился на 81 %. Позже LTV упал в цене со 170 до 15, Resorts International с 62 до 7 и Data Processing с 92 до 11 долл. Тем временем некоторые из действительно мошеннических акций типа National Student Marketing, Four Seasons Nursing и Parvin Dohrmann фактически не стоили уже ничего.

После кульминации продаж 26 мая 1970 года последовал мощный 51 %-ный рост, который поднял индекс Доу на уровень 950 пунктов к 28 апреля 1971 года. Это был бурный, эмоциональный период. Один из крупнейших хеджевых фондов в результате этого «ралли» был уничтожен после того, как 28 мая 1970 года открыл и удерживал объемную «короткую» позицию. Акции Nifty Fifty были лидерами «ралли», продолжавшегося в 1971 и 1972 годах. В итоге заключительный пик индекса Доу был зафиксирован 11 января 1973 года на уровне в 1051 пункт. Этот рост был очень выборочным, сосредоточенным в акциях Nifty Fifty и нескольких индустриальных «голубых фишках», в то время как популярные акции конца 1960-х годов пребывали в спячке, а некоторые, такие как Memorex и Equity Funding, даже упали в цене еще ниже. Однако многие были обмануты этим ростом, считая его признаком начала нового «бычьего» рынка. То же самое может произойти и сегодня.

В процессе последовавшего далее коллапса акции группы Nifty Fifty потеряли в среднем 60 % своей стоимости, а некоторые другие бумаги испытали еще более катастрофические падения, например

Avon Products (с 135 до 18 долл.), Polaroid (с 70 до 6 долл.) и Corning Glass (с 61 до 13 долл.). Индекс Американской фондовой биржи упал на 56 %. Внебиржевой рынок ценных бумаг чувствовал себя намного хуже, и в конце лета и осени 1974 года казалось, что практически каждый прежний лидер спекулятивного рынка, независимо от своих фундаментальных показателей, торговался по 3 или 5 долларов. В качестве меры измерения нанесенного ущерба можно взять наиболее популярный сводный показатель для обыкновенных акций Value Line Composite, который, достигнув своего максимума в 1968 году, шесть лет спустя снизился на 75 %. С учетом уровня инфляции даже основные индексы акций упали на 70 %. В 1970-х годах фонд Йеля потерял 45 % своей покупательной способности, его обслуживание было приостановлено и финансовая независимость университета вызывала сомнения. Дальнейшее продолжение «медвежьего» рынка грозило подрвать эффективность американской благотворительной деятельности.

Если предположить, что динамика двух предыдущих долгосрочных «медвежьих» рынков повторилась бы в наше время, мы не увидели бы новых максимумов по индексам Доу и S&P 500 примерно до 2017 года. Что касается акций Nifty Fifty, то в *среднем* этой группе акций потребовалось 10,5 лет, чтобы вернуться к предыдущим ценовым максимумам в их номинальном выражении, и 16,5 лет с учетом уровня инфляции; другими словами, не стоит ожидать, затаив дыхание, когда индекс NDX вновь поднимется до 5000 пунктов.

Как выглядел тот долгосрочный «медвежий» рынок? Акции компаний с хорошей «родословной», в которые вы верили, которые вы посещали, снижались в цене гораздо сильнее, чем вы могли бы себе представить, как будто для них не существовало никакой фундаментальной основы, никаких уровней поддержки. Летом и осенью 1974 года, когда цены снижались бесконечно, день за днем, профессиональные инвесторы уже серьезно задавались вопросом, как поддержать семейный бюджет и как найти работу в реальном секторе экономики, поскольку казалось, что дни Уолл-стрит сочтены. Не было никаких ответов. Люди, которых вы знали как инвестиционных продавцов, финансовых управляющих и основателей хеджевых фондов, просто исчезли, и годы спустя вы слышали, что они переехали в Топику или Дулут, где купили себе магазинчик или

устроились преподавателями и тренерами по баскетболу в местной начальной школе. Цены на большие дома и жилье верхнего ценового класса в Гринвиче, Саутгемптоне и Беверли-Хиллс рухнули.

В то время так же, как и сейчас, скандалы и потери огромных частных капиталов разрушили бизнес взаимных фондов, что вызвало падение и корпоративных фондов. Многие из героев Уолл-стрит 1960-х годов, магнаты типа Джима Линга и учредители фондов, такие как развратник Берни Корнфельд, стали злодеями и объектами для насмешек в 1970-х. С 1973 по 1979 годы количество компаний по управлению капиталовложениями снизилось на 40 %, а активы открытых фондов акций были срезаны наполовину. Профессора и консультанты писали статьи и книги, доказывающие, что сотрудники банков, ведающие инвестициями, не могли превзойти рынок, и что профессиональные инвестиции были запрограммированы на поражение.

Хотя хеджевые фонды в 1970-х годах не имели тех размеров и влияния, которые они имеют сегодня, они тоже потерпели крах и сгорели в огне долгосрочного «медвежьего» рынка. Наиболее сильно пострадали фонды, которые объявляли, что они сохраняют капитал своих инвесторов на «медвежьем» рынке за счет открытия объемных «коротких» позиций. В действительности это были обычные фонды с исключительно «длинными» позициями, которые финансировались за счет крупных кредитов; другими словами, они заняли деньги, чтобы покупать акции, но не застраховались «короткими» продажами в других акциях. Многие в то время баловались прямыми инвестициями в акционерный капитал, который превратился в ничего не стоящий неликвид. (Подобное безумие произошло в 1929 году с бесславной Goldman Sachs Trading Corporation, стоимость которой упала с эмиссионной цены в 104 долл. до 2 долл.) К концу 1974 года, после череды потерь и изъятий, капитал хеджевых фондов сократился на 80 %.

В течение следующих пяти лет многие из самых известных хеджевых фондов, включая второй по величине, вышли из бизнеса. Мой старый благодетель A. W. Jones & Company был Соросом той эпохи с впечатляющим показателем средней доходности в 30 % за десятилетие, завершившееся в 1968 году. Однако эта компания была сокрушена в 1970-х годах, и хотя она просуществовала после этого

еще некоторое время, но уже никогда не возвращала себе прежнего превосходства. Но свято место пусто не бывает, и новая порода более профессиональных менеджеров хеджевых фондов, среди которых были Джордж Сорос, Майк Стейнхардт, Луи Бэкон и Джулиан Робертсон, восстали из пепла. Одно большое различие между тогдашней и нынешней ситуацией состоит в том, что суперзвезды конца «бычьего» рынка 1960-х годов все были молодыми парнями (вспомните хотя бы ребенка по имени Фред, которого Герри Гудман, писавший под псевдонимом Адам Смит, так незабываемо описал в своей «Игре денег»), в то время как сегодняшним известным в мире хеджевых фондов персонам главным образом (но не всем) уже за 40–50 лет.

Я полагаю, что мы прошли «дно» нынешнего долгосрочного «медвежьего» рынка, но мы должны остаться непредубежденными.

Счастье нового старта

Иногда я предлагаю своим партнерам, чтобы каждый из нас по дороге домой представил, что в нашем распоряжении есть только деньги, и поразмышлял на тему, каким образом их инвестировать, точно так же, как мы сделали это в то памятное воскресенье перед запуском нашего фонда. Для того чтобы представить, что вы только что получили деньги и должны с нуля сформировать инвестиционный портфель, требуется самодисциплина. Вы не являетесь заложником своих убыточных позиций, которые в данный момент слишком дешевы, чтобы их продавать. Инвестор, хеджевый фонд или кто угодно еще, имеющий только деньги, вынужден сосредоточиться на новых возможностях и покупать 20 или 30 самых привлекательных позиций, которые будут найдены *в тот момент*. В этом случае одной из главных проблем может стать так называемый *феномен первого года существования*. Статистические данные показывают, что большое количество недавно рожденных и *выживших* фондов прилагали максимальные усилия при работе на своем первом году жизни. Это не означает, что я хочу сказать, что новые хеджевые фонды работают наилучшим образом. Происходит ли это потому, что управляющие боятся провала и действуют более активно, или существует какая-то иная причина? Я подозреваю, что последнее более верно.

Когда вы работаете с уже существующим портфелем и вносите в него изменения, на вас оказывают воздействие неосознанные подсознательные эмоции, которые не позволяют вам принимать беспристрастные и хладнокровные инвестиционные решения, такие как закрытие позиции. Все, что вы имеете, грузом лежит на ваших плечах, лишая вас превосходства свободы действий. Всегда есть позиции, в которые вы верите, но по той или иной причине глупый рынок все никак не присоединяется к вашему мнению. Трудно заставить себя разочароваться в открытой позиции, тем более, когда вы подозреваете, что как только вы ее закроете, по закону подлости она тут же станет сверхприбыльной. Против инвестиционных переключений существует предубеждение, основанное на подсознательном опасении того, что ваше решение может оказаться вдвойне неправильным. По той же причине трудно продать прибыльные акции из-за того, что они принесли вам хороший доход, и вы надеетесь, что их рост еще не исчерпан.

Инвесторы часто поддаются эмоциям и привязываются к отдельным позициям, в то время как процесс принятия инвестиционных решений должен быть исключительно интеллектуальным и рациональным, поскольку мы имеем дело всего лишь с кусочками бумаги. Помните: «Акция не знает, что вы ею владеете». Это аксиома. Не существует никакой награды за преданность тем или иным бумагам. Мнение, что какие-то из имеющихся у вас акций слишком дешевы для продажи, но недостаточно привлекательны для покупки, делает портфель просроченным и сдерживает его доходность.

Я всегда читал много литературы, посвященной инвестиционной тематике. Интересно, что Бернард Барух и Джесси Ливермор, вероятно два самых крупных частных инвестора первой половины XX века, всякий раз, когда чувствовали, что утратили понимание рынка и находятся вне игры, погрязнув в просроченных позициях, закрывали все свои позиции и устраивали себе каникулы. А по возвращении они предпочитали формировать совершенно новый портфель. Такая приверженность модели реинвестирования на пустом месте вытекает из написанного о Барухе и Ливерморе, хотя нет никаких свидетельств того, что кто-либо из этих инвесторов рассматривал такие свои действия как сознательно реализуемую

стратегию. В любом случае можно считать, что такая модель поведения выбиралась ими инстинктивно.

Конечно, отправляясь для смены обстановки и проветривания мозгов во Флориду или в Аризону, в то время действительно можно было отрешиться от мира. Очевидно, что сегодня это не так. Таким способом вы уже не сможете укрыться от «лепета». Однако возможность для полного уединения все-таки существует. Как-то на Рождество мы всем семейством отправились на Ланзарот — один из Канарских островов, приблизительно в 100 милях от западного побережья Африки. На Ланзароте есть вулкан, который в последний раз просыпался 150 лет назад и с тех пор покрыт кусками высохшей лавы. Весьма заброшенное место. Мои мысли о трейдинге словно воюющие ветры день и ночь носились по древней гостинице, но рядом не было никаких газет, никакого CNBC, никакой электронной почты, мой сотовый телефон не работал, и большую часть времени там вообще ничего не происходило. В гостинице был замечательный «шведский стол», и дети были в восторге от этого места. Я читал там первые два тома большой биографии Джона Мэйнарда Кейнса, написанной Робертом Скидельски, бездельничал, жаловался на погоду, играл с детьми в теннис и вернулся в Нью-Йорк 12 дней спустя полностью отдохнувшим.

ГЛАВА 10

Сражение за инвестиционное выживание. Только дураки или эготисты пытаются поймать каждое «дно» и каждый «пик»

Дейв, еще один давний соратник по борьбе, заходил сегодня в наш офис. Дейв ничем не примечательный скромный парень. Он учился в колледже на Среднем Западе, и когда я встретился с ним в первый раз в 1974 году, его только что повысили в должности от аналитика до управляющего портфелем в одном из крупных взаимных фондов Среднего Запада. Дейв — жесткий, умный, трудолюбивый парень, и в то время он был сторонником фундаментального подхода к инвестициям. Впоследствии он управлял пенсионным фондом головной компании и добился превосходных результатов. В 1987 году он сформировал свою собственную компанию по управлению капиталовложениями, ориентированную прежде всего на обслуживании институциональных клиентов и слежение за эталонными индексами. К концу 1987 года под его управлением был внушительный капитал в 72 млн долл.

Одно интересное наблюдение в отношении Дейва — за прошедшие годы он полностью сменил свою инвестиционную религию. Для профессионального инвестора это экстраординарный случай, сопоставимый с тем, как если бы очень религиозный человек вдруг переметнулся от католицизма, скажем, к иудаизму. Если раньше Дейв имел обыкновение принимать инвестиционные решения как «стоимостной» инвестор*, то теперь он стал уделять гораздо меньше

* «Стоимостной» инвестор, инвестор в стоимость (ценность) — инвестор, который предпочитает покупать акции компаний с высокой дивидендной доходностью и низким соотношением цены к доходам и цены к балансовой стоимости. — *Примеч. пер.*

внимания фундаментальным параметрам и превратился в инвестора, следящего за импульсами, т. е. за темпами ускорения изменения рыночных цен. Он уделяет серьезное внимание долгосрочным моделям относительной силы мировых рынков, секторов экономики и отдельных акций. По его словам, он позволяет рынку говорить ему, какие отрасли и акции следует приобрести, вместо того чтобы пытаться указать рынку на то, какие бумаги должны расти. Другими словами, он ищет активы, обладающие долгосрочной относительной силой*. Если акция или группа акций поднимаются быстрее, чем рынок, он обратит на них внимание своих аналитиков. Если в результате проведенного ими исследования не будет найдено серьезных проблем с фундаментальными показателями, он будет покупать эти бумаги и держать их до тех пор, пока они не начнут терять относительную силу. Он никогда не будет покупать какие-то акции только потому, что они в данный момент дешевы. Он никогда не будет пытаться поймать «дно». Он считает, что инвесторы, которые покупают нелюбимые ими и недооцененные акции-аутсайдеры, сошли с ума. Покупайте и держите акции, которые растут; продавайте и избегайте акций, которые понижаются или находятся в спячке.

Результаты работы Дейва всегда отличались высокой волатильностью. Услуги его фонда — не для слабонервных. Например, его активы в американских акциях поднялись в 1991 году на 56 %, когда индекс S&P 500 (его эталонный тест) вырос на 30 %, а в 1993 году, когда индекс повысился на 10 %, Дейву удалось заработать 31 %. С другой стороны, он потерял 23 % в 1994 году, когда S&P поднялся на 1,3 %, а затем отставал от индекса на небольшую величину в каждый из следующих трех лет. Он обеспечивал очень хорошую доходность в конце 1990-х годов, потому что следовал за трендом и приобрел большое количество технологических акций. В 1998 году его американские активы подорожали на 61 % против 28 % роста S&P 500. В следующем году его активы взлетели на 90 %, когда S&P 500 поднялся на 21 %. Капитал его компании за короткое время достиг 14 млрд долл. Наградой за его выдающиеся достижения стало то, что многие из его клиентов вывели из его фонда четверть или даже поло-

* Относительная сила — темп падения или роста цены акции по отношению к другим акциям или всему рынку. — *Примеч. пер.*

вину своих денег просто потому, что показатели его работы были слишком хороши, и их счета значительно выросли.

Впоследствии оказалось, что эти клиенты, хотя и исходили из сомнительных предпосылок, оказались наполовину правы. «Медвежий» рынок, который начался в 2000 году, нанес ему ущерб, но при этом его результаты были не хуже эталонного теста. Фонд выжил. Торговая система Дейва позволила ему вовремя выйти из акций, цена которых собиралась рухнуть.

Так, например, он держал большую позицию по акциям Nortel, которые он купил приблизительно по 16 долл. Я посетил Nortel в апреле 2000 года, и не нужно было быть Бенджамином Грэмом, чтобы понять, что эту компанию в ближайшее время ждут неприятности. Акция торговалась по цене, в сто раз превышающей доход. Бухгалтерская отчетность компании была фарсом. Вместо того чтобы проводить исследования и разрабатывать новые виды продукции, компания тратила смешные деньги на приобретение новых технологий. Все это происходило в атмосфере очень жесткой конкурентной борьбы. Исполнительный вице-президент вывалил на меня кучу вздора о «дилемме новатора и подрывных технологиях». Он рассказал, как «Nortel совершает виртуозное круговое движение». Это было сумасшествием! Акции Nortel не имели никаких оснований для столь высокого роста! Они представляли весьма посредственную компанию, производящую оборудование. Все это напомнило мне о кризисе новой эры, имевшем место в 1970-х годах.

Я возвратился в Нью-Йорк и позвонил Дейву, когда акции Nortel стоили 62 долл. Он внимательно выслушал рассказ о том, что меня беспокоило и сказал: «Вполне возможно, что вы правы, но я хочу подождать, когда об этом мне скажет рынок». Акции продолжали расти, и к маю достигли уровня 75 долл. Затем, осенью, когда началось интенсивное падение технологических акций, бумаги Nortel опустились до 60 долл. Однажды утром Nortel объявил, что доходы IV квартала будут существенно ниже, чем в прошлых периодах, и что объем заказов заметно сократился. С началом торгов акции Nortel открылись снижением на 12 долл. до отметки в 48 долл. В тот день Дейв закрыл всю свою позицию. За следующие два года цена этих акций упала до 3 долл.

«Только эгоисты или дураки пытаются поймать каждое “дно” и каждый “пик”, — сказал он с улыбкой, посетив нас на этот раз. —

Вы относитесь к этим категориям?» Теперь он предпочитает американские технологические акции, Азию, Японию и развивающиеся рынки. Я спросил его об американских фармацевтических акциях, которые на тот момент стоили дешевле, чем когда-либо за весь период, начиная с того момента, когда Хиллари Клинтон напала на индустрию в начале 1990-х, и по сегодняшний день. «Эти бумаги меня совершенно не интересуют, — ответил Дейв. — Они выглядят все слабее и слабее. Почему вы хотите купить такие акции? Только исходя из предположения, что их падение закончено? Подождите, пока рынок не скажет вам об этом».

В этот момент пришли Сирил и Мэдхав, и Дейв продолжил. Он сел за мой компьютер и показал нам графики рынков Гонконга, Китая, Токио и немецкого индекса Дах. В каждом случае, сразу после того, как рынок прорывал уровень своего предыдущего максимума, он прибавлял еще около 10 %. «Это похоже на дым, поднимающийся по дымоходу», — сказал Дейв. (В тот момент он полагал, что то же самое произойдет с индексом S&P 500 в следующем месяце или около того, и он оказался прав.) Дейв сообщил также, что считает, что американские акции в целом в данный момент переоценены рынком, и он не уверен в силе экономики. Но он отказывается делать из этого выводы. «Рынок более умен, чем я или вы, парни, — говорит он. — Прямо сейчас рынки говорят мне, что они собираются идти выше, что Азия снова является тигром, и что американская экономика выздоравливает, так что я хочу иметь акции. Возможно, рынки знают о мировой экономике что-то такое, чего не знаем мы. Я хочу иметь акции с сильными циклическими потоками дохода».

Слушая Дейва, я молчал и вспоминал похожие высказывания из книги «Воспоминания биржевого спекулянта», о которой я упоминал в третьей главе. Один из ее героев, Старый Индюк, который считал себя трейдером импульса и учеником жадности, однажды привел следующий комментарий к случаю, когда акции внезапно прекращают реагировать на хорошие новости.

Когда акции ведущих компаний начинают терять относительную силу даже при том, что новости, поступающие на рынок, все еще очень хороши, и сила покупателей и слабость продавцов больше не проявляются, выходите из акций полностью, потому что игра окончена.

Для опытного трейдера этого вполне достаточно, чтобы почувствовать, что что-то идет неправильно. Он не должен ожидать дополнительных сигналов от рынка. Его работа должна состоять в том, чтобы сказать: «Выходим!», а не ждать одобрения в виде официального резюме.

Как я уже сказал выше, экстремальный стиль Дейва, следующий за рыночными импульсами, т. е. за темпами ускорения изменения рыночных цен, приводит к огромным отклонениям результатов его работы от эталонных тестов. Если он «горяч», то он очень «горяч», если он «холоден», он — лед. В эпоху растущих акций конца 1990-х годов он буквально зажигал. Затем, когда рыночный акцент сместился с акций роста в акции с сильной фундаментальной основой, Дейв начал отставать от среднерыночной доходности. Его волатильность испугала его благоразумных клиентов, даже при том, что его результаты за последнее десятилетие, которое закончилось 30 июня 2005 года, были на 600 базовых пунктов в год лучше, чем S&P 500 и на 800 базовых пунктов лучше, чем индекс роста Russell 1000. Однако сумма активов под его управлением сократилась до 6 млрд долл. к концу 2002 года и составила в среднем за последние четыре года 8,5 млрд долл. Институциональные вкладчики, очевидно, не могут выдержать его сумасшедшую волатильность, потому что они должны заботиться о долгосрочных результатах. В любом случае я люблю Дейва и восхищаюсь им. Он не похож на трусливых управляющих, вцепившихся в эталонный индекс. Кроме того, он прямо говорит о том, что следует за импульсами, что делает большинство из нас, но никогда в этом не признается. Дейв — настоящий инвестор.

Инвестиционный стиль Дейва не совпадает с моим, который, напротив, основан на наблюдении за фундаментальными показателями ценности акций, и к импульсам относится с подозрением. Фактически моя инвестиционная религия — почти точная антитеза его предпочтениям. Однако я с глубоким уважением отношусь к суждениям Дейва и его интуитивному чутью рынков. Бывают периоды, когда инвестиции на основе импульсов показывают чудесные результаты, и мы должны учитывать мнение лучших практиков, придерживающихся этой стратегии. Я стараюсь общаться с Дейвом хотя бы раз в две недели.

Большие ожидания от европейских прямых инвестиций в капитал (наперекор мировой практике)

После встречи с Дейвом я отправился в Париж, чтобы принять участие в заседании правления европейского фонда, который является одним из основных наших инвесторов. Это мероприятие заслуживало внимания. Специалисты по инвестициям этого фонда, как и все остальные, убеждены, что торговля акциями и облигациями на рынке и Соединенных Штатов, и Европы сможет приносить ежегодно около 7–8 % в следующие пять лет. Они хотели бы получить больше — 10 % по номиналу и 7–8 % с поправкой на инфляцию. Я сказал им, что это очень честолюбивые планы для большого портфеля. Они полагают, что такие результаты могут быть достигнуты в случае выбора более прибыльных классов активов, типа хеджевых фондов, земельных участков, венчурных компаний и прямых инвестиций в акционерный капитал.

Специалисты фонда утверждают, что хорошие европейские фонды прямых инвестиций в акционерный капитал могут обеспечить 20–22 % годовой доходности после выплаты комиссионных, но при этом существуют проблемы с оценкой и выбором соответствующих компаний. Самые лучшие фонды прямого инвестирования в капитал уже закрыты для новых инвесторов, а новых европейских компаний в этом бизнесе так много, что в море их предложений очень сложно ориентироваться. Поэтому специалисты нашего инвестора предлагают использовать с этой целью фонд фондов. Правление выслушало довольно надменное выступление двух безукоризненно одетых швейцарцев, представляющих один из крупнейших частных банков Женевы. Суть их презентации заключалась примерно в следующем.

В период, когда послевоенное поколение достигло пенсионного возраста, в Европе появилось большое количество превосходных частных компаний, пригодных для продажи. Для Европы прямое инвестирование в акционерный капитал — относительно новый бизнес, поэтому в этой сфере не так много европейских компаний с доступной для изучения отчетностью. Мы специа-

лизируемся на обслуживании клиентов, но мы изучали прямые инвестиции в акционерный капитал в течение многих лет. Модельный портфель нашего фонда фондов за последние три года повысился в цене при внутреннем коэффициенте рентабельности (IRR), равном 21 % в год, после учета всех выплат. По некоторым оценкам в Европе существует около 400 фондов прямого инвестирования в акционерный капитал, поэтому выбрать из них 10 или 15 лучших представляется нелегкой задачей.

Мы не занимались этим ранее, и упомянутые выше цифры доходности являются проектными, но возможности нашего банка и наш опыт дают нам уникальную систему анализа и доступа на этот рынок. Используя свои контакты, мы можем обеспечить вам доступ в лучшие фонды прямого инвестирования в акционерный капитал, которые в ином случае были бы для вас закрыты. Мы прогнозируем, что величина внутреннего коэффициента рентабельности нашего фонда составит от 18 до 20 % в следующие 10 лет. После осуществления начальных инвестиций в фонд мы обычно получаем места в его правлении. Мы поддерживаем наши инвестиции в течение всего 10-летнего периода существования фонда. Наше комиссионное вознаграждение составляет 2 % от суммы всего вложенного вами капитала (инвестированного и не инвестированного) и 10 % от прибыли. Подписка на участие в нашем фонде уже полностью завершена, но мы можем найти для вас место, если решение будет принято вами достаточно быстро.

«Вы сможете обеспечить прибыль от 18 до 20 % в год, при условии, что европейские фондовые рынки поднимутся только на 8 %?» — спросил я.

«Мы ожидаем, что общие поступления от тех фондов, в которые мы вкладываем капитал, будут на 1500–2000 базисных пунктов выше европейских фондовых рынков», — был ответ.

Я был поражен, или, правильнее будет сказать, испытывал недоверие. Пятнадцать-двадцать процентных пунктов в год сверх показателей фондовых рынков! Если европейские рынки будут расти на 8 % в год, эти ребята ожидают получать в среднем по 20 %. Просто удивительно! Я никогда не слышал ни о каком классе активов, который мог бы стабильно обеспечивать такой высокий уровень доходности на огромные суммы вложений. Такого нет нигде в мире, но показатели прибыли, которые при данных условиях должен будет обеспечивать сам фонд, еще более поразительны. Я грубо прикинул, что с учетом

двойной структуры посредников, для того чтобы обеспечить доходность инвесторов на уровне 14 % в год, компании, непосредственно осуществляющие прямые инвестиции в акционерный капитал, должны были бы заработать валовую прибыль приблизительно 24 % в год. Чтобы фонд мог получить 18 %, эти компании должны будут заработать около 30 % прибыли. Такой уровень доходности, может быть, и был возможен лет 20 назад, когда использование леввереджа и изучение потока наличности было секретным оружием горстки компаний, занимавшихся выкупам с использованием кредита (LBO). Теперь же существуют сотни LBO-компаний, обладающих сотнями миллиардов переданного им, но не инвестированного капитала, и курс обучения тому, как открыть и организовать работу компании по выкупу с использованием кредита, входит в программу практически всех основных школ бизнеса. В настоящее время работа в LBO-компаниях является самой желанной при выборе карьеры среди выпускников гарвардской школы бизнеса. Зловещий признак!

Реакция правления на презентацию швейцарского фонда фондов была восторженной. Прямое инвестирование в акционерный капитал сейчас в моде, и они хотят в этом участвовать. Это сложная область, и они думают, что использование в качестве посредника фонда фондов имеет смысл. Я же, напротив, настроен совершенно скептически. Успех прямых инвестиций зависит не только от возможности входа в этот бизнес, но и от возможности выхода из него. Если на этом рынке работают 400 конкурирующих между собой фондов, разве не приведет это к увеличению затрат и снижению доходности? Показатель средней продолжительности жизни LBO-фонда приблизительно 10 лет. Как он может требовать 2 %-ную ежегодную твердую ставку и 10 % прибыли только за одноразовую процедуру выбора компании для прямых инвестиций и последующее пребывание в ее правлении? Какая синекура! Какой бизнес!

Я отметил, что размер требуемого фондом фондов вознаграждения слишком высок для тех услуг, которые они предлагают. Если прямое инвестирование в акционерный капитал действительно имеет смысл, значит, нам следует заняться подобными вложениями капитала непосредственно, но у специалистов нашего инвестора на этот счет были сомнения. Это слишком хитрая область бизнеса, сказали они. Швейцарский фонд фондов берется за эту работу. Пусть

так оно и будет. В последующие годы нас, вероятно, ожидает рост европейской экономики и фондовых рынков, так что для прямых инвестиций в акционерный капитал деньги найдутся, но так или иначе, это не снимает всех сомнений. Существует старая истина: «Если предложение выглядит слишком хорошо, чтобы быть правдой, то, вероятно, правда заключается в том, что на самом деле оно не так уж и хорошо».

Анализ прямых инвестиций в капитал на американском рынке и удивительные выводы

Существует много баз данных, содержащих статистическую информацию, касающуюся прямого инвестирования в акционерный капитал, но наиболее точные данные представляет Thomson Venture Economics. Очень занимательная информация для анализа. Внутренний коэффициент рентабельности (IRR) для всех видов прямого инвестирования в капитал увеличивался в течение 20 лет, которые закончились в 2002 году, и составил 13,7 %, что является хорошим показателем, но не слишком блестящим, так как при сопоставимой с рыночными активами доходности этот класс активов не обладает ликвидностью и связан с высокой ценовой волатильностью. Наблюдается большое расхождение между верхними по уровню доходности 25 и 15 % фирм (последние зарабатывают в среднем 24 %). Я подсчитал, что доходность LBO-компаний составляла 16,2 % в год в период с 1983 по 1992 годы, но после вливания больших денег доходность сократилась до 8,2 % в год в период с 1993 по 2002 годы, и всего лишь до 1,6 % в год в течение пяти лет, которые закончились в 2004 году. Известность и успех всегда уничтожают курицу, несущую золотые яйца (табл. 10.1).

Очарование прямых инвестиций и венчурного капитала не уменьшилось. Например, пенсионные фонды и доверенные лица все еще стремятся увеличивать венчурный капитал даже при том, что на конец 2004 года на этом рынке уже существовал навес из 54 млрд долл., находящихся в распоряжении венчурных управляющих, но

не инвестированных. У меня есть несколько друзей в этом бизнесе, и они говорят, что сейчас на рынке так много денег, ищущих цели для венчурных инвестиций, что их ценность становится смешной. Это хорошо для Соединенных Штатов и замечательно для развития инноваций, которые получают достаточное финансирование, но плохо для инвесторов, поскольку высокие затраты на вход означают снижение доходности на выходе.

Таблица 10.1

Доходность прямых инвестиций в капитал в США
(Объединенный чистый IRR для инвесторов на 30.09.2004 г.
Все фонды были сформированы в период 1969–2002 гг.)

Тип фонда	1 год	3 года	5 лет	10 лет	20 лет
Венчурные фонды начальной стадии	10,3	11,0	–1,4	16,8	10,7
Венчурные фонды ранней стадии	–19,1	–26,9	57,0	37,1	20,7
Сбалансированные венчурные фонды	–0,6	–18,0	19,6	20,5	13,5
Венчурные фонды поздней стадии	–36,1	–23,3	8,0	17,8	14,0
Все венчурные компании	–17,2	–22,7	26,0	25,5	15,8
Мелкие LBO-компании	–1,9	–2,6	1,0	11,3	26,8
Средние LBO-компании	12,2	–6,7	4,6	12,5	17,8
Крупные LBO-компании	9,5	–6,5	2,8	10,6	13,4
Очень крупные LBO-компании	14,1	–4,9	0,8	5,9	7,7
Все LBO-компании	12,5	–5,3	1,6	8,2	12,2
Смешанные фонды	9,1	1,2	6,5	7,9	9,8
Все прямые инвестиции в капитал	3,4	–10,4	6,9	13,4	13,7

Источник: База данных VentureXpert от Thomson Venture Economics.

Источник инвестиционных данных: Отчет MoneyTree от PricewaterhouseCoopers/Thomson Venture Economics/NVCA.

Источник всех остальных данных: Thomson Venture Economics.

Примечание. Венчурные компании вкладывают капитал во вновь создаваемые и непубличные предприятия. В некотором смысле это действительно прямые инвестиции на начальной стадии, но венчурные компании не используют левередж.

Что касается прямых инвестиций в акционерный капитал, то бум в этой сфере выглядит даже более захватывающе. По оценке UBS глобальные компании, занимающиеся прямыми инвестициями, в 2005 году соберут 200 млрд долл., что в четыре раза больше, чем в прошлом году. Это вполне реальная цифра. Например, Goldman Sachs и Carlyle Group собрали вместе более 10 млрд долл. Поскольку традиционный уровень лeverеджа для LBO-компаний составляет 1 к 5, то 200 млрд долл. превращаются в 1 трлн долл., который необходимо будет инвестировать. UBS говорит о приблизительно 15–20 % годовой доходности в этой сфере с бесконечным временным горизонтом. Зачем при таком раскладе вкладывать деньги во что-либо иное? Зачем умным молодым парням стремиться делать карьеру в какой-либо другой сфере бизнеса? Удачи им!

Дэвид Свенсен из Йельского фонда (подробнее о нем ниже) в своей замечательной книге «Руководство по управлению портфелем: Нетрадиционный подход к институциональным инвестициям» указывает, что даже в течение очень благоприятных прошедших 20 лет большинство компаний, занимающихся прямыми инвестициями в капитал, показывали слабые результаты. Однако лучшие компании сработали очень хорошо, и, кроме того, они продолжали преуспевать даже после того, как стали крупными. Исследование 4000 фондов прямого инвестирования в акционерный капитал, проведенное Private Equity Intelligence и опубликованное в середине 2005 года, показало, что 25 % фондов, наибольших по размеру собранного капитала, каждый год между 1998 и 2003 годами опережали европейские промышленные фондовые индексы на 6 %, а американские — на 2 %. Две трети из 24 европейских фондов-гигантов показали результаты выше среднего значения.

Свенсен утверждает, что доходность прямых инвестиций в капитал зависит от качества управления. Просто вложение в этот класс активов не принесет ничего. Очень важно, чтобы этими инвестициями занимались профессионалы. Он подчеркивает, что различие в результатах между верхними 25 и остальными 75 % американских управляющих активами с фиксированной доходностью минимально, и даже среди управляющих на рынке акций составляет всего 3 % в год. Но в сфере фондов прямых инвестиций та же самая дифференциация в результатах работы превышает 20 % в год.

Показатели фонда Yale Endowment служат тому доказательством. За 10 лет, которые закончились 30 июня 2004 года, его крупный портфель прямых инвестиций поднялся на 37,6 %, превзойдя на 14,7 % в год доходность объединения управляющих прямыми инвестициями, отобранных консультационной компанией Cambridge Associates. Поразительно, начиная с момента своего создания в 1973 году Йельский фонд зарабатывал на своей программе прямых инвестиций в капитал 30,6 % в год, но, как уже отмечалось выше, и в однолетней, и в пятилетней доходностях наблюдалась высокая волатильность. В убыточные годы, когда считалось, что прямым инвестициям, как высокодоходному классу активов, пришел конец, это рассматривалось лишь как повод удвоить обязательства. Другими словами, оставаться в силе абсолютно необходимо.

Свенсен убедительно доказывает, что компании, занимающиеся выкупом с использованием кредита, которые концентрируются на последовательном улучшении характеристик своих портфельных компаний, зарабатывают намного больше, чем те их конкуренты, которые лишь увеличивают долговые обязательства проблемных предприятий. Использование высокого уровня лeverеджа для скупки по дешевке посредственного или слабого бизнеса не работает главным образом потому, что его трудно продать, и вы в этом случае очень уязвимы для циклических колебаний в экономике. Даже при том, что практики не желают этого признавать, в будущем условия работы для LBO-компаний в целом станут более жесткими, нежели в дни их славы. Свенсен демонстрирует, что даже в дни славы, если бы вы финансировали вложение в S&P 500 с тем же уровнем среднего лeverеджа, который использовался LBO-компаниями, прибыль от вложений в акции была бы на 45 % выше, чем у относительно небольшого количества фондов выкупа, которые существовали в то время. Его вывод заключается в том, что инвесторам компаний, занимающихся выкупами с использованием кредита, вообще не компенсируется критический риск лeverеджа и отсутствия ликвидности.

Кэрол Лумис в июньском номере *Fortune* за 2005 год опубликовал превосходную статью о Kohlberg Kravis Roberts & Company (KKR). В период с 1976 по сентябрь 2004 года KKR привлекли активы 10 фондов и инвестировали 21 млрд долл. собранных денег в 93 компании. С учетом пятикратного лeverеджа они заимствовали 109 млрд долл.,

таким образом, общая сумма активов составила 130 млрд долл. Их прибыль достигла 34,7 млрд долл. или 185 % от собственного капитала, но лишь 26 % от общей суммы активов. Другими словами, все дело в размере кредитного плеча. Результаты работы их инвестиционного портфеля были следующие: 62 акции-победителя, 22 проигравшие и 9 «ничьих». С такими результатами выбора активов они не смогли бы долго продержаться на рынке акций, но и рынок прямых инвестиций в капитал становится все более жестким с приходом новых игроков. С учетом леввереджа, средневзвешенная доходность KKR для его последних четырех фондов упала до 16 %.

Что касается дел в старых добрых Соединенных Штатах, можно было бы предположить, что компании, занимающиеся прямыми инвестициями, должны страдать из-за того, что рынок первичных размещений акций (IPO) слишком медлителен и привередлив. Для того чтобы получить достаточную прибыль, приходится покрывать значительные расходы. Однако парни из LBO-компаний изобретательны, и они нашли выход. Инвестиционный мир отчаянно нуждается в доходе, потому что процентные ставки долгосрочных казначейских обязательств слишком малы. В результате инвесторы, вкладывающие деньги в инструменты с фиксированной доходностью, в погоне за доходом активно покупают облигации с высоким уровнем доходности, так называемые «мусорные» облигации. Сейчас спред между доходностью «мусорных» и Казначейских облигаций сократился до небывало низкого уровня. Кажется, все забыли, что время от времени, как раз тогда, когда покупатели начинают с пеной у рта кричать о наступлении новой эры, взлетевшие до небес «мусорные» обязательства начинают оправдывать свое название. Погоня за доходом через какое-то время оказывается чрезвычайно опасным занятием для вашего финансового здоровья. Как выразился один извозчик: «Погоня за прибылью отбирает больше денег, чем вооруженные грабители».

Специалисты по прямым инвестициям в капитал вынуждают входящие в их инвестиционные портфели компании выпускать облигации на высокопродуктивный рынок, испытывающий огромную потребность в таких бумагах. Затем они пускают доход этих компаний на выплату специальных дивидендов. Конечно, это окончательно погружает и без того сидящие на кредитной игле компании в пучину долгов. Вот как это работает.

В декабре 2003 года Thomas H. Lee Partners (THL), фонд, занимающийся выкупами с использованием кредитов, купил производителя матрасов Simmons Company, инвестировав 388 млн долл. собственных активов, а также заемные средства. Летом 2004 года THL попытался разместить первый выпуск акций Simmons, но попытка не удалась. Затем в декабре того же года Simmons продал облигаций на 165 млн долл. и выплатил всю эту сумму фонду THL в качестве дивидендов, вернув THL таким образом более 40 % его инвестиций. И, кстати, при этом THL остался владельцем 100 % акций Simmons. В 2004 году 77 компаний выплатили дивиденды на сумму 13,5 млрд долл., которые были получены за счет размещения «мусорных» облигаций, и еще на 9,4 млрд долл. дивидендов за счет полученных банковских кредитов. Все это не похоже на нормальные корпоративные финансы!

Другой метод выхода для LBO-компании заключается в том, чтобы продать свою инвестицию другой такой же компании, получив при этом прибыль, на 20 %-ное вознаграждение (в соответствии с установленными расценками) от которой они имеют полное право претендовать. Такие операции называют «вторичными выкупами». Я не могу понять, какую цель при этом может преследовать покупатель. Теоретически продавец уже сделал все возможное, чтобы улучшить компанию, и, наверняка, он лучше информирован о перспективах компании. Инвестор, имевший несчастье вложить деньги в обе компании, заключивших между собой такую сделку (т. е. если он имел инвестиции как в компанию-продавца, так и в компанию-покупателя), в результате получает обладание все тем же количеством акций в переданной с рук на руки компании, минус выплата вознаграждения компании-продавцу. Некоторые циники даже задаются вопросом, а не имеем ли мы в таких случаях дело с взаимными обратными выкупами.

Во время резких движений рынка толпа всегда не права

Сейчас, летом 2005 года, у меня возникло такое ощущение, что многие инвесторы хеджевых фондов опасаются, что фондовые рынки поднялись слишком высоко, поэтому они совершают продажи.

Как молитву они твердят о том, что практически все индикаторы рыночного настроения указывают на опасно высокий уровень роста. Поэтому они согласны на падение рынка. Иметь противоположное мнение — большая роскошь. Единственная неприятность состоит в том, что сейчас каждый стремится иметь противоположное мнение. Даже экономисты Уолл-стрит находятся в оппозиции. Goldman Sachs недавно опубликовал отчет, посвященный инфляции, который начинался словами: «Наш новый прогноз на инфляцию — вне консенсуса». Иными словами, автор этого текста считал самым важным аспектом своего прогноза не экономический анализ, а то, что он вне консенсуса. Поэтому вместо того, чтобы быть в оппозиции, возможно, сейчас мы должны быть в оппозиции к оппозиции.

Описать индикаторы рыночного настроения очень непросто. Нед Дэвис из Ned Davis Research изучал их в течение многих лет, и, по его мнению, в ключевые для рынка моменты *толпа* всегда не права, она всегда имеет неправильное восприятие в критические периоды. Он говорит: «Если бы мы, благодаря своим ощущениям, могли знать наверняка о достижении рынком своего “пика” или “дна”, то, сменив свои позиции на противоположные, можно было бы почти все время играть наверняка». Однако рыночные экстремумы нельзя предсказать наверняка, не ошибившись на несколько недель или месяцев, которые могут оказаться очень болезненными. Составной индекс рыночных настроений Неда Дэвиса (Ned Davis Sentiment Composite) начал указывать на наличие признаков критического оптимизма в январе 1999 года, затем на действительно критический оптимизм в декабре, но фондовый «пузырь» продержался до конца весны 2000 года. Это длилось целую вечность для тех, кто продал в январе 1999 года, и было очень болезненно для людей, которые подобно мне, сократили свои позиции в технологическом секторе в декабре 1999 года. Однако в 1987 году индекс рыночных настроений Неда Дэвиса предупредил о несбыточной перегретости рынка всего за месяц до биржевого краха. То же самое относится и к определению нижних точек падения рынка. В августе 1990 года индекс настроений указал на достижение критического уровня пессимизма, но это было за 47 дней до реального достижения ценового «дна», за которые индекс S&P 500 снизился еще на 12 %.

Нед советует использовать «стоп-лоссы». Но это легче сказать, чем сделать. Большинство стоп-приказов выставляется в пределах 10 %. По общему признанию, в начальный период раздувания фондового «пузыря» трейдеры, которые продали ценные бумаги в «шорт», во время взлета цен быстро «попадут на стопы», но как им узнать, в какой момент следует возобновить продажи? А, например, в 1990 году «стоп-лоссы» тех, кто купил бумаги в августе, сработали бы чуть позже, когда рынок упал более чем на 10 %, непосредственно перед тем, как случился настоящий разворот рынка. Правильный выбор времени для операций является критически важным фактором. Часто, когда вы оставляете «стоп-приказ» дилеру или подаете автоматическую лимитированную заявку, вы становитесь жертвой «маркет-мейкеров». Другими словами, ваш приказ выполняется, и вы «выскаживаетесь» из бумаг как раз перед тем, как начинается «ралли».

Очевидно, вы не можете постоянно пребывать в оппозиции, поскольку мнение толпы большую часть времени находится в широком нейтральном диапазоне, когда преобладающее настроение не перевешивает какую-либо чашу весов. Будьте терпеливы! Не реагируйте, пока индикатор рыночных настроений не достигнет экстремальных значений. Они легко определяются. Нед Дэвис говорит: «Идите с потоком, пока общий настрой не достигнет экстремального значения и не начнет разворачиваться; открытие противоположной позиции в этой точке часто окупается». В Merrill Lynch провели замечательное исследование, проверив на исторических данных четыре главных индикатора рыночного настроения, и обнаружили, что они не имели практически никакой прогнозной ценности в предсказании рыночных «пиков», хотя и показали приличные результаты в предсказаниях достижения ценового «дна». Morgan Stanley провели подобный анализ индекса VIX и пришли к похожему заключению. Этот индекс измеряет ежедневный уровень удовлетворенности инвесторов, и в настоящее время он упал до очень низкого уровня. Это указывает на высокую степень удовлетворенности толпы и поэтому является «медвежьим» сигналом. Однако когда в Morgan Stanley проверили прогнозные способности этого индекса на исторических данных, обнаружилось, что VIX фактически бесполезен в предсказании моментов достижения рыночных «пиков». Но это так, к общему сведению. Давно известно, что характер рынка

непрерывно изменяется, и нет никакой универсальной прогнозной системы, которая смогла бы давать стабильно верные предсказания его поведения.

Другим индикатором рыночного настроения являются СМИ, поскольку они неизменно сосредоточены на актуальных в данный момент темах (ведь именно статьи на «горячие» темы раскупаются лучше всего), а не на том, что только *собирается* произойти в будущем. В течение многих лет иллюстрация к главной статье номера на обложке журнала *BusinessWeek* служила замечательным противоположным индикатором, и один мой знакомый, подписавшись на журнал исключительно по этой причине, собрал целую коллекцию его обложек. Другие печатные издания и телевизионные передачи тоже обладают такой особенностью. Классический случай имел место в период 1979–1981 годов во время роста цены на нефть и инфляции. Эксперты написали множество книг, в которых предсказывали гиперинфляцию, депрессию и крах доллара. В какой-то момент 7 из 10 книг в списке бестселлеров были посвящены инфляции и тому, как ее пережить. Даже мудрые инвесторы, такие как Джон Темплтон, в своих выступлениях говорили о том, что достижение 7–8 %-ного уровня инфляции неизбежно. И, конечно, на самом деле в тот момент нас ожидали десятилетия не инфляции, а дефляции, сопровождавшиеся ростом и акций, и облигаций.

Самый недавний пример этому имел место в момент падения курса доллара в декабре 2004 года. Журнал *The Economist*, наверное, одно из наиболее уважаемых в мире деловых изданий, вышел под заголовком на обложке «Исчезающий доллар». Вскоре после этого на обложке номера *Newsweek* появился заголовок «Невероятное падение доллара». Далее последовали многочисленные статьи о том, что Уоррен Баффет имеет огромные «короткие» позиции по доллару, а другой известный инвестор сравнил «шорт» доллара с коронным баскетбольным броском. Экономисты с Уолл-стрит пыжились и неистовствовали о двойных дефицитах, «медвежья» книга широко известного Пита Петерсена под названием «Управление пустотой» стала бестселлером, а хеджевые фонды открывали рекордные «короткие» позиции по доллару.

Я признаю, что поддался всеобщему безумию и тоже «зашортил» доллар. Что случилось дальше? Доллар в накал безумия оттолкнулся

от своего «дна» и начал мощное «ралли», которое подняло индекс DXY почти на 10 %. Спекулянты, финансировавшие свои «короткие» позиции за счет огромного леввереджа, были сокрушены. Конечно, теперь, когда доллар растет, каждый имеет свои объяснения того, почему доллар должен оставаться сильным. Европейскому союзу угрожает политический раскол, американские ставки по краткосрочным обязательствам выше, чем европейские и японские, американская экономика показывает более сильный рост, ФРС ведет упорную борьбу и двойной дефицит начинает сокращаться. В конце весны 2005 года в СМИ началось новое сумасшествие — повальные пророчества того, что «пузырь» цен на недвижимость вот-вот лопнет с ужасающими последствиями. Все как один высказывают свои подозрения и предупреждают о неизбежном крахе вследствие гигантского роста «пузыря» цен на недвижимость. Обложка старого доброго журнала *BusinessWeek* от 11 апреля 2005 года вышла с заголовком «После бума цен на недвижимость: Что несет грядущее замедление и падение для экономики и для вас». Все остальные — *Fortune*, *Worth*, *The Economist* и *New York Times* тоже присоединились к общему хору. Что бы это значило?

Фактор тещи и другие противоположные индикаторы

Существует еще один индикатор настроения инвесторов*, на который я обращаю внимание. Он основан на рыночных ощущениях людей. Некоторые из них имеют странное свойство присоединяться к рыночному тренду в тот момент, как он близок к своему завершению. Теща моего партнера Сирила как раз обладает этой невероятно ценной способностью. Она — привлекательная, умная женщина, но не биржевик. Однако она постоянно находится среди

* Индикаторы настроения инвесторов — измерение настроения инвесторов относительно вероятности улучшения или ухудшения конъюнктуры; часто мерой является подсчет числа публикаций финансовых советников, придерживающихся той или иной точки зрения; в техническом анализе часто считается разумным принимать решения, которые противоположны настроениям рынка. — *Примеч. пер.*

людей, имеющих отношение к рынку, поэтому слышит их болтовню. Она не вмешивается в дела Сирила, поскольку понимает, что плохо информирована, разве что в случае, когда у нее возникает убеждение, что она может пропустить какое-то действительно сильное движение рынка, жизненно важный тренд, она сообщает Сирилу об этом. Трижды за последние несколько лет она высказывала ему инвестиционные идеи, касающиеся процессов, которые достигли своих кульминационных моментов.

Последний раз это произошло в декабре 2004 года. Был воскресный вечер. Она и Сирил кормили его двух маленьких детей. В тот момент, когда ложка овсянки была наконец-то успешно вставлена в рот ребенка, она произнесла примерно следующую фразу: «Сдается мне, что доллар собирается падать намного ниже. Как же мы поедим в следующий раз в Европу? Может быть, мне стоит купить некоторое количество евро?»

Жена Сирила, Оливия, которая тоже была в столовой, едва удержалась от смеха.

«Почему вы так думаете?» — спрашивает Сирил.

«Но ведь абсолютно все говорят об этом».

На следующий день Сирил рассказал нам об этом разговоре, и можете не сомневаться, на следующей же неделе евро достиг максимума и начал ускоренное снижение. «Хорошо, — сказал я, — я думаю, что мы можем использовать твою тещу как противоположный индикатор, но если она действительно так хороша, ты должен ее лелеять. Скажи Оливии, чтобы она не вздумала смеяться над мамиными инвестиционными идеями. Если твоя теща обнаружит, что вы используете ее как такой индикатор, эта мысль занозой засядет в ее голове, и ее способность будет утрачена. Она должна оставаться полностью непосредственной и беспристрастной». Конечно, написав о ней, я разрушил волшебство.

В тот момент я говорил серьезно. Некоторые люди действительно очень точно высказывают прогнозы, полностью противоположные тому, что в дальнейшем происходит на самом деле. Несколько лет назад в Goldman Sachs работал один трейдер, с которым я часто общался. Мне действительно нравился этот сознательный парень. Он понимал, что его работа состоит в том, чтобы реализовывать выводы аналитиков и стратегов Goldman и не рисковать, следуя своим соб-

ственным мнениям относительно инвестиций. Однако время от времени очередная инвестиционная идея настолько его распирала, что он делился со мной своим мнением о том, в каком направлении должны потечь большие деньги. Практически всегда это происходило в тот момент, когда тенденция, на которую он делал ставку, была близка к своему развороту. Поскольку этот индикатор работал, я всегда старался внимательно прислушиваться к его идеям.

Затем однажды вечером на конференции в Goldman Sachs я, вероятно, перебрав с напитками, рассказал этому парню о том, почему его мнение было настолько важным для нас. Как только я это произнес, то понял, что совершил ошибку. По его глазам было видно, что его задели и оскорбили мои слова. Он не хотел быть противоположным индикатором. И он также знал, что я говорил серьезно. Позже он попытался выполнять свою старую роль, но могу сказать, что волшебство ушло. Он непрерывно думал о том, попадает ли он в западню разворота тренда, и иногда говорил о своих сомнениях. В конце концов мы оба заморочились. Я пытался изменить свое мнение, он пытался разобраться в своих мыслях. Это был конец прекрасных и символических отношений.

Еще один индикатор настроения инвесторов, ставший практически инвестиционной легендой, основан на том, что почти по определению долгосрочный «медвежий» рынок не может быть закончен до появления признаков ярко выраженной *капитуляции*. Эта капитуляция представляет собой отчаяние безоговорочной сдачи позиций. Примерами капитуляции служит Германия или Япония в 1945 году. Сегодня пессимисты утверждают, что нынешний долгосрочный «медвежий» рынок еще не принес достаточно боли и страданий, а фондовые бедствия не отразились в полной мере на жизни обычных людей. Они, кажется, ждут кары сердитого и мстительного финансового бога, который наказывает людскую жадность. Другие поддерживают мощную, хотя и подавляемую пуританскую идею, которая требует возмездия и публичных телесных наказаний для преступников для того, чтобы хорошие времена могли вернуться. Страх должен одержать полную победу над жадностью. Безусловно, самое неприятное в желании увидеть реки крови заключается в том, что часть этой крови — ваша собственная. Однако было бы слишком смело ожидать, что последствия взрыва фондового «пузыря»

1990-х годов могут быть в какой-либо степени сопоставимы с той болью, которую причинили кризисы 1930-х и второй половины 1970-х годов.

Проблема с применением теории капитуляции состоит в правильной идентификации того, произошла ли капитуляция. Многие предприниматели и инвесторы, конечно, считали себя капитулировавшими в первые три года нового столетия, когда лопнули их личные фондовые «пузыри». Но было ли этого достаточно? Некоторых злодеев выпороли, а некоторых даже посадили в тюрьму, но много старых трюков все еще применяется. Мой словарь определяет капитуляцию, как «безоговорочную сдачу», но тезаурус предлагает и такие синонимы, как *отказ, уступка, оставление, отступление...* В инвестиционной литературе о капитуляции сказано очень немного. В своем классическом труде «Мании, Паники и Крахи» Чарльз Киндельбергер фактически не упоминает об этом явлении. В очень детальной «Панике на Уолл-стрит» Роберт Собель изучает вопрос о том, сколько времени требуется рынку, чтобы оправиться после паники или «медвежьего» рынка, но он не рассматривает при этом ни одного из так называемых социологических признаков.

Исторические исследования продолжительности периода восстановления рынка Собеля также не являются окончательными. Он обнаружил, что после паники 1837 года рынку потребовался длительный период вплоть до 1844 года, чтобы возратить себе самообладание. После паники 1873 года на это потребовалось шесть лет. Все знают, что после краха 1929 года, новый «бычий» рынок начался лишь спустя 20 лет, хотя несколько произошедших за этот период серьезных и болезненных многолетних падений давали основания ожидать более скорого наступления «нового повышательного рынка». Зато ожидание не затянулось после окончания «медвежьих» 1970-х годов. Рынок пришел в норму почти немедленно и после серьезных падений в 1792 и 1869 годах, а также после эпической Северо-Тихоокеанской паники.

Так что же мы наблюдаем сейчас, после более чем пятилетнего падения с вершин «бычьего» рынка? Коррекцию, некоторое оживление или начало нового восходящего тренда? Я делаю ставку на последнее утверждение.

ГЛАВА 11

Связь поколений.

Бисмарк и Йельский фонд

Я вхожу в правление семейного траста и фонда. Встречи, на которые я хожу, заставляют меня думать о том, что разумно ожидать от долгосрочных инвестиций, какая *реальная доходность* может быть достигнута, а также решать проблемы планирования инвестиционного управления в интересах будущих поколений. Интересная книга на эту тему принадлежит перу Фритца Штерна и называется «Золото и Железо: Бисмарк, Бляйхредер и строительство Германской империи». Это книга, которую я впервые прочитал, возможно, лет 20 назад. Она рассказывает о власти, деньгах, реальных доходностях и о том, как защитить будущие поколения от самих себя.

Лесные угодья для детей, наследующих деньги

Герсон Бляйхредер был немецким евреем, жившим в XIX веке. Его жизнь была наполнена финансовым триумфом, преследованием и личной печалью. Отто фон Бисмарк был представителем старой прусской аристократии, аграрной и иерархической. Именно его амбиции и политическое видение превратили Первый рейх в империю. В 1859 году, когда ему было 37 лет, Бляйхредер стал банкиром и инвестиционным советником делающего успешную карьеру прусского дипломата, и в течение 30 лет, опираясь на его энергичность и власть, смог накопить огромное богатство и добиться выдающегося положения в обществе. В XIX веке прусские аристократы традиционно пользовались услугами евреев, как «более или менее тайным инструментом», как изящно выразился

Бисмарк. Кстати, это несомненный комплимент для инвестиционного советника.

Помимо того, что он был тайным инструментом Бисмарка, Бляйхредер был еще его инвестиционным советником, аналитиком финансовых рынков и важным источником информации. Он был *eminence grise** правительства Бисмарка и тщательно следил за тем, чтобы каждый знал об этом. Он использовал свое положение для достижения коммерческих (получение доли в самых выгодных проектах) и социальных (удачного брака своих дочерей) целей и, организовав за эти годы крупную компанию, стал самым богатым человеком в Германии.

На его счастье Комиссии по ценным бумагам и биржам в те годы еще не существовало, поэтому Бляйхредер запросто мог использовать свои капиталы и деньги своего прославленного клиента для биржевой торговли, основываясь на весьма привилегированной внутренней информации. Все возникающие конфликты интересов и происходящие в мире события он рассматривал с той точки зрения, как будут на них реагировать финансовые рынки, что приносило Бляйхредеру стабильную прибыль. Например, в один критический момент портфель немецкого канцлера был на 70 % заполнен российскими ценными бумагами, поскольку его инвестиционный советник решил, что шаги, которые канцлер собирался предпринять в отношении России, принесут пользу российским акциям железных дорог. Иногда они заранее покупали дешевые акции хороших компаний, а затем Бисмарк становился инициатором некоторых событий, которые весьма способствовали повышению цены этих бумаг.

И Бисмарк, и Бляйхредер были очень сложными людьми. На них обоих, по словам самого Бисмарка, лежало проклятье зверской чувственности, и они оба были похотливыми мужчинами, которые, казалось, были не способны установить по-настоящему близкие отношения с женщинами. Бляйхредер был поглощен проникновением в поверхностный, но блестящий цвет берлинского общества. Даже при том, что без его присутствия не обходилось ни одно политическое или финансовое мероприятие, он прежде всего жаждал

* *Eminence grise* — серый кардинал (фр.). — *Примеч. пер.*

респектабельности. Он устраивал роскошные приемы в своем великолепном доме, но гости лишь хихикали по поводу его показных претензий. Его глухая жена проводила вечера наедине с килограммами своих драгоценностей, а его романы были окутаны судебными процессами и шантажом.

Бисмарк, выдающийся мастер своего дела, упорно трудился над проектами достижения внешнего и внутреннего всемогущества. Он был Железным канцлером, который создавал новую немецкую индустриальную и политическую империю. Генри Киссинджер, вне зависимости от того, что он под этим подразумевал, назвал его «белым революционером». Однако он обладал еще и особенностями характера, свойственными византийским деятелям: он был жадный, высокомерный ипохондрик. Он испытывал частые приступы нервного истощения и раздражения. В частной жизни Бисмарк отличался душевным беспокойством и страдал от своей сексуальности. Его основная навязчивая идея, помимо управления Германией, заключалась в зарабатывании денег на фондовом рынке, чтобы скупать все больше лесных угодий. Он отвратительно третировал все свое окружение.

Однако оба этих человека, должно быть, имели то мистическое «всевидящее око», которое давало им возможность предчувствовать цепочку грядущих событий, которые будут вызваны тем или иным действием в настоящем. А именно это и нужно, чтобы инвестиции были успешными. В периоды, когда время замирало в полном тайн состоянии неопределенности и сомнений, они умели сохранять равновесие и собственное представление о мире и никогда не проявляли нетерпение и не выражали раздраженного желания поторопить события.

Бляйхредер использовал инсайдерскую информацию, которую предоставлял ему Бисмарк, чтобы достичь богатства для себя самого и своего патрона. Но одновременно ему была свойственна такая черта, которую Бисмарк однажды охарактеризовал как «некоторую инвестиционную робость». Бляйхредер говорил своим клиентам, что он будет стремиться к тому, чтобы обеспечить им долгосрочную реальную доходность (с поправкой на инфляцию) на уровне 4 % в год, которая подразумевала, что покупательная способность их капитала будет удваиваться каждые 17 или 18 лет. Его робость не позво-

ляла ему войти в рынок новых эмиссий 1870-х годов или заразиться манией колониальных инвестиций, которая позже погубила столько инвесторов и немецких банков. Другими словами, он стал очень богатым благодаря своему терпению. По моим расчетам, доходность инвестиционного счета Бисмарка составляла приблизительно 10 % в год на протяжении более чем 25 лет, при том, что средний уровень инфляции в то время не превышал одного процента. Бисмарк был полностью удовлетворен этой доходностью, но всегда забирал свою прибыль и инвестировал ее в земельные и лесные угодья. Он был убежден, что инвестиции в бумажные активы были прекрасным и быстрым способом стать богаче, но истинное богатство должно выражаться во владении землей, на которой можно выращивать деревья.

Бисмарк с жадностью приобретал лесные угодья. Его идея заключалась в том, что земля будет повышаться в цене пропорционально приросту населения, или приблизительно на два процента ежегодно. Он провел исследования, которые убедили его в том, что немецкие леса будут расти в цене на 2,75 % в год, так что его реальная доходность от лесных угодьев составит приблизительно 4,75 % в год, поскольку инфляция в те времена была фактически нулевой. Он был уверен, что если бы инфляция все-таки имела место, то цены на землю и лес повышались бы в соответствии с ее уровнем. Он считал это практически безрисковым способом сохранения и умножения богатства. История подтвердила абсолютную правоту Бисмарка. В период войн, инфляции, поражений и депрессии, разразившихся в Германии в следующей половине столетия, стоимость лесных угодий выросла как ничто другое.

Читая о скромных, но реалистических ожиданиях немецких инвесторов, я не могу не вспомнить о Дэвиде Свенсене и о его очень разумном способе, с помощью которого он пытается понизить уровень ожиданий, возлагаемых на Йельский фонд. Свенсен убежден, что эти ожидания все еще чрезмерны, и что университет и его выпускники должны вернуться в реальную действительность и осознать, что высокие годовые доходы, которые Фонд зарабатывал в 1980-е и 1990-е годы, были отклонением от нормы. К сожалению, средний американский инвестор тоже страдает завышенными ожиданиями, что часто заставляет его испытывать разочарования.

Не известно, насколько эта история достоверна, но она повествует об Уинстоне Черчилле и чрезмерных ожиданиях.

В 1930-х годах Черчилль читал в Кембридже курс лекций по социологии. Имея склонность к театральным эффектам, однажды днем он, стоя на кафедре, обратился к многочисленной студенческой аудитории с вопросом: «Какой человеческий орган под действием внешнего возбуждения может увеличиваться в 12 раз по сравнению со своим нормальным размером?»

Класс задохнулся. Черчилль, очевидно смакуя момент, указал на молодую студентку в десятом ряду. «Ваш ответ?» — потребовал он.

Девушка смутилась и ответила: «Хорошо, видимо, это мужской половой орган».

«Неправильно! — сказал Черчилль. — Кто знает правильный ответ?»

Другая девушка подняла руку: «Это зрачок человеческого глаза, который в темноте расширяется и становится в двенадцать раз больше своего нормального размера».

«Конечно!», — воскликнул Черчилль и повернулся к студентке, отвечавшей первой. «Юная леди, — продолжил он, — я хочу сказать Вам три вещи. Во-первых, Вы не выполнили домашнюю работу. Во-вторых, Вы имеете извращенное мнение, и в-третьих, Вы обречены всю жизнь страдать от чрезмерных ожиданий».

Вот так и американский инвестор в акции обречен жить в атмосфере чрезмерных ожиданий, все еще веря, что в следующие 10 лет он сможет зарабатывать 15 % номинального дохода в год или от 12 до 13 % с поправкой на инфляцию.

Бисмарка волновало и то, что его потомки не будут знать, что делать с унаследованным портфелем ценных бумаг, составленным из акций и облигаций, для управления которыми требовался определенный уровень осведомленности. Он не доверял инвестиционным советникам и считал очень маловероятным, что его потомки смогут найти себе другого Бляйхредера. Поэтому он предпочитал неизменные, стабильные характеристики, присущие такому виду собственности, как лесные угодья. Земля и древесина не требовали, чтобы его потомки искали инвестиционных гениев для управления их деньгами. Все, что они должны были сделать, это держать лесные угодья в своей собственности и получать доход от контролируемой

вырубки леса. Кроме того, у них был бы повод радоваться дождю, поскольку тот способствует росту деревьев.

В этой простой истории заложен глубокий смысл. Сегодня, когда вы оставляете детям ваши финансовые активы, как, по вашему мнению, они смогут управлять ими, если их интересы далеки от инвестиционного бизнеса? Даже самые быстро растущие акции стареют и умирают. Нет ни одной достоверной инвестиционной стратегии, которая смогла бы надежно защитить активы более чем одного поколения. Большинство брокеров представляют собой безнадёжные, раздутые фидуциарные организации, заполненные посредственностями, и даже самые динамичные инвестиционные банки вряд ли переживут своих основателей, не потеряв при этом скорости своего развития. С учетом всех обстоятельств, в том, чтобы оставить потомкам лесные угодья с условием, что они не смогут их продать, есть смысл. Однако хранить все яйца в одной корзине может быть опасно. Если мы перенесемся в 1920 год, то сможем смело отнести это утверждение к акциям Нью-Йоркской, Нью-Хейвенской и Хартфордской железных дорог или к более позднему столь же неудачному варианту размещения всего капитала в акциях American Telephone & Telegraph. Лесные угодья, кажется, не имеют той же степени уязвимости, но они не привлекают к себе крупные капиталы просто потому, что их слишком мало для массовой скупки.

Фонд Йельского университета: от банкротства через забытьё к вершинам славы

Я все еще держал в памяти заседание правления и обсуждавшиеся там вопросы о трудностях достижения стабильности в управлении капиталовложениями и повышения уровня долгосрочной доходности, когда завтракал в Нью-Йорке с Дэвидом Свенсеном, который, как я уже упоминал ранее, управляет Йельским фондом. Я убежден, что Дэвид сделал для Йельского университета больше, чем кто бы то ни было, начиная с самого старика Элью. Вместо того чтобы давать почетные звания пожилым политическим

деятелям и блестящим, но бесполезным академиком, Йельский университет должен отмечать заслуги таких людей, как Дэвид. С тех пор как в 1985 году он принял на себя руководство фондом Йельского университета, доходность фонда достигла 16,1 % в год, что является лучшим результатом среди всех фондов университетов или колледжей. Гарвард с показателем в 14,9 % дышит в затылок. Кроме того, такой результат позволяет фонду Йельского университета войти в 1 % лучших среди всех крупных институциональных инвесторов. Йельский университет использует долгосрочную скользящую среднюю ставку расходов, и за прошедшие годы эта ставка была поднята с 4,5 до 5 %. Сейчас фонд обеспечивает 30 % сметы текущих расходов университета, в то время как в 1993 финансовом году этот показатель был равен 14 %! Таким образом, Йельский университет извлекает выгоду из эффективной реализации своей инвестиционной программы как в плане роста размера фонда, так и в плане увеличения объема средств, идущих на покрытие университетских расходов.

Доход от деятельности фонда жизненно важен для обеспечения благосостояния (и даже выживания) университета. Одному из ведущих частных университетов чрезвычайно сложно существовать исключительно за счет платы за обучение, и он не может рассчитывать только на такой непостоянный источник поступления средств, как пожертвования выпускников, чтобы покрыть все расходы. До появления Дэвида Йельский университет не принимал самостоятельного участия в управлении фондом. Теперь же он наряду с Гарвардской школой бизнеса представляет собой успешный пример нетрадиционного портфельного управления.

За длительный период существования сохранилось несколько упоминаний о неприятностях, связанных с Йельским денежным пулом, так что на его примере можно составить очаровательный исторический экскурс.

Йельский университет был основан в 1701 году, но фонда при нем не существовало до начала 1800-х годов, когда, дабы обеспечить финансовую независимость колледжа, его многочисленные выпускники сделали взносы. В 1811 году казначей Йельского колледжа Джеймс Хиллхаус и два видных опекуна, каждый из которых был очень успешным бизнесменом и уважаемым общественным

деятелем, — Эли Уитни и Уильям Вулси — основали Eagle Bank of New Haven. Они были настолько убеждены в грядущем успехе этого нового банка и росте его сферы обслуживания, что, наряду со своими собственными деньгами, инвестировали в акции банка и большую часть Йельского фонда. Кроме того, под залог этих активов они взяли еще и огромную ссуду, несмотря на то что бюджет колледжа в то время находился в плачевном состоянии и имел существенную задолженность.

К 1820 году весь фонд (за исключением небольшого резерва) был вложен в акции Eagle Bank. Внезапно в 1825 году среди ясного синего неба в полном соответствии с поговоркой разразился гром — из-за обилия неадекватно обеспеченных займов банк объявил о своем банкротстве, тем самым погрузив экономику Нью-Хейвена в депрессию и подвергнув опасности будущее Йеля, поскольку активы его фонда сократились до жалких 1200 долл.

Я придаю этому историческому эпизоду образовательное значение. Во-первых, главным принципом формирования инвестиционного портфеля фонда всегда должен быть принцип диверсификации и предотвращения концентрации средств. Во-вторых, только тот факт, что опекуны являются уважаемыми гражданами, не подразумевает, что они разбираются в инвестициях. В-третьих, следует избегать конфликта интересов. Хиллхаус, Уитни и Вулси были и основателями банка, и его инвесторами со стороны Йельского фонда. Они нанесли своему любимому колледжу огромный ущерб, имея при этом самые лучшие намерения. Только подумайте, какими активами мог бы располагать сегодня фонд Йельского университета, если бы Eagle Bank не обанкротился. Как ни странно, несмотря на эту трагедию, главная улица Нью-Хейвена названа в честь мистера Хиллхауса, гимнастический зал Йеля носит имя Пэйна Уитни, а один из основных и представляющих историческую ценность корпусов университета называется Вулси-холл.

Затем Йельский университет пережил чехарду смены опекунов, и к 1900 году, имея в своем активе 5 млн долларов, его фонд все еще неофициально и небрежно контролировался казначеем и опекунами. Йельский университет управляется небольшим советом видных опекунов, которые, как предполагается, тратят огромное количество времени (шесть-восемь двухдневных встреч в год) на

управление делами университета. Благодаря крупным вложениям в корпоративные акции, фонд процветал в течение 1920-х годов. К 1929 году 42 % портфеля Йельского фонда были инвестированы в акции, против среднего для таких фондов показателя в 11 %, что обеспечивало более высокую доходность, нежели у фондов Гарварда или Принстона. Однако по этой же причине биржевой крах и последующий долгосрочный «медвежий» рынок 1930-х годов нанесли Йельскому фонду огромный ущерб.

Казначей Йеля в конце 1930-х, Лоренс Тай, был прекрасным, прямым, благоразумным человеком, но с ретроспективным мышлением. Он отреагировал на появившиеся в результате биржевого падения потери специальным декретом, гласившим, что активы фонда не менее чем на две трети должны состоять из облигаций и не более чем на одну треть из акций. Кроме этого, он полагал, что казначей и опекуны, как наиболее известные и могущественные представители, обладают наилучшей квалификацией для того, чтобы выбирать, в какие именно ценные бумаги должны инвестироваться средства фонда. В течение следующих 30 лет фонд в основном управлялся опекунами, которые приходили и уходили, в результате чего фонд страдал от того, что можно было бы назвать *благоприятным пренебрежением*. Оставаясь составленным на 70 % из бумаг с фиксированной доходностью, Йельский фонд прозевал сильный послевоенный рост в акциях, но зато полностью поучаствовал в столь же мощном падении цен на рынке облигаций.

К концу 1960-х годов, после 20-летнего «бычьего» рынка в акциях, тогдашние опекуны запоздало решили, что они должны существенно увеличить долю акций в портфеле фонда. Свое решение они принимали, находясь под сильным впечатлением от отчета, опубликованного исследовательской группой, спонсируемой тогдашним президентом фонда Форда, легендарным и аристократичным выпускником Йельского университета МакДжорджем Банди. В этом отчете утверждалось, что большинство фондов управляется слишком консервативно из-за опасений возможного повторения биржевого краха. Далее в нем говорилось, что «обоснованность такого беспокойства не выдерживает беспристрастной критики», и что акции, особенно растущие акции, должны быть главной составляющей частью активов фонда.

Уже в 1968 году, благодаря значительному росту, который акции показали за предыдущие 20 лет, а также закрепившейся за мистером Банди репутации гения, выводы, приведенные в упомянутом отчете, стали восприниматься, как нечто само собой разумеющееся. Начиная с подготовительной школы в Сент-Поле, МакДжордж Банди был известен как «большой мозг». Его считали американским Кейнсом. По результатам составления ученического рейтинга Банди всегда попадал в 1 % лучших за всю историю учеников. В тот год, когда он возглавил список лучших учеников колледжа, от студентов требовалось написать эссе на одну из двух тем: «Как я провел лето» или «Мое любимое домашнее животное».

Вместо этого Банди написал уничижительный памфлет, критикующий авторов подобного задания за то, что они выбрали для экзамена столь глупые, бессмысленные и несоответствующие царящей в мире нестабильности темы. Поскольку он не ответил на поставленные в задании вопросы и избрал раздражающий своим высокомерием стиль, первый экзаменатор поставил ему нуль. Второй экзаменатор, заинтригованный идеей Банди, дал ему 100 баллов. Главный экзаменатор, уже опухший от прочтения бесконечного множества похожих друг на друга сочинений про домашних любимцев и каникулы, также оценил труд Банди максимальным количеством баллов. Поскольку Банди имел блестящие оценки и по другим экзаменам, он стал первым студентом в истории колледжа, набравшим на экзаменах максимально возможное количество баллов. Вскоре после окончания Йельского университета он был нанят Гарвардским университетом, что вдохновило доморощенных йельских поэтов на написание следующей частушки:

Молодой гений Банди из Йеля,
Получивший диплом в понедельник,
В Гарвард был приглашен,
И деканом стал он
Там уже к окончанью недели.

Позже, особенно в свете войны во Вьетнаме, инвестиционные суждения Банди были подвергнуты серьезным сомнениям, но в 1969 году он все еще был на коне. Йельские опекуны в отчаянной

заботе о благополучии фонда пошли на драматический шаг. Они не только отвели акциям главную роль в портфеле фонда, но и решили помочь его управлению, основав в Бостоне новую управляющую компанию под названием Endowment Management & Research (EMR). Они укомплектовали ее штат перспективными агрессивными менеджерами, ориентированными на растущие акции (в те дни таких парней называли «стрелками»). Идея заключалась в том, что Йель станет одним из собственников компании EMR и ее самым крупным и привилегированным клиентом.

Перспективы этого предприятия уже в своем зародыше были катастрофическими. Растущие акции, особенно новых и мелких компаний, достигли своего долгосрочного пика. «Стрелки» были обречены на вымирание. Так что время для подобных нововведений было ужасно неподходящим. Американский фондовый рынок был на пике, растущие акции торговались при непомерном отношении цены к прибыли, и за углом уже маячил долгосрочный «медвежий» рынок, который впоследствии опустит индекс S&P 500 на 45 % ниже и особенно сокрушит те самые акции, что именовались растущими.

За следующие 10 лет стоимость фонда, приведенная в соответствие с инфляцией, сократилась наполовину, финансы Йельского университета пребывали в беспорядке, что привело к приостановке некоторых проектов. К счастью, выпускники оставались щедрыми, но плачевные результаты деятельности фонда вредили процессу сбора денег. В 1979 году Йельский университет отказался от услуг EMR, который впоследствии вышел из бизнеса. В очередной раз Йельский фонд стал жертвой отсутствия диверсификации и слепой веры в слова уважаемого человека, который хотя и обладал недюжинным интеллектом, но не являлся инвестиционным профессионалом.

В 1970-е годы МакДжордж Банди занимался не только исследованиями в области размещения активов. Однако его неудачная защита стратегии инвестирования на основе рыночного импульса так или иначе влияла на институциональную инвестиционную политику. Одним из наиболее пострадавших оказался престижный фонд Форда, в котором Банди имел значительное влияние. В 1980 году *Bawl Street Journal*, славящийся своим острым языком, опубликовал замечательное объявление:

ПРИБЫЛЬ ОТ НАШИХ ОШИБОК!!

Вложение денег — это игра с нулевой суммой. Если есть победитель, то есть и проигравший. Мы проиграли! Если вы продали то, что мы купили, или вы купили то, что мы продали, вы разбогатели!

В 1968 году мы нагрузились акциями под завязку и к 1974 году потеряли почти 50%! В 1973—75 годах мы инвестировали более 150 млн долл. в недвижимость, причем не в абы какую — мы сконцентрировались на Атланте, где и получили по заднице! В 1978 году мы наняли блестящего консультанта-теоретика из Гарварда, который разработал «модель» крена доходности, которая указала нам на то, что энергетические акции переоценены, а бумаги автомобильных компаний дешевы. Это, казалось, имело смысл, поэтому мы продали акции Texas Oil and Gas по 8 долл. и купили General Motors по 60 долл. Мы потеряли 33 % наших денег. Если бы мы поступили наоборот, то заработали бы 430 %!

Все инвесторы иногда допускают ошибки. Но мы совершаем их часто и стабильно. Теперь впервые у вас появилась возможность заработать на наших ошибках. За 10 тыс. долл. в год вы можете получать копии протоколов ежеквартальных заседаний нашего Финансового комитета, на которых мы утверждаем свои инвестиционные планы. За дополнительные 25 тыс. долл. в год мы обеспечим вам ежемесячную телефонную поддержку, сообщая о наших текущих рыночных предпочтениях. И, наконец, всего за 100 тыс. долл. в год вы получите копии отчетов о наших торговых сделках, так что вы ежедневно будете в курсе того, от каких акций стоит держаться подальше. Это часть нашей Противоположной Теории.

Возможно, Вы сочтете наше предложение необычным, но посмотрите на него следующим образом: ясно, что мы не способны принимать правильные инвестиционные решения, так, может быть, в том случае, если мы будем брать плату с тех, кто сумеет извлечь прибыль из наших ошибок, мы наконец найдем способ тоже получить от них хоть какую-то выгоду.

Поторопитесь. Время ограничено. Мы собираемся вскоре осуществить масштабную реструктуризацию своего портфеля, и мы не хотели бы, чтобы Вы, не зная о наших планах, случайно пошли за нами неверным путем.

ФОНД ФОРДА

Благотворительностью не занимаемся

В течение следующих пяти лет Йельский фонд управлялся от случая к случаю. Однако в 1985 году ректором и экономистом Тэймсом Тобином на роль управляющего был завербован Дэвид Свенсен, который получил в Йельском университете степень доктора философии.

Какой блестящий выбор! Особенно, если учесть, что Свенсену тогда был 31 год, и он никогда не был профессиональным инвестором, а предыдущие шесть лет проработал инвестиционным банкиром. Однако Тобин в свое время был преподавателем Свенсена и знал его как умного человека, обладающего аналитическим умом и желающего бросить вызов общепринятым правилам. Позже Свенсен нанял на работу Дина Такахашу, которого он знал как студента Йельского университета и как свое альтер эго. Эти двое представляли собой замечательную команду. Кстати, сегодня они оба вполне могли бы найти себе более привлекательные и выгодные места работы, но они предпочитают работать в интеллектуальной атмосфере, и к тому же оба преподают в Йельском университете. Свенсен, согласно данным из номера университетского журнала *Yale Alumni Magazine* за июль-август 2005 года, в 2003 году получал приблизительно 1 млн долл., что делало его самым высокооплачиваемым служащим Йельского университета.

Фонд Гарварда, объединяющий сейчас 22,6 млрд долл., также великолепно управлялся последние 20 лет, а за 12 месяцев, закончившихся 30 июня 2004 года, поднялся на 21,1 %. Гарвардский фонд вкладывает малую часть средств в американские акции, предпочитая инвестиции в недвижимость, иностранные акции, абсолютные доходные стратегии и лесную промышленность (включая 600 млн долл., вложенных в леса Новой Зеландии). Менеджмент Гарвардского фонда, стремясь сохранить в своем штате высокопрофессиональных инвесторов, предлагает им щедрую, но конкурентоспособную стимулирующую систему оплаты труда. Эта модель привела к появлению огромных зарплат (35 млн долл.), что стало причиной активного недовольства некоторых невероятно глупых выпускников. В результате менеджменту Гарварда пришлось расстаться с Джеком Мейером, который был неформальным лидером фонда, и большинством «звезд», уволившихся, чтобы заняться организацией своих собственных хеджевых фондов. Пока не ясно, как после этого будет осуществляться управ-

ление Гарвардским фондом. Так что Йельскому университету невероятно повезло.

Дэвид и Дин придерживаются пяти основных принципов. Во-первых, они свято верят в акции. Как инвесторы, они хотят быть владельцами, а не кредиторами. Во-вторых, они стремятся иметь диверсифицированный портфель. Они убеждены, что распределение активов и снижение концентрации может более эффективно снизить риски портфеля, нежели попытки сыграть на срочных рынках. Несмотря на профессионализм штаба Йельского фонда, никакие попытки улучшений портфеля не предпринимаются до тех пор, пока рыночные оценки не принимают экстремальных значений. Третий принцип заключается в том, что значительная прибыль может быть получена профессиональными управляющими на внебиржевых рынках, которые характеризуются отсутствием полноты информации и ликвидности. Это та сфера, в которой управляющие Йельского фонда работают наиболее активно.

Четвертый принцип, о котором Свенсен упоминал на нашем совместном завтраке, заключается в том, что по его убеждению Йель должен пользоваться услугами внешних управляющих для любых инвестиций, кроме самых рутинных или индексных. Его штат гордится блистательными знаниями своих инвестиционных управляющих. И наконец, Свенсен всегда уделял особое внимание изучению явных и неявных стимулов, управляющих действиями внешних менеджеров. Он считает, что первичной целью для большинства компаний по управлению активами является рост авуаров, а не высокая доходность инвестиций. Он не желает иметь дело с теми из подобных компаний, которые связаны с инвестиционными банками и открытыми фондами, из-за потенциальной возможности конфликтов интересов. Он хочет, чтобы инвестиционные банки, с которыми он сотрудничает, принадлежали и управлялись людьми, которые ставят во главу угла интересы инвестиций, а не бизнеса, теми, кто, по его словам, неизменно заботятся об увеличении стоимости активов, находящихся под их управлением, а не о росте своего бизнеса. Бизнес-подход в конечном счете всегда разрушает компании, занимающиеся управлением инвестициями.

Дэвид не считает, что дно текущего «медвежьего» рынка уже пройдено. Он думает, что основные классы активов, в диапазоне

от высоколиквидных ценных бумаг (и акций, и облигаций) и до прямых инвестиций в акционерный капитал, все еще переоценены, что публика еще не получила предназначенный ей урок, и что доходы от акций и облигаций, особенно в Соединенных Штатах, в следующие 5–10 лет будут несерьезны. В результате доля высоколиквидных ценных бумаг в портфеле Йельского фонда сократилась с более чем 75 % в 1984 году до 22,5 % в настоящее время. Для сравнения, средний объем таких вложений среди фондов американских образовательных учреждений составляет 54,3 %. Вместо этого Йельский фонд предпочитает диверсифицирующие классы активов, такие как ориентированные на абсолютную доходность хеджевые фонды, способные к «выгрызанию» стабильной 8–9 %-ной прибыли. Лесные угодья и акции развивающихся рынков — это те инструменты, на которые он обращает теперь свое внимание. Он убежден, что альтернативные активы по определению имеют свойство быть недооцененными, обеспечивая возможность активного управления инвестициями.

Официальные итоги финансового года, заканчивающегося в июне 2005 года, еще не подведены, но Свенсен полагает, что прибыль составит приблизительно 20 %. За 10 лет, которые закончились 30 июня 2004 года, средняя доходность Йельского фонда достигла уровня в 16,8 % годовых, что равняется примерно 13 % *реальной* доходности. Взятая за последние 20 лет доходность составляет 16,1 %, а это означает, что стоимость активов фонда увеличилась больше чем десятикратно. Свенсен очень сомневается, что следующее десятилетие будет столь же плодотворным. Ожидаемая реальная доходность его нынешнего инвестиционного портфеля находится на уровне 6,2 % в год с риском или волатильностью в 11,1 %. Данное распределение активов предусматривает использование альтернативных инструментов, которые характеризуются намного более широкой дисперсией в показателях доходности управляющих. Таким образом, он надеется, что правильный выбор управляющих даст возможность Йельскому фонду добиться более высокой реальной доходности, нежели 6 %. В своих ежегодных отчетах и выступлениях Свенсен проповедует теорию возвращения к средним показателям и подчеркивает, что не следует строить свои ожидания на основе недавних высоких показателей доходности. В офисе Йельского фонда работает

20 человек, включая секретарей, кроме того, фонд пользуется услугами примерно 100 внештатных управляющих.

Для меня взлеты и падения Йельского фонда являются яркой демонстрацией того, насколько сложно создавать и поддерживать инвестиционную организацию, которая смогла бы на протяжении нескольких поколений приспосабливаться к появлениям и исчезновениям инвестиционных талантов и успешно пережить не одно столетие. Вывод, который я могу сделать, состоит в том, что роль личности (или, возможно, личностей) в деле успешного управления инвестиционным портфелем является абсолютно определяющей. Комитет не может справиться с этой задачей. Он может лишь способствовать выбору профессионала и надеяться на то, что этот выбор окажется правильным, но не должен заниматься фактическим формированием и управлением инвестиционным портфелем. Коллективные решения комитета имеют склонность оказываться ошибочными. Как видите, я далеко не во всем согласен с Дэвидом Свенсеном.

ГЛАВА 12

Мистика природы и тупость коллективного мышления

В момент слабости я дал обещание поговорить с парнем, который оказывает очень дорогие услуги по техническому анализу рынка. Я буду называть его Мэн, поскольку именно в штате Мэн он и живет. Один из наших крупных инвесторов умолял меня послушать этого «технаря», который является фанатом чисел Фибоначчи. Этот инвестор прислал мне еженедельные прогнозы Мэна от 14 октября 2002 года и 8 марта 2003 года, в которых, используя числа Фибоначчи, он (о, чудо!) действительно оба раза правильно предсказал ценовое «дно».

Я считаю технический анализ рыночной конъюнктуры инструментом, который лучше всего использовать одновременно с фундаментальным анализом. Я всегда обращаю внимание на графики, но использую их так, как обычно используют дорожную карту: для определения местонахождения цены того или иного актива. Я думаю, что уровни поддержки и сопротивления* стоят того, чтобы учитывать их при принятии решения о покупке или продаже, потому что очень многие обращают на них внимание. Множество инвесторов, некоторые из которых просто слишком ленивы для того, чтобы проводить фундаментальный анализ, действительно верят в то, что, используя технический анализ, можно получить достаточно точный прогноз. Поэтому даже те, кто подобно мне думает, что все это полная ерунда, должны знать о технических моделях и считаться с ними как с фактором, затрагивающим поведение игроков и цены.

Числа Фибоначчи — это отдельная тема. От построенной на их основе теории не так-то легко отмахнуться. Я не верю в оккультизм или сверхъестественные силы, но в природе и в жизни действуют законы, далекие от нашего понимания и наших научных познаний.

* Уровни поддержки и сопротивления — ценовые уровни, на которых, согласно теории технического анализа, следует ожидать более плотное сосредоточение заявок на покупку и продажу соответственно. — *Примеч. пер.*

Например, фондовый рынок — темное, таинственное животное которое отражает не только основные экономические и деловые принципы, но и проявляет основные человеческие эмоции, такие как жадность и страх. Другой пример — числа Фибоначчи. Многие инвесторы ничего о них не знают, а знать, возможно, и следовало бы.

Николас Фибоначчи родился в Италии в 1175 году. Всю жизнь он был поглощен числами и, должно быть, был математическим гением. В 1202 году он издал книгу *Liber Abaci* («Книга о счётах») посвященную истории появления арабских цифр в Европе, в которой описал ряд своих открытий мистических числовых моделей имеющих выражение в природе, сооружениях и во Вселенной. Он начал со следующей постановки задачи.

Некто поместил пару кроликов в некотором месте, со всех сторон окруженном стенами. Определите, сколько пар кроликов родится здесь в течение одного года, если ежемесячно каждая пара кроликов производит другую пару, а кролики становятся половозрелыми спустя два месяца после своего рождения. Ответ: 1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21, 34, 55, 89, 144, 233. Сотое число в этой последовательности будет — 354 224 848 179 261 915 075.

Продолжая анализировать этот ряд чисел, Фибоначчи обнаружил что они имеют много странных и интригующих характеристик. Среди них следующие.

- Сумма двух любых последовательных чисел представляет собой следующее число в последовательности.
- Отношение каждого числа последовательности (после первых четырех) к предыдущему всегда равно 1,618, а ко второму слева от себя — 2,618.
- Каждое число последовательности делится на второе число слева от себя с остатком, в точности совпадающим с числом, стоящим на позиции перед числом-делителем.
- Разница между квадратом любого числа последовательности и квадратом числа, стоящего в этом ряду на две позиции дальше, всегда представляет собой число Фибоначчи.
- Сумма квадратов любых рядом стоящих чисел последовательности, после 1, будет всегда равняться числу, стоящему через две позиции после большего из возведенных в квадрат чисел.

Наиболее впечатляющим открытием было то, что если вы делите число Фибоначчи (после первых четырех) на число, стоящее следующим в этой последовательности, то вы всегда получаете результат, приблизительно равный 0,618 (и чем дальше в ряду стоит взятая вами пара чисел, тем ближе полученный результат к 0,618). А 0,618 — это волшебное число. Так называемое *золотое сечение* — отношение 0,618 к 1 — представляет собой решение математического уравнения, описывающего совершенство. Оно является математической основой, заложенной в расчет формы здания Парфенона, расположения семечек в подсолнухах, витков спирали на панцире улитки, греческих ваз, больших спиралей космических галактик и карточных игр. Оно лежит в основе форм, наиболее приятных для восприятия человеческим глазом, как прямоугольных, так и спиралевидных.

Золотая пропорция, обозначаемая как «фи», так называемая *логарифмическая спираль*, встречается повсюду и очаровывает человечество в течение тысячелетий. Древние египтяне представляли собой очень искушенное и образованное общество астрономов и математиков, но как мистики они были знакомы и с концепциями бесконечности времени, космоса и загробной жизни. Выдающийся памятник их цивилизации — Великая пирамида в Гизе, величественный дизайн которой был спланирован в соответствии с параметрами золотого сечения. Отношение высоты к основанию равно 0,618. Высота пирамиды равна квадратному корню из увеличенной в 161,8 раза половины ее основания. Египтяне использовали дюймы как стандартную меру длины, и высота Великой пирамиды составляет 5813 дюймов (5, 8 и 13 — числа Фибоначчи), а длина окружности, описывающей эту пирамиду, равна 36 524,2 дюйма. Может быть, это потому, что египтяне смогли вычислить, что точная продолжительность календарного года составляет 365,242 дня? Все размеры Великой пирамиды соизмеримы с «фи», которую они рассматривали, как символ созидательной функции. Угол наклона знаменитого Восходящего прохода в пирамиде равен отношению 26 к 18 градусам.

Греки также знали о числе 0,618 и называли его *золотым средним*. Большая часть созданных ими произведений архитектуры и искусства базировались на динамической симметрии этой пропорции и вращающихся квадратах, которые, казалось, интенсивно вибрировали. Они были убеждены, что пропорции золотого среднего были

столь приятны глазу потому, что люди постоянно наблюдали проявление этого соотношения вокруг себя. Они полагали, что пуп является золотой серединой совершенного тела, с соблюдением размеров золотой пропорции в шее, глазах, ногах и руках. Тайна чисел была потеряна с падением Греции, пока Фибоначчи не обнаружил ее снова. А в XVII веке Якоб Бернулли, создавая модель природы, поместил золотой прямоугольник в золотую спираль. Леонардо да Винчи использовал золотой прямоугольник (1,618 к 1) для многих из своих картин, как это описано в недавнем бестселлере «Код да Винчи».

Числа Фибоначчи, золотой прямоугольник и золотая спираль встречаются в природе повсюду. Журнал *Science* опубликовал несколько академических статей на эту тему, указывая на присутствие чисел Фибоначчи во всем, от лепестков гирлянды и спиралей подсолнечника (55 против часовой стрелки и 89 по часовой стрелке) до описания взаимного расположения листьев на стеблях растений. Закономерность, заложенная в золотой спирали, проявляется в рогах, когтях, зубах, раковинах и даже в паучьей сети. Бактерии размножаются со скоростью, соответствующей последовательности Фибоначчи. Кроме того, *Science* приводит еще массу примеров. Человеческое тело имеет пять конечностей, пять пальцев на руке и пять пальцев на ноге, октава в фортепиано составлена из 13 клавиш — 8 белых и 5 черных. Музыкальный аккорд шестой ступени звучит наиболее приятно, а нота «ми» вибрирует в отношении 0,625 к ноте «до». Само ухо представляет собой золотую спираль.

По-настоящему хороших объяснений того, почему последовательность Фибоначчи существует, не предложено. Одни объясняют это тем, что Бог является математиком; другие говорят, что все это — чистое совпадение и вздор лихорадочных умов. Некоторые ученые утверждают, что последовательность Фибоначчи и золотая спираль настолько широко распространены, что они должны быть частью некой периодической модели роста. Другие заявляют, что это способ природы получать количество, не жертвуя при этом красотой.

Было бы странно, если бы не нашлись желающие применить числа Фибоначчи к фондовому рынку. Особенно много сил в этом направлении приложил Р. Н. Эллиотт в начале 1930-х годов. Он утверждал, что модели исторического развития человечества носят не случайный характер и следуют суперциклу из трех шагов вперед

и двух назад. Он также утверждал, что эта последовательность с изысканной точностью отражена в динамике взлетов и падений фондового рынка. В 1960-х годах Гамильтон Болтон, редактор *Bank Credit Analyst*, написал множество статей в поддержку теории волн Эллиотта; Боб Претчер, издающий свой рыночный листок, — еще один видный ученик Эллиотта. Используя анализ теории волн, Претчер правильно предсказал «бычий рынок» начала 1980-х годов и идентифицировал 1987 год как поворотный. Рынки любезно потерпели крах в 1987 году, и Претчер стал инвестиционным гуру. В 1990 году он написал книгу о надвигающихся приливно-отливных волнах, гибели и мраке, и, насколько я знаю, с тех пор он находится исключительно на «медвежьих» позициях. Возможно, его проблема состояла в том, что он неправильно рассчитал волну суперцикла.

В Японии, во время последних стадий большого «бычьего» рынка, в компании Morgan Stanley работал рыночный аналитик, целиком полагавшийся на старую стратегию торговца рисом из Осаки, которая по существу представляет собой вариацию чисел Фибоначчи. Эта система, подобно многим другим, хорошо работала при описании исторических данных, но терпела неудачу в режиме реального времени. В результате однажды этот парень опоздал на одну волну и был утоплен во время краха японского рынка в 1990 году. Проблема с применением чисел Фибоначчи в отношении фондового рынка всегда заключалась в определении отправной точки и в правильном подсчете волн. Поскольку внутри больших волн существуют более мелкие, многие ученики Фибоначчи пытаются осуществлять на их основе краткосрочный трейдинг. Я отношусь к этому скептически. Результаты работы счетчиков волн Фибоначчи-Эллиотта не внушают оптимизма, и я думаю, что они со своей догмой могут доставить своим последователям серьезные неприятности.

Числа Фибоначчи впечатляют, но они слишком мистичны для анализа рынков

Так или иначе, я все же встретился с этим помешанным на числах Фибоначчи парнем из Мэна. Он был молод и ликом чист, а его высказывания отличались восторженностью и невероятной искренностью.

Очевидно, он неистово верил в свою идею. «Бог должен быть математиком», — сказал он мне, доставая и раскатывая по всей длине нашего стола для переговоров распечатку длиннющего графика, заголовок которого звучал так: *Последовательность Фибоначчи в суперциклах*. График отображал динамику американского фондового рынка, охватывал период с 1789 года и был весь испещрен тонкими синими линиями и аккуратными рукописными примечаниями. Затем он набрал в легкие побольше воздуха и начал свой рассказ, утверждая, что основанная на числах Фибоначчи четвертая волна гигантского, случающегося «раз в тысячелетие», суперцикла длилась с 1966 по 1982 годы. Затем последовала пятая волна, которая закончилась весной 2000 года. Он верит, что теперь мы вошли в трехволновую стадию падения, хотя он признает, что среди последователей этой теории существуют разногласия относительно точного определения того, в какой по счету волне мы находимся. Текущая «минуэт»-волна (sic!) устанавливает индекс S&P 500 на уровне 1052 пунктов. Мэн искренне верит, что следующая нисходящая волна опустит его до отметки 650 пунктов (что составит 0,618 от 1050).

Мэн также не стесняется использовать числа Фибоначчи для составления краткосрочных прогнозов. Он может высчитывать «ралли» и коррекции на основании недельных данных. Числа Фибоначчи используют многие технические аналитики, но каждый из них приходит к собственным заключениям. Все зависит от отправной точки расчета. Сам подсчет тоже оставляет значительный простор для оправданий. Если аналитик оказывается неправ, он списывает свою ошибку на неверный расчет волн. Мол, дело не в том, что теория с числами Фибоначчи не работает, просто он, техник, в следующий раз произведет более точные расчеты, а, значит, вы должны продолжать ему верить.

Я пытался быть вежливым. Парень выглядел настолько искренним, настолько истинным сторонником своей идеи, и все же он почувствовал мое скептическое отношение к его рассказу. Это его задело, но что взять с меня — старого варвара, которого в конечном счете отправят на свалку. Что я об этом думаю? Я не думаю, что Бог является математиком или техническим аналитиком. Он непостижим, так же как и фондовый рынок. Кредо чисел Фибоначчи выглядит впечатляющее и таинственно, но я сомневаюсь, что кто-либо когда-либо сможет эффективно и последовательно применить эту теорию к фондовому рынку.

Наконец, мое мнение заключается в том, что вся эта теория суперцикла Фибоначчи дает слишком долгосрочные прогнозы, чтобы быть полезной для нас, ежедневных инвесторов. Этот материал интересен и вполне уместен как тема для приятной беседы, но строить на этой идее свой инвестиционный портфель весьма неразумно. Однако человеческая природа не изменяется, история имеет свойство повторяться, а поскольку фондовый рынок представляет собой отражение человеческой природы, следует внимательно и объективно следить за развитием событий.

Идея существования длинных циклов в человеческой экономической истории заставляет обратиться к библейским временам. В Ветхом Завете говорится о 50-летних юбилеях, при праздновании которых рабы освобождались, а долги прощались. Эдвард Гиббон в своей знаменитой книге «Падение Римской империи» указывает на существование 50-летнего цикла войн, а 54-летний цикл может быть выявлен в хронологии цен на сельскохозяйственную продукцию, начиная отсчет еще со времен истории народа майя в Центральной Америке в 1260 году. Даже примитивные экономики, казалось, зависели от циклов, продолжительность которых более или менее близка к пятидесяти годам. Плодородие земель, количество рабов и величина долга увеличивались и уменьшались, балансировали так, как будто руководствовались законами природы.

Все инвесторы по своей природе зависят от памяти. Если они совсем недавно вложили капитал и не имеют необходимого боевого опыта, они особенно уязвимы по отношению к последним событиям. Очень важно уметь обходить привлекательные западни экстраполяции самого недавнего прошлого в будущее. Если вы все же поддадитесь этому желанию, то это будет похоже на управление спортивным автомобилем по дороге в гору, с противоположной стороны которой находится крутой спуск, а вы при этом глядите в зеркало заднего обзора.

Описание Адама Смита

Одна из лучших книг об инвестициях — книга Адама Смита «Игра на деньги», которая была издана в 1967 году в период, когда акции повышались после окончания «медвежьего» рынка, ранив-

шего немалое количество инвесторов. Один из главных героев этой книги — Великий Винфилд, который управляет высокоэффективным взаимным фондом. Он — воплощение «стрелка» той эры, утомленного, циничного, но проницательного.

Конец 1960-х годов. Цены акций конгломератов, компьютерных лизинговых компаний идут в гору. Но Великий Винфилд не может пересилить свое нежелание покупать необеспеченные бумаги, и его доходность отстает от рынка. Дело в том, что Великий Винфилд был ужасно, почти смертельно ранен во время «медвежьего» рынка начала 1960-х годов, когда цены акций существенно упали. Он слишком хорошо помнит тот ужасный день, «когда оркестр прекратил играть» и его инвестиционный портфель пошел ко дну. Эти воспоминания теперь руководят его действиями на рынке. Прошное не позволяет ему покупать технологические акции, хотя Винфилд считает эти бумаги перспективными.

В результате Великий Винфилд находит решение, которое заключается в том, чтобы нанять трех двадцатидевятилетних ребят. «Ребята, — говорил он, — сейчас мы наблюдаем детский рынок». Дети не отягощены никаким накопленным инвестиционным багажом, и они покупают мусорные бумаги и верят в них, как если бы они пришли раз и навсегда. «Сила молодых в том, что их не тянут на дно воспоминания о былых поражениях, и они, зарабатывая все больше денег, чувствуют себя неукротимыми», — говорил Великий Винфилд.

Он называет своих ребят Мальчик Билли, Мальчик Джонни и Мальчик Шелдон, и когда Адам Смит посещает офис Великого Винфилда, они с энтузиазмом рассказывают ему о компьютерных и нефтяных компаниях, конгломератах, акциями которых они владеют. Они называют Великого Винфилда «сэр» и относятся к нему с большим почтением. «Ну, разве они не симпатичны? — гордо спрашивает Великий Винфилд. — Разве они не пушисты? Смотрите, они же похожи на игрушечных мишек. Это — их рынок!» Он просит их рассказать о концепции инвестиций в компьютерно-лизинговые компании.

«Я покупаю акции компьютерно-лизинговых компаний, сэр, — докладывает Мальчик Шелдон, подобно курсанту-первокурснику из Вест-Пойнта, — потом, используя их в качестве залога, получаю в банке кредит и снова покупаю эти же бумаги. Потребность в компьютерах фактически бесконечна, сэр».

Великий Винфилд сияет от гордости: «Вы слышали? Слышали? Это веяние времени: жизнь начинается снова. Это изумительно! Я отношусь к ним, как к собственным детям! Мои мальчики! Мои дети!» Затем он обзывает Адама Смита «старомодным чудаком» и, указывая на него, говорит свои «мальчикам»: «Вы только посмотрите на недоверчивую физиономию этого старика».

Сегодня мы наблюдаем противоположную ситуацию. «Золотые мальчики» конца 1990-х годов были истинными сторонниками рынка технологических акций, и они были настолько опустошены, когда «пузырь» взорвался, что теперь не могут заставить себя вновь покупать бумаги этого сектора. Они парализованы, кастрированы, травмированы тем, что случилось с ними. Но в следующие несколько лет сектор высоких технологий вновь начнет приносить высокий доход из-за неминуемого роста заказов, так что прибыль этих компаний будет намного лучше ожидаемой. Так что, возможно, нынешним Великим Винфилдам стоит подумать о том, чтобы вместо молодых мальчиков нанять на работу старика типа меня.

Коллективное мышление = Коллективная тупость + Авторитаризм: Встречам инвесторов необходима небольшая ажитация и полемика

Недавно по просьбе своего друга я посетил встречу инвестиционного комитета крупного фонда. Такие встречи почти всегда представляют собой печальное зрелище, потому что присутствующие на них с самыми лучшими намерениями приходят к неверным суждениям в отношении акций, роли альтернативных классов активов, бюджета, а также найма и увольнения менеджеров. Группы весьма не глупых, искренних людей принимают плохие решения, которые просто отражают преобладающее среди них согласие с тем, что работало относительно недавно, несмотря на вопиющие свидетельства грядущих изменений.

Самые важные инвестиционные решения в большинстве крупных учреждений и для большинства крупных портфелей принимаются

коллегиально, но немногие понимают отрицательные стороны группового решения проблем. Я думаю, что в большинстве случаев группам умных людей свойственна пассивность, поэтому одиночка имеет намного больше шансов для принятия хороших решений. Коллективный интеллект группы, безусловно, меньше суммы составляющих его частей, поэтому чем больше группа, тем меньше шансов на то, что она сможет принимать свои решения мудро и четко. Есть смысл в словах Ницше о том, что безумие редко встречается у отдельных личностей, но свойственно для толпы.

Коллективное мышление (или, может быть, правильнее было бы называть его *коллективным оупением*) — это болезнь, поражающая каждый комитет, хотя большинство из них этого не осознает и, более того, неосторожно наслаждается сложившейся системой. Чем более сплоченной является группа, тем более ее члены уважают друг друга. Чем больше комитет и его важность, тем более вероятно, что он будет принимать плохие решения. Несколько лет назад Ирвинг Янис, психолог из Йеля, написал замечательную небольшую книгу под названием «Коллективное мышление», которая проливает свет на все его опасности. В книге содержится множество интереснейших социологических исследований этого явления, но она никогда не продавалась и сейчас не печатается.

Янис описывает коллективное мышление как «режим размышлений, в котором участвуют люди, глубоко вовлеченные в круг лиц, связанных общими интересами, когда стремление его членов к единодушию отменяет побуждение реалистично оценить альтернативы... отмеченное искажение в обработке информации, отвержение реальности и отдельных мнений — все это следствие воздействия пресса коллективного мышления». Он не говорит о несвязных, политически ориентированных группах или группах, создаваемых вокруг себя лидером/диктатором-манипулятором. Коллективное мышление возникает, когда лидер не ограничивается тем, чтобы услышать только то, что он или она желает слышать, но искренне просит других людей высказать свои мнения. Это случается даже когда члены группы умны, активны и не являются подхалимами, опасаящимися выражать свои настоящие мысли.

Инвестиционные группы и комитеты, когда у них не существует выработанной и согласованной технологии коллективной работы

могут стать заложниками взаимного уважения и вежливости. Это случается наиболее часто, когда члены группы равноправны и среди них нет руководящего лидера. Они обсуждают альтернативы и затем не делают ничего. Я был на совещаниях, где это происходило. Противоречия, страстные споры и даже гнев приносят пользу.

Чем более высок социальный статус группы и чем более важная роль она играет, тем более вероятно, что она явит собой яркий пример коллективного мышления. Отдельные ее члены не желают быть подвергнутыми остракизму или испортить отношения с другими членами, выражая инакомыслие, потому что для них важно сохранение статуса участника группы. Еще одно замечание заключается в том, что чем больше наблюдателей присутствует на совещании группы, тем менее свободным получится процесс обсуждения и принятия решения. Янис приводит классические примеры, как «самые лучшие и яркие» советники президентов Кеннеди и Джонсона принимали катастрофически плохие решения по поводу Кубы и Вьетнама.

В своем классическом труде «Инстинкты стада на войне и в мире» Уилфред Троттер утверждает, что и мужчины, и женщины — «стадные» животные. Главные характеристики стада — однородность и соответствие. Общество с детства учит нас необходимости быть частью группы и не слишком выделяться в толпе. Троттер указывает на существование «пугающей подавляющей силы, которую общество всегда применяло в отношении новых идей и взглядов, и темница, эшафот и крест всегда были наградой инакомыслящим». Если вы становитесь членом инвестиционного комитета, то, к сожалению, вы быстро приходите к мнению, что лучше быть на стороне неправого коллектива, чем выразить противоположное мнение, даже если вы в нем уверены, поскольку, если вдруг окажется, что ваше диссидентское мнение ошибочно, ваше членство в комитете закончится очень быстро. Если же окажется, что вы, в отличие от коллектива, были правы, мало кто вспомнит, что именно вы говорили, и говорили ли вообще.

Хотя против коллективизма существуют некоторые контрмеры, единственной реальной защитой против этого интеллектуального рака является понимание. Не погружаясь глубоко в детали, приведу некоторые симптомы болезни, представленные в книге Яниса (комментарии в скобках являются моими).

- *Преобладание коллективной рационализации общедоступных иллюзий.* (Часто проявляется в период сильного «бычьего» рынка.)
- *Грубое, стереотипно-отрицательное отношение к иным взглядам.* (Пример: «Медведи» — толпа неудачников и идиотов. Фундаментальный анализ — для непрактичных академиков.)
- *Разделяемая всеми членами вера в групповую этику.* (Относится прежде всего к правительственной и корпоративной политике принятия решений.)
- *Иллюзия неуязвимости для опасных последствий.* (Мы сталкивались с подобной ситуацией, когда вещи выглядели еще хуже, и этот метод срабатывал. Кто не рискует, тот не пьет шампанское. Войсковые подразделения и спортивные команды могут извлечь выгоду из разделенной иллюзии о своей силе и удаче; но при принятии коллективных решений такая тактика не помогает.)
- *Иллюзия единодушия и подавление личных сомнений.* (Кроме меня все в комитете думают, что происходящее сейчас на рынке — это всего лишь коррекция, поэтому мне не следует волноваться по поводу своих худших подозрений, и, кроме того, если я их выскажу, все решат, что у меня кишка тонка.)
- *Тонкое давление группы на инакомыслящих.* (Раньше я думал, что Джо — хороший сильный инвестор, но теперь похоже, что он теряет свою хватку.)
- *Наличие самоназначенного «охранника», который защищает группу от мыслей, которые могли бы поколебать коллективную веру.* (Нам нет никакого смысла выслушивать этого сумасшедшего «технаря» с «медвежьими» взглядами.)
- *Послушание, созданное харизматическим, ранее успешным лидером.* (Решение о высадке десанта в Заливе Свиней было классическим примером: группа верила, что Джон Ф. Кеннеди — прирожденный победитель, и он всячески культивировал эту групповую точку зрения.)
- *Посторонние разговоры во время групповых совещаний.* (Это признак дезорганизации процесса принятия решений, что характеризуется общим отсутствием регламента обсуждения проблем.)

- *Недостаток стандартного анализа риска, подразумевающего использование методических процедур.* (Группа должна применять методы моделирования ситуаций и формализации оценки рисков и обращать на полученные результаты серьезное внимание.)

Янис утверждает, что лидер должен создавать на совещаниях такую атмосферу, которая способствует «интеллектуальным проявлениям в среде личного доверия». Это легко сказать, но трудно сделать. Члены группы должны чувствовать себя уверенно относительно своего статуса и получать доказательства того, что их положение и материальные интересы не будут подвергнуты опасности в результате критических или противоположных высказываний. Лидер, говорит Янис, должен быть беспристрастен, поощрять дебаты и критический анализ со стороны тех, кто не согласен с его или ее идеями. Иногда лидер должен позволять группе встречаться отдельно, чтобы происходил свободный обмен мнениями. На каждом совещании не менее чем одному участнику должно быть поручено выступать в роли «адвоката дьявола», бросающего вызов общему согласию. После вынесения предварительного решения должно быть назначено дополнительное совещание, на котором члены группы, как ожидается, выразят все свои оставшиеся сомнения, и коллектив получит шанс еще раз продумать свое решение.

Совещания, проходящие в согласии и гармонии, обычно приводят к коллективному «одобрямсу» и самодовольству, тогда как ажитация, страстные споры и немного стресса — хорошие признаки полноценного обсуждения проблем. Некоторые из самых успешных компаний по управлению капиталовложениями проводят совещания, сопровождающиеся постоянными спорами и волнениями, но участники этих собраний не опасаются потери своего статуса и ухудшения личных отношений друг с другом. Янис говорит, что члены группы должны поощряться к периодическому обсуждению самого процесса принятия коллегиальных решений с партнерами вне группы, которым они доверяют, и передаче их реакции. Данный метод борьбы с единодушием кажется мне несколько непрактичным.

Для крупных компаний по управлению капиталовложениями, которые должны управляться коллегиально через комитет инвестиционной политики, по моему мнению, лучшие возможности для

принятия хороших решений дают регулярные, но неофициальные встречи лидера с маленькой группой (я думаю, три-пять человек будет в самый раз) доверенных советников. Эта группа обсуждает проблемы, и лидер может спросить ее мнение, но в итоге только лидер принимает окончательное решение и несет за него ответственность. Конечно, большое количество участников совещания выглядит более демократично, поощряя соучастие коллектива в процессе выработки решений, но в инвестиционном бизнесе демократическое правление не работает. Фактически оно неизменно терпит неудачу. Принятие решения и ответственность должны быть сосредоточены в руках одного человека.

Янис предлагает более бюрократический подход, и для управления крупными компаниями его слова, должно быть, имеют смысл. Он утверждает, что основная группа, принимающая решения, должна включать в себя людей с различным стажем работы, относящихся к разным социальным слоям и имеющих различные убеждения. В группе, если это возможно, должны присутствовать и заядлые спорщики, и даже несколько неприятные члены, которые, тем не менее, пользуются уважением и доверием. Каждый в группе должен иметь голос, влияющий на принятие решений. Ни клиенты, ни внутренние наблюдатели не должны посещать совещания, как бы они того ни хотели. Мы в Traxis все трое представляем различные социальные слои, но, хотя мы иногда можем спорить до хрипоты, в нашей группе нет неприятных участников (насколько я знаю). Конечно, каждый из нас имеет право голоса при принятии решений. Каждый из нас имеет определенные обязанности, являясь, таким образом, подотчетным перед двумя другими партнерами.

Тем фондам, которые должны управляться через инвестиционные комитеты, необходимо стремиться к тому, чтобы заполучить сильного, опытного председателя. Кроме этого им следует установить минимальную численность инвестиционного комитета, но при этом иметь уверенность в том, что его членами являются исключительно опытные люди. Совещания должны иметь регламент с тем, чтобы все решения могли быть приняты без бесконечных монологов. Во многих фондах ситуация обратная. Они имеют слабого председателя совещания проходят хаотично, их посещаемость членами раздутых комитетов плохая, за принятие решений голосуют, опираясь на

слухи. Эти недостатки не приводили к серьезным последствиям до тех пор, пока на рынке наблюдался сильный рост, но в последующие годы, когда однозначность в оценках дальнейшего движения рынка что акций, что облигаций отсутствует, эффективность принятия решений может иметь намного большее значение. Помните, ни в одном из парков мировых столиц не поставлено ни одного памятника комитетам.

Но авторитаризм не менее опасен

Авторитаризм, характеризующийся тем, что мнение одного очень сильного и очень успешного индивидуума доминирует над остальными, при принятии инвестиционного решения может быть столь же опасен, как и коллективное мнение. Единоличные мнения легко приводят к авторитаризму и тирании. Компания особенно уязвима, когда все ключевые должности в ней занимает один и тот же человек. Но даже комитеты могут быть во власти сильного индивидуума, если другие отказываются бросать ему вызов. Люди, которые создали хеджевые империи, все из этой когорты уверенных в себе руководителей, работавших по принципу «разделяй и властвуй». Джулиан Робертсон, Джордж Сорос и Луи Бэкон не стали бы сверхбогатыми людьми, испытывая они недостаток уверенности в себе или лень. Как скромно сказал однажды Джимми Хоффа: «Я могу иметь недостатки, но быть неправым — не является одним из них».

Как бизнес-структуры, компании по управлению инвестициями и хеджевые фонды особенно страдают от последствий авторитаризма, поскольку результаты неудачных решений быстро отражаются на активах и доходах компании и выносят на поверхность все осколки межличностных отношений. Пока инвестиционный Мессия сохраняет свою способность ходить по воде, все прекрасно, но если он начинает тонуть, показатели его работы тут же укажут на это, и он может очень быстро потерять свой ореол. Недавно один мой знакомый молодой аналитик рассказал о том, что произошло в Circuits — крупном технологическом хеджевом фонде, который был создан и управлялся Сидом. Сид очень яркий, самоуверенный и трудолюбивый человек. В 1990-х годах в зените своей славы он показывал замечательную доходность, а в 2001 году он проявил

чудеса инвестиционной реакции и начал «шортить» технологические акции, избежав тем самым резни. Однако он так и остался «медведем», утверждая, что бумаги сектора высоких технологий все еще слишком дороги и что нет никаких новых производственных циклов. В результате по уровню доходности Circuits опустился в нижние 25 % фондов, а его активы сократились наполовину.

Этот молодой аналитик (ныне уволившийся из Circuits) рассказал, что Сид подавил всякое инакомыслие на еженедельном совещании управляющих портфелем. Он сказал мне: «При работе в Circuits у вас есть четыре варианта. Вы соглашаетесь с Сидом — хорошо; Вы соглашаетесь с Сидом и делаете деньги — замечательно; Вы не соглашаетесь с Сидом и делаете деньги — не слишком хорошо; Вы не соглашаетесь и теряете деньги — Вы уволены». Очевидно, на совещаниях в 2003 году никто не бросил вызов пессимизму Сида в отношении его анализа фундаментальных факторов и не выступил против его видения рыночной конъюнктуры. Это была его компания, и он был настолько сильной личностью, что управляющие портфелем трепетали перед ним, а показатели его работы были настолько внушительны, что всякое инакомыслие было аннулировано. Фактически управляющие в этой компании исполняли роль эха, независимо от того, насколько «медвежьими» были представления Сида. Если кто-то выпадал из общего хора, он объявлялся еретиком и предавался анафеме.

Так что совещания в Circuits были примером не коллективного мышления, а авторитарного правления, которое, по моему мнению, как и диктатура, является хрупким и опасным. Пока диктатор благожелателен и прав, его правление эффективно и дает прекрасные результаты. Некоторые люди рассуждают примерно так: даже если такая система управления не идеальна, кого вы предпочтете иметь в качестве генератора решений? Парня, который заработал состояние за эти годы, или группу неопытных молодых людей? Однако я вижу ошибку Сида в том, что он не стремится отбросить предубеждения и создает атмосферу, в которой его сотрудники боятся не согласиться с ним. Это вредит производительности и быстро уничтожает инвестиционную группу. Это — очень плохой признак, когда на совещаниях, посвященных решению важных вопросов, звучит только мнение лидера, в то время как остальные участники остаются немymi. Лучшие управляющие, имеющие собственное мнение,

увольятся из этой компании, оставив в ней одних подхалимов. Сид должен существенно снизить степень своего доминирования и постараться меньше говорить и больше слушать.

Никакого коллективного разума не существует

Тема коллективной тупости и того, каким образом собравшаяся в одном кабинете группа умных людей обычно приходит к глупым решениям, была затронута в опубликованном в конце 2003 года в журнале *The Economist* репортаже с обеда, состоявшегося на ежегодном симпозиуме Федеральной резервной системы в Джэксон-холле. Этот симпозиум — самое престижное в мире собрание экономистов, приглашение на которое получают только сливки экономического общества. Алан Гринспен и председатели большинства центральных банков ведущих мировых держав проводят в его рамках дружеские встречи друг с другом и высказывают свое мнение по насущным вопросам.

Каждый год редакция *The Economist* организует обед, на который приглашается элита участников симпозиума, которых иначе именуют Бандой из Джэксон-холла. Во время обеда проводится опрос. (Результаты этих опросов подтверждают мою веру в то, что умные люди, будучи собраны в группу, приходят к неправильным заключениям. Таким образом, их можно считать мощным индикатором того, как не следует действовать.) На пике биржевого бума Банду из Джэксон-холла спросили: «Это — фондовый “пузырь”?» Они уверенно ответили — *нет*. В августе 2000 года они исключили возможность рецессии в Соединенных Штатах, а в 2002 году они предсказывали, что краткосрочные процентные ставки не будут падать до 1 %. В августе 2003 года, когда евро стоил 1,1 долл., их спросили: «Упадет ли доллар до уровня 1,25 доллара против евро в течение следующего года?» И вновь экономическая элита ответила дружным «нет» всего с одним противоположным мнением. Четыре месяца спустя доллар упал до 1,26 долл. за евро, а затем, в 2004 году, — до 1,37 долл. Дело в том, что согласованное мнение лучших и наиболее ярких личностей обычно является неправильным.

Что касается меня, я думаю, что все это — веское доказательство тому, что управлять деньгами следует единолично, с полной ответственностью за определенный ломоть капитала. Отрицательной стороной такого подхода является то, что одиночество усиливает и без того тяжелое эмоциональное напряжение, связанное с управлением инвестициями, но в конечном счете принятие решений это индивидуальное действие. В некоторых случаях две личности могут функционировать как одна. Складывая один и один, иногда можно получить три. Но мой опыт подсказывает, что принимающая решение группа, состоящая более чем из двух человек, становится громоздкой, и в результате образуется интеллектуальный затор. В своем «Источнике» Эйн Рэнд писал:

...мышление — это атрибут индивидуума. Не существует такой вещи, как коллективный мозг... Соглашение, достигнутое группой людей, представляет собой только компромисс или среднее значение множества индивидуальных мнений... Первичное действие — процесс мышления — должен осуществляться каждым человеком в отдельности... Эту творческую способность нельзя передавать или взять, разделять или заимствовать. Она принадлежит отдельным индивидуумам.

Некоторые хеджевые фонды, имеющие трех или более руководителей, делят свой капитал на отдельные портфели и затем сводят результаты управления в единый отчет. Такая система может работать очень хорошо, пока между руководителями существует полное доверие. Принимающие решения менеджеры должны встречаться ежедневно, чтобы обсудить свои позиции и поделиться мыслями. Этот принцип работы может быть очень синергетическим, пока атмосфера не становится конкурентной или антагонистической по отношению к результатам друг друга. Каждый управляющий должен ориентироваться на общий, а не на индивидуальный результат. Аналитики компании не должны ничего знать о принципах разделения инвестиционного портфеля.

Среди партнеров должно быть понимание того, что если результаты работы партнера «А» долгое время находятся ниже среднего уровня, а партнер «С» управляет своей долей портфеля гораздо лучше, то капитал у «С» будет сокращен, а у «А» увеличен. Это старая

истина. Конечно, не вызывает сомнения, что если отставание одного из партнеров продлится в течение очень длительного периода, то должна быть осуществлена переоценка его роли в компании. Я не думаю, что эта система будет работать, если интересы партнеров в зависимости от показателей их работы будут пересматриваться и перераспределяться ежегодно. Компании, которые пошли этим путем, утверждают, что данная система является более честной и эффективной. Но мои наблюдения показывают, что в конечном счете это обычно приводит к раскалыванию партнерства.

Наконец, я полагаю, что сплоченная группа всегда более сильна и более вынослива, нежели отдельный индивидуум, независимо от его ценности. Никто не может быть правым всегда. Конечно, многое зависит от того, кем являются те люди, с которыми вы работаете, и каков уровень их обязательств. Очевидно, что инвестиционный комитет, который встречается шесть раз в год, не может функционировать таким же образом, как хеджевый фонд. Однако в целом все инвестиционные организации работают лучше, когда они являются относительно небольшими, и когда среди руководителей существуют доверие и взаимопонимание. Если вы не имеете привязанности и доверия друг к другу, даже наилучшим способом организованная группа никогда не сможет реализовать свой потенциал. Принятие решения — самая важная часть инвестиционного процесса. Варианты учета коллективного и индивидуальных мнений должны рассматриваться при организации группы, задачей которой является принятие эффективных решений. Это не просто.

ГЛАВА 13

«Интернет-пузырь».

Я бы предпочел кондиционер

Эта глава посвящена моему собственному участию в технологическом «пузыре». Я сильно пострадал в конце 1999-го и весной 2000 года, поскольку занял «медвежьи» позиции в акциях технологического сектора слишком рано. В декабре 1999 года я пошел на 15 %-ное увеличение своей «короткой» позиции в этих акциях вес которых на тот момент составлял менее половины от аналогичного показателя в индексах S&P 500 и EAFE. Это перемещение было правильным *в конечном счете*, но не тогда, когда уже после моего решения технологические акции взлетели на волнительных ожиданиях «эффекта 2000 года», а фондовый «пузырь» этого сектора раздулся еще больше за первые шесть месяцев 2000 года.

Это была очень болезненная весна. Невозможно не отстать от динамики индекса, половину веса которого составляют акции самого быстрорастущего сектора, имея намного меньший пакет. Некоторые из моих клиентов были расстроены этим отставанием доходности их портфелей, и по этому поводу в меня было пущено немало критических стрел. Некоторые из них делали вполне прозрачные намеки. Один японский друг процитировал мне старую японскую пословицу о маниях. Она звучит так: «Когда дураки пляшут, еще большие дураки наблюдают за ними». Кто-то еще недоброжелательно цитировал Ницше: «Те, кто не способен слышать музыку, считает танцующих безумцами». Столь содержательные высказывания заставляли меня чувствовать себя идиотом, игнорирующим Великую технологическую революцию.

Что действительно настроило меня негативно по отношению к технологическому сектору, так это конференция, проходившая в одном из причудливых городов Западного побережья, которую я посетил в конце августа 1999 года. Конференция спонсировалась

престижным Вашингтонским исследовательским центром, и ее посетителями были главным образом звездные представители высокотехнологических и интернет-компаний, а также прочая элита общества. Кроме того, там присутствовало пропорциональное количество инвестиционных банкиров, и даже известный профессор Массачусетского технологического института, который только что написал бестселлер о проблемах инноваций.

Тем летом цены технологических акций летели в космос, и бизнесмены, представляющие этот сектор экономики на конференции, реально выглядели пижонами. Фрэнк Кваттрон и Мэри Микер были их героями. Мэри выступила с предостережением о том, что ситуация на рынке выходит из-под контроля, но толпа решила, что она просто шутила. Специалисты и бизнесмены излучали оптимизм и уверенность. Все их разговоры крутились вокруг новых революционных технологий, траекторий роста, «Гольфстримов» (это марка самолета) и «модулей». Если вы не знаете, «модуль» на их языке означает 100 млн долл., так что их высказывания могли звучать так: «Да, он стоит пять модулей». Глядя на этих людей было понятно, что они искренне верят в то, что являются членами общества избранных.

Кроме этого, я сделал интересное наблюдение в отношении жен этих людей. Они посещали встречи в рамках конференции, делали свои комментарии и носили дизайнерские синие джинсы и высокие каблуки. Они не говорили о детях или гувернантках, как это принято среди молодых и красивых дам в Гринвиче, вместо этого они сплетничали об акциях. Во время приемов они бесконечно щебетали об объемах первичных размещений, которые им удалось осуществить, и громко хвастали друг перед другом или перед любым, кто желал это слушать, об огромной прибыли, которую они получают от продажи акций интернет-компаний.

Индекс Доу по версии Джима Гласмэна — 36 000 пунктов: провокационная глупость

В общую программу входили мои дебаты с парнем по имени Джим Гласмэн, который в то время вел в печати и на телевидении активную пропаганду идеи о том, что индекс Доу должен состав-

лять 36 000 пунктов, и не через пять лет, а прямо сейчас. Дебатов не получилось. Толпа подхватила Гласмэна и его теорию и практически носила его на руках. Я сказал, что ажиотаж вокруг акций высокотехнологичных и интернет-компаний представляет собой пример такой же мании, как та, что наблюдалась вокруг тюльпанов в 1650 году в Голландии, и что когда инвесторы, наконец, поймут, что король — голый, начнется паника. Толпа решила, что я или сумасшедший, или старый маразматик. Когда я говорил о фондовых рынках, которые поднялись слишком высоко, о критической переоценке в техническом секторе, о риске и о том, что все «пузыри» в конечном счете лопаются, они смотрели на меня с недоверием. Они задавались вопросом, почему до меня не доходит, что все новые технологии и в особенности Интернет создали новую экономику, к которой старые законы больше не применимы. Возвращение к средним значениям, по их мнению, было устаревшей концепцией. Два плюс два уже не равнялось четырем; благодаря новым технологиям два и два могли давать в сумме и пять, и шесть, и даже десять. В конце своих комментариев я процитировал то, что Бернард Барух написал в 1931 году в качестве предисловия к переиздававшемуся труду классика Чарльза Маккея «Экстраординарные популярные заблуждения и безумства толпы».

Хотя этому нет никаких научных объяснений, но все примитивные и непонятные (а потому дьявольские) заклинания могут вызывать мощное колдовство. Я всегда думал, что, если бы в памятный период развития «Новой экономики», достигшей своей высшей точки в 1929 году, даже при самых головокружительных взлетах цен на акции мы бы все вместе набрались разума, чтобы непрерывно повторять «два плюс два по-прежнему равняется четырем», большая часть зла, возможно, была бы предотвращена. Точно так же, даже в самый мрачный период, когда были написаны эти строки, и когда многие начали сомневаться в том, что падение рынка когда-либо остановится, соответствующим заклинанием должно стать: «Все и всегда возвращается на круги своя».

Известный инвестиционный банкир технологического сектора Западного побережья, в гигантском особняке которого давался званый обед, и который в этот момент находился рядом с моей женой, сказал ей доброжелательным и сочувствующим тоном, что

я отстал от жизни. Он выразил надежду на то, что разум вернется ко мне прежде, чем станет слишком поздно. Видение Гласмэна было нацелено в будущее. Кстати, три года спустя, в результате проблем, возникших у его компании, он вынужден был продать с аукциона свою коллекцию произведений искусства.

Кто такой Джим Гласмэн? Вместе с Кевином Хассеттом они написали длинную статью, иллюстрация к которой была помещена в 1999 году на обложке июньского номера журнала *Atlantic Monthly*, и имеющую подкупающее своей простотой название — «Доу 36 000». Даже без благопристойного вопросительного знака. Книга, выпущенная впоследствии издательством Random House, имела скромный заголовок «Доу 36 000: Новая стратегия получения прибыли от грядущего роста фондового рынка». Она стала бестселлером, и Гласмэна стали приглашать читать лекции за большие деньги.

Фактически Гласмэн и Хассетт считаются серьезными академиками, что делает их еще более опасными. Как было написано на обложке *Atlantic Monthly*, «они чрезвычайно кропотливо проводят свои исследования». Они оба являются учеными Американского института бизнеса — весьма уважаемого, консервативного исследовательского центра. Хассетт был профессором в бизнес-школе Колумбийского университета и работал старшим экономистом в Федеральной резервной системе. Гласмэн — привлекательный мужчина, который искренне верил (по крайней мере, тогда) в то, что он проповедовал. Он вел колонку в *Washington Post* и передачу «Банды капитала» на Си-Эн-Эн. Гласмэн и Хассетт не были шарлатанами, но им должно было быть стыдно за те смешные аргументы, которые они приводили. Они сознательно обеспечили фондовому «пузырю» академическую респектабельность. На сегодняшний день они все еще не сошли с газетных страниц, и мир, кажется, забывает их недавние провокационные глупости. Похоже, их авторитет рос вместе с «пузырем», но это не оправдывает их!

Возможно, мне не следует быть к этим людям столь критичным. Историк Чарльз Киндельбергер показал, что история бумов и паник полна примеров, когда здравомыслящие господа, понимавшие всю безумную суть происходящего роста, распродавали свои акции, но затем были вновь вовлечены в эту игру и пали под обломками биржевого краха. Великий смотритель монетного двора и воплощение трез-

вомыслящего ученого Исаак Ньютон сказал весной 1720 года в разгар раздувания «пузыря» Компании южных морей: «Я могу вычислить траекторию движения небесных тел, но не безумия людей», после чего продал принадлежавшие ему акции этой компании со 100 %-ной прибылью. Однако, поскольку эти акции продолжали расти, заразный спекулятивный энтузиазм победил его разум, и он вновь купил эти акции по намного более высокой цене и в гораздо большем количестве, чем ранее. Последовавший после этого крах уничтожил его капитал. Эта потеря была для него столь трагичной, что он до конца дней своих не мог сдерживаться, слыша название Компании южных морей.

В то время тезис Гласмэна-Хассетта состоял в том, что американские акции не были переоценены, а находились в тот момент «посреди одноразового повышения к намного более высокому основанию в районе 36 000 пунктов по промышленному индексу Доу-Джонса. После того, как они завершат этот исторический подъем владение акциями все еще будет выгодно, но доходность снизится». Во время наших дебатов Гласмэн сказал, что он считает, что благодаря технологической и интернет-революциям, даже после подъема индекса Доу-Джонса на новый уровень в 36 000 пунктов, в последующие годы акции все еще будут приносить доходность более 10 % годовых. Это означало наступление новой эры. Гласмэн и Хассетт серьезные академики, объявляли, что, несмотря на огромный рост который уже произошел в обыкновенных акциях, их справедливая стоимость по индексу Доу в три раза выше, т. е. составляет 36 000. Невероятно! Но в это верили!

Гласмэн продолжал утверждать, что инвесторы «за последние четыре года начали понимать, что акции не особенно волатильны». В результате, по его словам, премия за риск, которая еще совсем недавно составляла в среднем 7 %, сократилась приблизительно до 3 %. Он полагал, что она будет стремиться к нулю, а это означает что акции должны соответственно повыситься. Увещевание Гласмэном-Хассеттом американской публики по существу состояло в том, что исторически акции превосходили облигации, и поэтому вы должны инвестировать в них. Забудьте про облигации! Акции как класс активов должны оцениваться, исходя из доходности характерной для облигаций. По их утверждению, это соответствует

продажам по цене, превышающей прибыль примерно в 100 раз, поскольку в долгосрочной перспективе, опять же по утверждениям Гласмэна-Хассетта, обыкновенные акции столь же безопасны, как краткосрочные или долгосрочные правительственные ценные бумаги.

Традиционные методы оценки, использовавшиеся в прошлые годы, предсказывали неприятности для «бычьего» рынка и оказались неправы, подчеркивал Гласмэн, и потому его методологию оценки следует считать более правильной. Профессионалы, особенно старшего возраста (вежливый намек на меня) с их рабской приверженностью устарелым методам оценки, были настроены слишком «помедвежь». (Алан Гринспен говорил об «иррациональном изобилии» в 1996 году, но публика склонялась к тому, чтобы быть «рационально избыточной». Люди инстинктивно понимают, что риски вложения в акции «никогда не снижались в действительности столь сильно, как это предполагалось»).

Толпа ликовала

Мой ответ Гласмэну заключался в том, что действительно, на очень длинных периодах акции по доходности значительно превосходят облигации или наличные деньги, но также является фактом и то, что в короткие периоды, равные 5, 10 или даже 15 годам, акции могут приносить гораздо худшие результаты. Если в такие периоды вам потребуются деньги, это может быть для вас очень болезненно. Акциям потребовалось 15 лет, чтобы восстановить свои максимумы 1929 года, и 21 год, чтобы превзойти доходность облигаций. Индекс Доу-Джонса в 1982 году был на том же самом уровне, что и в 1965 году и он потерял к этому времени больше половины своей покупательной способности. Доходность во многом зависит от того, когда вы вкладываете капитал. Что касается волатильности, предположение, что цены акций в конечном счете не более изменчивы, чем облигаций, просто не соответствует истине. Как говорил Кейнс: «В конечном счете мы все мертвы».

Фактически с 1926 года пересчитанная в расчете на год волатильность акций составляет приблизительно 20 % против 8 % у облигаций и 1 % для наличных. Единственный способ игнорировать эту

волатильность состоит в том, чтобы заблокировать ваши деньги в акциях на 30 лет и таким образом лишить себя ликвидности. Если вы передумаете и захотите или вынуждены будете продать акции через 10 лет, вы пострадаете от высокой волатильности. Очевидно, вы должны требовать премию за риск такой неликвидности или смириться с волатильностью.

Продолжая тему премии за риск, я сказал, что не подлежит сомнению тот факт, что акции являются менее безопасной инвестицией, чем корпоративные облигации, не говоря уже о государственных облигациях, потому что последние подлежат первоочередному погашению за счет активов и доходов компании. Владельцам акций платят только в том случае, когда остаются деньги после выплат владельцам облигаций, поэтому первые требуют премию за риск. Согласие на нулевую премию означает игнорирование того факта, что по корпоративным облигациям может быть объявлен дефолт (в отличие от американских государственных обязательств). Дисконтирование сомнительных и циклических корпоративных денежных потоков при безрисковой ставке просто не имеет смысла.

Во время наших дебатов Джим Гласмэн сказал, что на сей раз ситуация совершенно иная, и подчеркнул влияние новой эры, к которой «применимы лишь свежие, свободные от старых догм взгляды и новые правила». Однако мое воображение совершенно поразило то, что новый мир может настолько отличаться от старого, что американские акции будут продаваться по цене, в 100 раз превышающей приходящийся на них доход, тогда как в течение почти двух столетий в молодой и фантастически прогрессирующей стране отношение стоимости акций, входящих в S&P 500, к их доходу было равно в среднем 14. В какой-то момент Гласмэн признал, что реальный доход S&P 500 в среднем составляет лишь 3,5 % годовых, но это его не беспокоит. Похоже, это не беспокоило никого из присутствующих в зале.

Я привел аргумент о том, что человеческие эмоции, такие как жадность и страх, которые управляют фондовым рынком, не изменились в процессе человеческой эволюции и остаются сегодня не менее значимыми, чем в прошлом. Банкротства остаются банкротствами, бум — это все еще бум, а раздувание «пузырей» всегда приводит к взрыву. Но это тема была скучной для собравшихся

в этом месте. Нынешние лидеры и слышать не хотели о банкротствах или взрывах «пузырей». Их внимание было сосредоточено на очередном наглом IPO*.

Гласмэн закончил свое выступление словами о том, что Интернет был самым важным изобретением, начиная с печатного станка. Он спросил, согласен ли я с этим. Я сказал, что нет. Интернет был крупным технологическим достижением, но за прошедшее столетие было сделано немало других не менее важных изобретений.

— Какие, например? — спросил он недоверчиво.

— Например, электричество, самолет, телефон, компьютер... и даже кондиционер, — добавил я, возможно, неблагоприятно.

Толпа ликовала. Он уцепился за мои слова о кондиционере, и я, чувствуя себя немного загнанным в угол, продолжил говорить о том, что кондиционирование воздуха внесло чрезвычайные позитивные преобразования в условия жизни и работы сотен миллионов людей во всем мире. В конце концов, без кондиционирования жаркие города мира остались бы непригодными для проживания в небоскребах. Не было бы никакого Хьюстона, Майами, Гонконга или Сингапура. Юго-восток и Юго-запад все еще были бы жаркими, влажными болотами. Без кондиционирования Нью-Йорк превращался бы в магазин сладостей летом и осенью. Кондиционирование было столь же важным преобразующим изобретением для нашей повседневной жизни, как и Интернет.

— Что сильнее повлияло бы на нашу повседневную жизнь? Отсутствие кондиционеров или Интернета? — спросил я.

Ведущий нашего диспута, интернет-магнат из Сан-Франциско, радостно предложил аудитории провести голосование на тему: «Действительно ли кондиционирование воздуха было столь же важным изобретением, как и Интернет?» Это был разгром! Я проиграл со счетом 80 к 2, и один из этих двух голосов был отдан моей женой, которая проголосовала таким образом только ради того, чтобы поддержать меня. Я помню, с какой жалостью и смущением посмотрел на меня сидевший со мной за одним столом инвестиционный банкир из Morgan Stanley, когда я вернулся на свое место. И я слышал, как за другим столом кто-то заметил: «Он отстал от жизни».

* IPO — первичное размещение акций на рынке. — *Примеч. пер.*

Но жизнь показала, что я, напротив, обогнал события: технологические акции и Доу действительно росли еще в течение шести месяцев. Подталкиваемые бумом, рынки всегда доходят до невообразимых крайностей. Однако я рассматриваю изменения, произошедшие с момента той конференции, как показатель того, какие безумства могут происходить при маниакальном раздувании «пузыря», и как уважаемые по определению ученые мужи могут извращать научный анализ для оправдания несоответствий. Это — характер животного. Есть старая русская пословица, которая гласит:

Кто старое помянет, тому глаз вон. Но кто забудет, потеряет оба.

У японцев есть другая пословица, которая подходит для описания последствий технологического разгрома: «Опавшие цветы не возвращаются на стебли; разбитое зеркало не склеить».

Следующий «бычий» рынок: Африка и Ближний Восток

Я предполагаю, что следующим «бычьим» рынком, горячим, сопровождающимся вливанием спекулятивных денег, наследником инвестиционного сумасшествия и преемником технологии, которая в конечном счете приведет к образованию очередного огромного «пузыря», будет рынок акций развивающихся рынков. Каждый «бычий» рынок охватывает определенный сектор, и развивающиеся рынки вполне подходят для этого. Фактически я берусь утверждать, что движение в этом направлении уже идет полным ходом, но все, что уже произошло до сих пор, — это всего лишь начало. Развивающиеся рынки имеют потенциал для того, чтобы стать столь же сумасшедшими, как сектор технологических акций. Помните, что они сначала прошли через настоящий долгосрочный «медвежий» рынок, который начался в 1993 году и привел к значительным снижениям курсов местных валют.

Я люблю развивающиеся рынки. В начале 1980-х годов совершенно случайно и при содействии со стороны Дэвида Фишера, работавшего в Capital Group и во Всемирном банке, я наткнулся на

возможность инвестиций в развивающиеся рынки. Когда в 1983 году я впервые вышел как инвестор на фондовый рынок Таиланда, его полная рыночная капитализация составляла несколько миллиардов долларов, и акции торговались при отношении цены к доходу в шесть-семь раз. На развитых рынках «бычьи» настроения еще только набирали силу, и фактически никто не интересовался инвестициями в развивающиеся рынки. В следующие семь лет при помощи Международного банка я продвигал это инвестиционное направление, а затем Morgan Stanley впервые организовал закрытые фонды для активов Таиланда, Малайзии, Индии, Африки, Турции, России, а также диверсифицированный фонд развивающихся рынков. Эти фонды работали очень успешно и для нас, и для инвесторов, вложивших в них свои деньги. Так как мы были одними из первых, они поддерживались теми или иными гарантиями местных властей и некоторое время обеспечивали сверхдоходы. Пакистанский фонд, который Morgan Stanley создал в период коррекции на растущих новых рынках, является отдельной темой.

Грабителю банков Вилли Саттону судья задал вопрос, почему он грабил банки. Тот ответил просто: «Потому что это то место, где лежат деньги». Я люблю развивающиеся рынки, потому что там есть деньги. При этом я сразу вспоминаю о Майлсе Молэнде, главном героическом инвесторе на развивающихся рынках. Вместо того чтобы пересказывать вам обычный лепет о развивающихся рынках, позвольте мне рассказать о вполне реальном человеке и его компании Blakeney Management.

Майлс специализировался на вложении капитала в Африку и Ближний Восток, то есть в такие регионы мира, где обычно не ожидают найти плодородную для инвестиций почву (по крайней мере, до недавнего времени). Вероятно, именно это всеобщее мнение и способствовало тому, что на этих рынках можно было собрать хороший урожай, хотя на самом деле они напоминают мне рынки Таиланда и Индии в то время, когда я впервые с ними познакомился. Майлс презрительно именуется Европу и Японию «экономикami в инвалидных креслах» с застойным, стареющим населением, считая их способными лишь на периодические попытки *циклического* роста. Молодые экономики развивающегося мира — это те места, где можно ожидать *долгосрочного* роста. Его теория состоит в том, что

еще не открытые, действительно не избалованные инвестициями развивающиеся страны обладают самым большим потенциалом роста экономики и их фондовых рынков.

Кстати, это объясняет, почему вложения в индексные фонды развивающихся рынков не приносят полной отдачи. По определению, сам индекс, на основании которого составляется инвестиционный портфель таких фондов, взвешен согласно капитализации рынков, так что он всегда имеет смещение в сторону уже *открытых* инвесторами стран, вместо остающихся пока еще заповедными территорий. Рынки, которые еще не истоптали ноги крупных инвесторов, характеризуются гораздо меньшей степенью риска, чем те, которые уже пользуются спросом и поднялись. Майлс замечает, что, когда он говорит с людьми об инвестициях в африканские рынки, их первая реакция: такие вложения представляют собой инвестиционную версию русской рулетки. Он возражает, считая, что это больше похоже на чаепитие в гостях у бабушки, и при необходимости он может доказать, что волатильность на африканских рынках значительно ниже, чем на рынках так называемого цивилизованного мира. Кроме того, африканский портфель компании Blakeney в настоящее время торгуется при отношении цены к доходу меньше чем в девять раз, приносит более 5,7 % доходности, а медианная цена бумаг превышает балансовую стоимость всего в 1,3 раза.

Майлс Моленд — англичанин, ему около 55 лет. Он отличается аристократичной внешностью и речью выпускника Кембриджа. Впервые я познакомился с ним, когда много лет назад он успешно работал в качестве институционального продавца Morgan Stanley в Нью-Йорке. Затем он оставил эту работу, чтобы написать замечательную книгу о путешествии по Европе. Впоследствии он основал Blakeney Management, инвестиционную компанию, которая ориентирована исключительно на Африку. Майлс — замечательный, очень яркий и необычный человек. Его офис расположен в Лондоне, где он живет в плавучем доме на Темзе и ездит на работу на мотоцикле.

Теория Майлса состоит в том, что африканские и ближневосточные развивающиеся рынки являются последней неоткрытой инвестиционной территорией, и что если у вас есть данные о секторе, который инвесторы пока игнорируют, у вас есть возможность найти некоторые удивительные инвестиционные возможности. Другими

словами, он увлекается вложением в *неэффективные* рынки. Он указывает на то, что африканские рынки (на которых акции оценены более или менее независимо от перспективы дохода) недооценены и представляют необычные возможности. Он утверждает, что африканские компании оцениваются слабо из-за своего территориального расположения, а не потому, что они на самом деле слабы.

Среди инвесторов фонда Blakeney Дэвид Свенсен и Йельский фонд. В своей книге «Руководство по портфельному управлению» Свенсен видит в этой компании «сущность предпринимательской организации управления капиталовложениями». Сам Майлс описывает Blakeney как «маленькую группу инвестиционных партизан, которая сражается и добывает трофеи в тех местах, которые слишком малы и слишком опасны для людей, которым есть что терять». Несколько лет назад одна крупная компания хотела купить Blakeney. Свенсен цитирует письмо, в котором Майлс объясняет причины отклонения этого предложения. Майлс считает, что «партизанский отряд не может быть интегрирован в регулярную армию, не потеряв при этом те свои свойства, которые делают его деятельность эффективной». Свенсен развивает эту тему.

Выбирая сотрудников банка, ведающих инвестициями с предпринимательской ориентацией, руководители повышают шансы достижения инвестиционного успеха. Большие, многопрофильные, жестко управляемые компании сталкиваются с бюрократическими препонами, препятствующими процессу творческого принятия решений. Маленькие независимые фирмы с превосходными кадрами сосредоточены на четко очерченном сегменте рынка, что обеспечивает самую высокую вероятность собственного разумного выбора, необходимого для достижения превосходных инвестиционных результатов.

Это — сжатое резюме тех качеств, которые люди с деньгами должны приветствовать в сотрудниках банка, ведающего их инвестициями. Со всеми своими бюрократическими атрибутами типа бесконечных совещаний, кадровых подразделений и раздутых отделов маркетинга, крупные компании по управлению капиталовложениями вряд ли смогут привлечь и сохранить достаточное число оригинально мыслящих специалистов и хороших управля-

ющих. Поскольку эти компании управляются бизнесменами, а не инвесторами, их первичная цель не результат инвестиций, а скорее увеличение активов, находящихся под их управлением. Их продавцы могут реализовывать только те инвестиционные продукты, которые являются «горячими», пользуются спросом сейчас, а не те, что имеют хороший потенциал на будущее. Именно поэтому технологические акции на миллиарды долларов были проданы наивной и ничего не подозревающей публике на самом пике раздувания технологического «пузыря» в 1999 и 2000 годах.

Исторически результаты работы Blakeney не имели фактически никакой корреляции с динамикой развитых или даже развивающихся рынков. Однако доходность этого фонда сильно коррелирована с африканскими и ближневосточными рынками. Какие-то годы заканчивались достижением высоких результатов, какие-то выглядели хуже. В последнее время результаты Blakeney были невероятны! Развивающиеся рынки как класс активов за прошлые 10 лет имели 76 %-ную корреляцию с S&P 500 и 81 % с EAFE. Blakeney, наоборот, имеет корреляции 31 % и 46 % соответственно. Долгое время Blakeney процветал за счет вложений в компании, названий которых вы никогда не слышали, и расположенные в таких местах, которые вы никогда не соберетесь посетить, не говоря уж о том, чтобы вложить в них деньги. Но если вы собираетесь поручить управление своими капиталами Майлсу, вам следует запастись терпением.

Весной 2005 года Blakeney, поднявшись за год на 28 %, возвратил инвесторам 10 % вложенных ими денег. Панафриканская сотовая компания Celtel, акции которой составляли одну из самых больших позиций фонда Майлса, была куплена кувейтской компанией с большой премией, так что его счета пополнились наличными, и Blakeney посчитал, что африканские акции стали более популярными и уже менее дешевыми. Майлс чувствует рост общего энтузиазма в отношении инвестиций в Африку и в Египет, в частности в те страны, где находятся главные офисы компаний, и чьи рынки были одними из лучших в мире на протяжении 2005 года. В течение многих лет, говорит Майлс, конференцию, посвященную африканским инвестициям, посещали несколько случайных продавцов, торгующих местными активами между собой и, возможно, около двадцати захудалых, старомодных инвесторов. Список участников

состоял из предположительно важных господ из Международной финансовой корпорации и местных регуляторов рынка ценных бумаг, при этом ни один из них не распознал бы недооцененную акцию, даже если бы она влетела к ним в окно и шлепнулась на стол прямо во время завтрака.

Однако в этом году, когда на ежегодную африканскую конференцию слетелась стая нетерпеливых молодых аналитиков, представляющих американские и английские инвестиционные учреждения, Майлс встревожился и испугался. Внезапно акции компаний из ОАЭ устремились к небу. Потрясенный Майлс принял решение сократить свои позиции до тех пор, пока он не сможет найти какие-нибудь действительно нетронутые активы, которыми пока еще никто не интересуется. В своем недавнем квартальном послании от Blackney Майлс объяснил, почему он распродал акции компаний из Объединенных Арабских Эмиратов.

Если бы мы были циничными людьми, мы сказали бы, что пик на рынке Объединенных Арабских Эмиратов совпадет либо с июльским IPO акций местной телекоммуникационной компании на сумму в 1 млрд долл., либо с намеченным на сентябрь открытием в Дубаи разрекламированного Международного финансового рынка — новой биржи, цели создания которой отнюдь не очевидны: в Дубаи уже имеется абсолютно нормальный фондовый рынок. Однако мы — не циники, а Дубаи — удивительное место; возможно, местный рынок будет расти вечно. Жаль только, что ваши деньги не будут инвестироваться в него.

Я подозреваю, что Майлс прав, теряя уверенность в четком представлении будущего этих рынков. Питаемые избыточной ликвидностью, созданной возросшими нефтяными доходами, плюс некоторыми предварительными признаками начала реформ и улучшения макроэкономического управления, ближневосточные и североафриканские рынки быстро выросли до сумасшедших уровней. Рыночная капитализация фондового рынка Саудовской Аравии, которая не вводит ограничений для иностранных инвесторов, сейчас составляет 450 млрд долл., т. е. больше, чем у Индии или Китая. Акции банков продаются по цене в 30 раз превышающей доход. Это классический пример того, как ликвидность управляет рынком. Но

обратите внимание. Когда рынки дороги и слишком популярны, Blakeney — фонд, управляемый инвесторами, — возвращает деньги своим клиентам. Крупные американские компании по управлению капиталовложениями, руководимые бизнесменами, даже тогда, когда фондовый «пузырь» находился на грани взрыва, продолжали подсовывать публике фонды технологических акций.

Конечно, Майлс и его компания иногда становятся жертвами лгунов и обманщиков (поскольку мы торгуем на цивилизованных рынках), но Blakeney — настоящий стратегический инвестор, и этот статус вместе с репутацией Майлса на африканском континенте обеспечивает ему поддержку. В настоящее время Майлс чувствует, что Нигерия (рынок которой мы не рассматриваем всерьез), Кения (там есть рынок?) и в конечном счете Иран — три страны, которые ни один уважающий себя руководитель не рассматривал в качестве объектов для инвестиций, — являются сейчас наиболее дешевыми и привлекательными рынками. Все эти страны имеют огромные человеческие (в Нигерии проживает 150 млн человек) и природные ресурсы.

Майлс занимается поиском достойной премии за риск, и, например, ситуацию в Нигерии можно оценить по шкале от ужасной до плохой. Он говорит, что нельзя поддаваться влиянию BBC, *The Economist* или *New York Times*. Например, Майлс считает, что широко освещаемая в СМИ история о женщине, приговоренной в Нигерии за прелюбодеяния к побитию камнями до смерти, была просто мстью за политический курс этой страны. Местные франчайзинговые компании, такие как Guinness Nigeria или Nigerian Foods, растущие на 35 % в год, могут быть куплены по цене, превышающей доход только в 10 раз. Акции Nigerian Breweries, доход которых удваивается каждые два с половиной года, продаются с превышением прибыли всего в семь раз.

Майлс и его коллеги сейчас ищут новые инвестиционные возможности на таких рынках, как Кипр, Ливан и Тунис. Это страны, где, как говорит Майлс, брокеры водят такси, и где есть хорошо управляемые компании с реальным ростом, и которыми никто не интересуется только потому, что они котируются на неправильных фондовых биржах.

Список храбрых компаньонов Blakeney (т. е. его клиентов) короток, но впечатляющ. Документальные рассказы Майлса об отдаленных

частях света сами по себе заслуживают отдельного признания. Он любит путешествовать по экзотическим местам, не брезгуя останавливаться в подобиях гостиниц, полных блох, и рискуя подхватить странные болезни, если в тех местах есть возможность найти компании, растущие на 20 % в год и продающиеся при отношении цены к доходу в пять раз. Никто не знает его маршрут по Ближнему Востоку и Африке, и я очень внимательно отношусь к тому, что он говорит. К нему подходит описание, которое Рэдьярд Киплинг дал авантюристу: «его язык насыщен странными диалектами, а его лицо забронзовело под чужим солнцем».

Как уже было сказано, Майлс очень «по-бычьи» настроен в отношении Ирана, который, по его утверждению, является единственной страной на Ближнем Востоке, которая поддерживает западную систему выборов, когда все граждане, и мужчины, и женщины, имеют равное право голоса. Он видит перспективы для Ирана, как для страны в целом, так и для ее экономики, и в конечном счете для иранского фондового рынка. Он указывает, что эта страна имеет население в 60 млн человек, которое быстро увеличивается. Там имеется законно избранный парламент, что является редкостью для Ближнего Востока, и в него избрано больше женщин, чем в Соединенных Штатах. Население страны является молодым, динамичным и активно интересуется западной культурой. Это контрастирует с резкими изречениями местных мулл. Там имеется даже элементарная фондовая биржа. Возможно, что преуспевающий, прогрессивный, демократический шиитский блок, составляющий 100 млн человек, который включает Иран, Ирак и Афганистан, мог бы стать противовесом более мелким суннитским странам Персидского залива. При таких условиях вполне возможно, что Майлс будет покупать акции иранских компаний, даже учитывая, что Иран является частью оси зла Джорджа В. Буша.

Короче говоря, Иран представляет собой идеальную ситуацию в той области, которая интересует Майлса: большая страна с активным населением, развивающаяся к демократическому капитализму. Индивидуалист Майлс не склонен к политкорректности. Он утверждает, что в конечном счете Соединенные Штаты и Великобритания окажутся перед необходимостью найти способ достижения *сердечного согласия* с Ираном. Эта страна имеет слишком важное

значение, чтобы не протянуть ей руку примирения. Положительные сдвиги имеются, поэтому Иран скорее принадлежит к оси потенциальных возможностей, чем к оси зла.

Я думаю, что подход Blakeney к инвестициям в развивающиеся рынки имеет смысл и весьма полезен для Африки и всего мира. Однако процесс нахождения и исследования новых рынков требует большого терпения. Это не для меня. Выбирая объекты для инвестирования здесь и сейчас, я предпочитаю *исследование*, а не *первооткрывательство*. Тем не менее я полагаю, что развивающиеся рынки в ближайшие пять лет станут лучшим классом активов в инвестиционной сфере.

ГЛАВА 14

Все великие инвестиционные управляющие — очень дисциплинированные маньяки

Несколько лет назад я завтракал с одним из лучших своих друзей, Грэггом, который управляет мегاهدжевым фондом акций с капиталом в 2,5 млрд долл. Грэг великолепен! Сейчас ему около 60 лет, он имеет собственный капитал, составляющий не менее 500 млн долл. и безупречную репутацию, но он до сих пор остается столь же активным управляющим, каким был 30 лет назад, когда я впервые познакомился с этим привлекательным молодым фанатичным парнем. Теперь, треть столетия спустя, четыре ночи в неделю он спит в маленькой комнате в своем нью-йоркском офисе. Грэг остается одним из самых активных биржевых игроков, и одной из составляющих его обаяния является его открытость. Если его фонд преуспевает, он говорит вам об этом. Если у него проблемы, он стонет, не скрывая своих эмоций. Если один из его людей совершил ошибку и потерял деньги, он не будет хранить это в секрете. Он полностью открыт. Он — очаровательный болтливый маньяк.

Грэг имеет репутацию крикуна, с которым трудно работать. Говорят, что он вопит на своих сотрудников, когда те допускают ошибки или небрежности. Я думаю, что это правда. Он должен быть таким. Все основатели крупных успешных хеджевых фондов строги и требовательны к своим подчиненным. Они могут быть очаровательны и харизматичны, но если аналитик работает спустя рукава, они устраивают ему разнос. Больше всего Грэг не любит ошибаться или терять деньги, никогда и ни при каких обстоятельствах, и если это случается, он сходит с ума.

Управление крупной хеджевой компанией аналогично руководству футбольной командой. Ее необходимо сделать самой сильной, наилучшим образом организованной, целеустремленной

и укомплектовать талантами. Мягкие, благосклонные и терпимые к ошибкам подчиненных менеджеры быстро выходят из игры. Джулиан Робертсон, возглавлявший фонд Tiger, был и требовательным экзаменатором инвестиционных идей, и руководителем, нетерпимым к недоучкам. В его присутствии работавшие на него блестящие молодые аналитики начинали трястись от страха, но в конечном счете все сотрудники любили его за неустанный поиск инвестиционной истины. Кроме того, Джулиан заботился о своих людях и был весьма щедр, выплачивая им бонусы по итогам работы в течение года. Его сотрудники всегда платили ему ответной любовью.

Я знал Грэга с тех времен, когда он был успешным аналитиком акций и управляющим портфелем в фонде Fidelity. Этот фонд находит и щедро вознаграждает победителей, и Грэг был настоящей яркой и сверкающей звездой инвестиций. До работы в Fidelity, как он сам любит рассказывать, он был обычным толстым еврейским мальчиком из Бруклина. Грэг всегда успешно выбирал акции, поскольку его анализ отличался строгостью и неотразимой логикой. Обычно он оказывается прав, а если ошибки все же случаются, виновным всегда бывает какой-нибудь совравший ему менеджер. Грэг — действительно толстый человек. «Я каждый год посещаю специальные курорты для похудения, — усмехается он, — и за последние 15 лет я потерял 300 фунтов, но при этом набрал 350 новых».

Однажды, на одной из конференций, мы одновременно выходили с ланча. «Куда вы теперь направляетесь?» — спросил я его. «Я возвращаюсь в свой номер, чтобы сделать несколько звонков и разобраться со своим мини-баром», — ответил он с хитрой усмешкой. Только что за ланчем он активно работал вилкой, метая в свой рот фрикадельки и одновременно философствуя о рынках, неблагодарности молодых парней, которые на него работают, и о жизни вообще.

«Пять лет назад этот мальчик пришел ко мне и заявил, что я — его герой, и он будет счастлив работать бесплатно, — рассказывал Грэг. — У него нет денег, но ему нравится этот бизнес и он хочет учиться. Он утверждал, что по выходным читает и конспектирует мои старые отчеты времен Fidelity. Он поклоняется мне. Признаю, что я был польщен. Первое время я платил ему гроши, потому что большего он и не стоил. Затем мы имели несколько очень прибыльных лет. При

этом он помог мне в некоторых точных попаданиях, и я заплатил ему несколько миллионов долларов. Два года назад он объявляет, что он любит деньги, но его прежде всего интересует партнерство, и цель его жизни состоит в том, чтобы стать моим партнером. Хорошо, я делаю его партнером. В первый год он зарабатывает большие деньги. На обеде, посвященном окончанию года, где присутствуют все наши партнеры, он со слезами на глазах благодарит меня за все, что я для него сделал. Его жена фотографирует нас. Потом она целует меня и утирает слезы. Они обнимают меня уже оба. Зажатый между ними, я похож на бутерброд и тоже плачу от умиления. Это — история превращения Золушки в принцессу, пример осуществления американской мечты. Я действительно чувствовал себя прекрасно в этой ситуации.

Затем в прошлом году мы теряем 20 %, и никто не получает вознаграждение, поскольку платить его не из чего. В конце прошлого года этот мальчик приходит ко мне с очень серьезным видом и сообщает, что собирается в январе уйти в другой фонд. Он стоит, потупив взор, и выглядит грустным. Он говорит, что потерял веру в меня как в инвестора, и из-за потерь в текущем году, прежде чем он сможет получить очередное вознаграждение, фонд сначала должен будет отыграть эти потери, а ему нужно делать деньги. Его дети учатся в частной школе, он купил контракт в Net Jets и квартиру в Палм-Бич. Поэтому он увольняется и переходит в фонд, который находится на плаву».

Грэг говорит это с нескрываемым возмущением. «Мальчик хочет летать на личном самолете! Вы знаете, что я летал коммерческими рейсами, пока мне не исполнилось 55 лет, и я не заработал 500 миллионов долларов. Это невероятно! Я сделал богатым этого ребенка, который вылез из ниоткуда и ничего не знал. Теперь же, после одного плохого года, за который он тоже частично несет ответственность, он увольняется. Я разрекламировал его своим клиентам, и теперь его уход в комплексе со всеми остальными бедами становится моей главной проблемой. Это обеспечивает мне действительно серьезные неприятности. Тогда я сказал ему в лицо, что он — мерзкий неблагодарный кусок дерьма, и чтобы он собирал свои вещи и уматывал сегодня же, не дожидаясь января. И представьте себе, он был оскорблен моими словами. Да я — сама доброта!»

Грэг покачал головой и проглотил очередную фрикадельку, чтобы успокоиться. «В этом году я поднялся на 50 %, — продолжил он. —

Этот пацан легко заработал бы у меня 10 млн долл. Вместо этого он перешел в рыночно-нейтральный хеджевый фонд, который весь год добивался качественных «лонгов» и мусорных «шортов», а заработал жалкие 3 %». Он фыркнул с отвращением. «Дети, если они хороши, доставляют сплошное беспокойство, они неблагодарны и жадны, и вам повезет, если они отработают хотя бы три года, прежде чем вас бросить. Если от них нет проку, то все, что они делают, так это тратят ваши деньги и ухудшают показатели вашей работы, и вы должны уволить их с щедрым выходным пособием, иначе они будут на каждом углу обливать вас грязью. Это игра без приза. Каждый год вы видите все новые молодые улыбающиеся лица, которые говорят вам, насколько вы замечательны, а потом кидают вас при первой возможности».

Мы поговорили о том, как существующая в хеджевых фондах потенциальная возможность зарабатывать большие деньги развращает умы молодых парней. Существует целый легион таких молодых охотников, дрейфующих от одного крупного хеджевого фонда к другому, подвизаясь в качестве аналитиков или трейдеров в поисках места, где они смогут зацепиться и сорвать свой куш. При этом мы с Грэгом согласились с тем, что конечной целью этих ребят является создание собственного фонда. Проблема организации собственного фонда состоит в том, что вы должны собрать начальный капитал. Если вам это удастся, то вы можете контролировать распределение прибыли и сэкономить на издержках. Если у вас нет инвесторов, вам придется потратиться на оплату профессиональных сборщиков капитала. Умный молодой парень с хорошими предварительными результатами, вероятно, сможет консолидировать 20–50 млн долл. инвестиций, но при этом 30–40 % его прибыли уйдет на покрытие издержек.

При всем прочем Грэг — очень мягкий, сентиментальный человек. Он финансирует все организации в Бруклине, с которыми связаны его воспоминания о детстве, — общественный центр, синагогу, среднюю школу, библиотеку и ряд других. То же самое относится и к организациям в Вестчестере, где он живет теперь. Очень многие хеджевые ежи занимаются благотворительностью. В частности, Джордж Сорос, Луи Бэкон, Джулиан Робертсон, Стэн Драсенмиллер и Пол Тюдор Джонс. Они отдают свои собственные деньги, а не

деньги своих компаний, и делают это не для саморекламы, как это свойственно многим корпоративным топ-менеджерам.

Грэг — настоящая машина по выбору перспективных акций. Никто не имеет лучшей способности находить недооцененные активы. В штате его компании работают четыре или пять аналитиков, которые в основном занимаются беготней, но сам Грэг посещает каждую компанию, в акции которой он вкладывается, лично разговаривает с ее топ-менеджерами и изучает каждую компанию под своим собственным аналитическим микроскопом. Если он покупает акции какой-то компании, он становится ее активным акционером, и его обращения к менеджменту в случае снижения показателей работы компании являются конструктивными, но весьма серьезными. Если управление не отвечает, обращения принимают угрожающий характер. Бог запрещает топ-менеджерам лгать Грэгу о материальном положении компании. Одна компания попыталась это сделать, и тогда Грэг сообщил о ней Шпитцеру и свидетельствовал против нее на слушаниях. Если же он продал акции какой-то компании в «шорт», он начинает всем и каждому рассказывать о ее недостатках и промахах.

Возможно, на сегодняшний день ситуация изменилась, но в тот раз Грэг сообщил, что не делает инвестиций. «Я не могу найти достаточно дешевых акций», — ворчал он. Он смотрит в ближайшее будущее американского рынка с позиции «медведя». «Сейчас мы занимаемся самоедством, — говорит он. — Буш в своих политических целях протолкнул два огромных налоговых стимулирования в отношении амортизации, что поощрило расход оборотного капитала в счет будущих периодов. Тем временем политика «дешевых» денег Гринспена ведет к заимствованию потребления из будущего. Я боюсь, что процессы, вызванные этими двумя мощными стимулами, в конечном счете приведут нас к спаду деловой активности и очередному «медвежьему» рынку.

**Не цепляйтесь за убыточные позиции:
крупные инвесторы всегда отсекают
свои потери**

Грэг очень жестко относится к хладнокровному восприятию потерь. Подобно многим трейдерам, он автоматически отсекает

убытки обычно на 10 %-ном уровне. Рой Ньюбергер, Джеральд Лоуб, Барнард Барух и Джесси Ливермор — все делали это. Барух имел самомнение, которого хватило бы на то, чтобы легко заполнить Храм Дендур, но он был проницательным инвестором. В его книге «Моя собственная история» он рассказывает, как он выработал для себя принцип отсекал потери, закрывая позиции, которые пошли против него. Он писал:

На фондовом рынке первая потеря обычно наименьшая. Одна из самых серьезных ошибок, которые может допустить любой инвестор, состоит в том, чтобы продолжать слепо цепляться за убыточную позицию и отказываться признать, что решение об ее открытии оказалось неверным. Иногда мы принимаем свои акции слишком близко к сердцу. В таких случаях чем глубже вы погружаетесь в тему, тем более вероятно возникновение ощущения того, что вы можете обмануть рыночный принцип спроса и предложения. Тот, кто считает себя экспертом, как правило, смело шагает в такое болото, куда не рискнет сунуться даже последний дурак.

Барух утверждает, что покупать следует на росте.

Многие новички продают те акции, в которых они имеют прибыль, чтобы защитить другие позиции, по которым они имеют убытки. Так как хорошая позиция редко и незначительно снижается в цене и чаще приносит прибыль, в психологическом отношении ликвидировать ее достаточно легко. Потери от плохой позиции, вероятно, будут более тяжелыми, и неопытные инвесторы чувствуют потребность в том, чтобы держаться за нее, ожидая вернуть то, что было потеряно. На самом деле необходимо следовать принципу: продавай плохую позицию и сохраняй хорошую.

Согласно Баруху, одним из важнейших условий успешного инвестирования должно быть умение «отсекать свои потери быстро и безболезненно».

В «Воспоминаниях биржевого спекулянта» Эдвина Лефевра Джесси Ливермор много раз повторяет, что вы должны покупать при движении вверх и продавать при падении. «Никогда не увеличивайте свою позицию, — пишет он, — если первое вложение в эти акции не принесло вам прибыль. Всегда продавайте то, на чем вы теряете. Только сосунки покупают падающие бумаги».

Ливермор не имел жестких и неукоснительных правил относительно устранения проигрышных позиций, вместо этого он рассуждал о том, что правильный выбор времени для инвестиций зависит от вашего чутья в отношении акций и рынка. Он сам был необычайно одаренным, интуитивным трейдером и не обременял себя глубоким изучением фундаментальных показателей тех акций, в которые он вкладывал свои деньги. Таким образом, Ливермор был более гибок в своих взглядах, чем большинство из тех, кто, вероятно, сверхинтеллектуализирует свои акции, и он был активным сторонником инвестиций в сильные акции, по которым прослеживалась ясная и долгосрочная тенденция к повышению. Как только цена акций, которыми он владел, начинала колебаться, он закрывал позицию. Его правило состояло в том, что, если акция, которая была сильной, не в состоянии продолжить свое «ралли» после коррекции, это первый признак предстоящих неприятностей и указание на то, что наступило время выхода.

Конечно, покупка силы и продажа слабости — это чистая стратегия импульсного инвестирования, и как инвестор в ценности и поклонник фундаментального анализа, я не одобряю такой стиль. Но вот что делает Уоррен Баффет. Он говорит, что не верит в «стоп-лоссы». Однако вы должны быть почтительны к рыночным основам. Если позиция идет против вас на 10 %, возможно, рынок знает что-то, что прошло мимо вашего внимания. Снижение позиции на 10 % вынуждает нас провести обширный и систематический анализ фундаментальных показателей, используя и внутренние, и внешние ресурсы. Мы должны убедиться, что ничто не изменилось. Если в результате мы приходим к выводу, что не изменилось ничего, кроме цены акции, мы должны покупать ее дальше. Если мы испытываем какие-то сомнения в этом отношении, мы должны продать не менее половины своей позиции.

Тенденция, тенденция, тенденция,
Кто знает, грянет ли коррекция?
И чей-то изменчивый вкус
Не сменит ли акциям курс?

Сэр Алек Кейрнкросс,
главный экономический советник
британского правительства в 1960-х годах.

Визуалы, аудиалы и внимательное чтение

Недавно я читал интервью с Чарли Мангером, который является полной противоположностью Уоррена Баффета. Мангер — крупный инвестор и действительно мудрый старик.

За всю свою жизнь я не знал ни одного человека, который являлся бы хорошим специалистом в широкой области знаний и при этом не читал бы массу специальной литературы. Я знаю множество проницательных людей, которые могут обойтись без чтения, оставаясь профессионалами в пределах своей узкой специализации. Но инвестиции — это широкая область. Так что я не могу согласиться с вами, если вы думаете, что сможете освоить эту науку и получить необходимые знания без постоянного чтения... Вы были бы поражены, узнав, сколько читает Уоррен [Баффет]. Вы были бы не менее поражены, если бы узнали, сколько прочел я.

Чарли Мангер,
из выступления на годовом собрании Berkshire Hathaway, 2003 год

Определенно, чтение — одно из любимых моих занятий, и я думаю, что читать следует не только специальную, но и историческую, и художественную литературу, и даже поэзию. Инвестиции неразрывно связаны с изменениями человеческих настроений. Однако эмоциональный поток является еще и основой художественных романов и поэзии. Кроме того, иногда вы должны очищать свои мозги и душу с помощью качественной литературы. Когда я прихожу домой после рабочего дня, моя голова по самую макушку забита рыночной информацией, мыслями о состоянии нашего инвестиционного портфеля, банальными фразами о необходимости избегать ошибок и прочим мусором. Тогда я беру бокал хорошего вина и погружаюсь в приятное чтение. У меня под рукой всегда найдется хотя бы одна подходящая книга. У меня нет строгого предпочтения какого-либо жанра, но одно условие является обязательным — книга должна быть хорошо написана. В настоящее время я повторно перечитываю полную интригующих фактов биографию Дизраэли, написанную Уильямом Блэйком.

Я — визуал. Визуалы прежде всего воспринимают информацию через глаза, в том числе во время чтения. Аудиалы получают инфор-

мацию главным образом через уши, путем разговора и социального взаимодействия. Чарли Мангер тоже визуал. Кроме того, я разделяю скептицизм Мангера по поводу того, что тот, кто мало читает, может быть по-настоящему успешным инвестором. Хотя я знаю множество людей, которые являются очень успешными трейдерами и спекулянтами и при этом не читают ничего, кроме спортивной страницы.

Одна из самых больших и самых трудно решаемых моих проблем состоит в управлении временем. Процесс получения и обработки информации и данных для последующего принятия мудрых инвестиционных решений занимает весь день и ночь профессионального инвестора. Например, один мой друг, визуал, который уже очень давно занимается инвестиционным бизнесом и достиг невероятных результатов, читает запоем, но при этом он очень дисциплинированный читатель. Под этим я понимаю, что он имеет наметанный глаз и легко распознает бесполезные материалы, на которые можно не тратить свое время, но при этом он находится в непрерывном поиске настоящей жемчужины знаний, тех кусочков пазла, из которых постепенно складывается решение любой инвестиционной проблемы.

Мало того, что этот фанатик постоянно что-то читает в рабочие дни, но и каждый уикенд, к ужасу своей жены, он приносит домой несколько тяжелых пакетов с научно-исследовательскими отчетами и журналами. Он рано встает и каждый уикенд проводит шесть-семь часов, просматривая эту массу документов и оставляя на их полях наскоро написанные примечания для своих аналитиков и портфельных управляющих. Возможно, процентов десять из всего этого бумажного объема он читает и изучает тщательно. Конечно, иногда он и говорит, и слушает, и все же этот визуал большую часть информации получает во время чтения. «Таким образом вы получаете меньше лжи», — говорит он.

У меня есть еще один знакомый, который также имеет блестящие инвестиционные результаты и не менее одержим своей работой, но он, напротив, легко воспринимает информацию на слух. Раньше он имел обыкновение много читать, но теперь он этим практически не занимается, хотя и носит с собой кейс, набитый материалами исследований, которые он время от времени перебирает. Он все еще подписан на различные рассылки и чувствует себя неуверенно, когда

думает, что у вас есть аналитические отчеты, которых нет у него. Весь этаж, который занимает его офис, завален материалами различных инвестиционных исследований, и как-то прошлым летом, когда он открыл багажник своего автомобиля, чтобы достать клюшки для гольфа, я увидел и там большую грудку старых отчетов, которые пролежали уже Бог знает сколько времени.

Вместо чтения он одержим разговорами по телефону. Ежедневно, включая уикэнды и вечера, он ведет телефонные беседы, которые обычно начинаются словами: «Ну, как дела, приятель?» И все же он тоже по-своему очень дисциплинирован, поскольку каждый его разговор короток и содержателен. Как только он выкачивает из собеседника всю полезную информацию, он заканчивает беседу словами: «Мне надо бежать». Это нельзя назвать болтовней. На самом деле после 30 лет чтения исследовательских отчетов он пришел к выводу, что доходность его инвестиций, тем не менее, все еще низка, и что необходимые ему данные нельзя найти в отчетах. Поэтому он тратит свое время на разговоры, черпая таким образом самую разную информацию из различных источников.

Что касается меня, хотя я и, Бог — свидетель, каждый день трачу массу времени на разговоры со своими знакомыми по бизнесу, я все же очень много читаю. Иногда то, что попадает в мой почтовый ящик, настолько меня захватывает, что я жертвую временем, которое мог бы потратить на анализ. Разобранные груды бумаг, чистый стол и пустой почтовый ящик — всего этого можно добиться при желании, но это принесет скорее вред, чем пользу. Целью чтения является не объем перелопаченной информации, а раскопки и нахождение тех знаний, которые способствуют принятию прибыльных решений.

На мой взгляд, серьезно погрузиться в чтение во время работы в офисе практически невозможно из-за слишком большого количества отвлекающих факторов, поэтому я трачу на чтение ночное время и уикэнды. Я часто задумываюсь, действительно ли в этом есть какая-то заслуживающая внимания польза или это всего лишь хобби. Хотя я знаю, что не существует никакой прямой зависимости между объемом прочитанного и количеством заработанных денег, но, так или иначе, я чувствую себя спокойнее, если прочитываю все сообщения, приходящие в мой почтовый ящик. Занимаясь управлением инвестициями, мы должны управлять и своим чтением, быть

дисциплинированными и безжалостно-избирательными читателями, не позволяя управлять собой. Мне нужна первичная информация или анализ ситуации в мире, секторе промышленности или в компании, которая может помочь мне делать деньги. Изменения движут рынком. Из всего объема печатных материалов, которые я получаю ежедневно, 90 % для меня ничего не стоят, потому что они или повторяют то, что я уже знаю, или бесполезны. Шансы, что мне удастся обнаружить что-нибудь новое в очередном 20-страничном отчете General Electric, практически равны нулю. Проблема состоит в том, что я не могу вычленить 10 % полезной информации, не просмотрев весь объем, и ни один самый умный секретарь не может выполнить эту работу вместо меня. Когда мне попадает сообщение или статья, которая содержит действительно свежий взгляд на вещи, я нахожу время, чтобы ознакомиться с этим материалом более тщательно. При этом мне удастся обнаружить нечто полезное еще и между строк.

Все, что я читаю, имеет большую или меньшую ценность. Очевидно, что часть актуальной информации попадает ко мне случайно, но я все же полагаюсь на системный подход. Каждый день, добираясь до своего офиса на поезде, я читаю *New York Times* и *Financial Times*. Я всегда читал колонку Томаса Фридмана. *Financial Times* превосходно подает корпоративные новости. Позднее, в течение дня я пытаюсь просмотреть *Wall Street Journal*. Когда я путешествую по Азии или Европе, я предпочитаю *International Herald Tribune*, которая, по моему мнению, является лучшей ежедневной газетой в мире. Азиатские и европейские издания *Wall Street Journal* до некоторой степени даже лучше, чем те, что выходят в Соединенных Штатах. Я начинаю думать, что я должен проводить больше времени, читая корпоративные новости в газетах, которые не претендуют ни на что, кроме простой передачи фактов, и уделять меньше внимания брокерским исследованиям, которые часто сообщают то, что уже потеряло свое значение. Вне зависимости от содержания мне нравится читать бюллетень Кирилла Соколова «Что я узнал на этой неделе». Его материалы следует воспринимать с некоторой долей сомнения, потому что Кириллу свойственно представлять только одну сторону любой рассматриваемой им темы. Однако он, несомненно, оригинальный мыслитель.

Каждый уикенд я стараюсь тщательно проштудировать *The Economist*. Это бесспорно лучший в мире журнал, и никакое иное издание не сравнится с ним в глобальности исследований. Кроме того, я просматриваю оглавления *Time*, *The New Yorker* и *Newsweek* (Фарид Закария превосходен) в поисках чего-нибудь интересного. Все три этих издания раньше были куда лучше, а сейчас лишь изредка радуют меня хорошими материалами, печатая в основном всякий мусор. Еще я обычно просматриваю *Fortune*. Этот журнал также превратился в макулатуру, но иногда в нем попадаются очень хорошие острые статьи. Кэрол Лумис великолепен. *Institutional Investor*, *Absolute Return* и *International Economics* Дэвида Смика тоже входят в мой список для чтения. Мне приходится изучать все это множество журналов, перелопачивая горы руды ради драгоценных крупиц действительно полезной информации. Должен признать, что я с удовольствием читаю *Sports Illustrated* и потому, что этот журнал превосходен, и потому, что я являюсь поклонником спортивных состязаний.

Каждый день в наш офис поступает множество материалов различных рыночных исследований и бюллетеней. Главным образом они приходят по электронной почте. Мой метод разобраться в этом потоке информации состоит в том, чтобы сосредоточиться приблизительно на 25 различных источниках в диапазоне от Эда Хаймэна, Джима Польсена и Джима Уолкера и до Байрона Вьена, Стива Роуча и Криса Вудса. Имеет смысл изучать и корпоративные резюме, выпускаемые серьезными исследовательскими компаниями. Я не хочу сказать ничего плохого относительно исследований аналитиков с Уолл-Стрит. Они все еще представляют определенную ценность в качестве источников инвестиционных идей, и иногда беседы с ними могут быть очень поучительными. Наши основные источники исследовательских материалов — Morgan Stanley, J. P. Morgan, Goldman Sachs, Credit Lyonnais, ISI, Bernstein, Credit Suisse, The Bank Credit Analyst, Merrill Lynch, Intregal Associates и Bear Stearns. Все остальное мой помощник убирает. Время от времени я пересматриваю этот список, добавляя или удаляя некоторые источники. Иначе я рискую пропустить что-то действительно важное.

Таская с собой тяжелый кейс, набитый различными материалами исследований, испытываешь желание облегчить этот груз, отказав-

шись от некоторых документов. В результате возникает риск того, что действительно хороший материал будет отложен в сторону для более позднего прочтения, и вместо этого время будет потрачено на изучение мусора. Я обнаружил, что, уменьшая вес своего кейса и не читая некоторые материалы, отложенные «на потом», по прошествии недели или около того я вынужден отправлять их в мусорную корзину, поскольку они устаревают. Очевидно, это не лучшая практика.

Я не беру на себя труд читать публикации большинства экономистов (особенно тех, кто настаивает на том, чтобы их называли доктор Сэм или доктор Эрик) и стратегов, потому что они говорят вам только о том, что уже произошло, но не о том, чего следует ожидать в будущем. Они не делают прогнозов; они лишь экстраполируют недавние тенденции в будущее. Их предсказания основаны на последних экономических показателях или недавних рыночных событиях. В результате они всегда идут на шаг позади, вместо того, чтобы обгонять события. Они вечно недооценивают влияние изменений, которые могут происходить в экономике. Конечно, есть несколько исключений. Доктор Купер все еще лучший экономист из всех, кого я знаю. Бизнесмены — одни из моих лучших источников информации, поскольку они имеют свой взгляд на происходящее. И, кроме того, конечно, всегда есть люди, к мнению которых стоит прислушаться потому, что они являются хорошими индикаторами того, что не следует делать.

Очень сложно читать в офисе, когда вас все время отвлекают телефонные звонки и информация, появляющаяся на мониторах. Электронная почта и новостное агентство Bloomberg — главные поглотители вашего внимания и времени. Невозможно производительно мыслить, уставившись в экран. Разбор корреспонденции, поступившей в ваш почтовый ящик, легко может стать еще одной разновидностью навязчивой деятельности. Я отвечаю даже на не слишком важные электронные письма вместо того, чтобы потратить это время на размышления. То же самое относится и к голосовой почте. В нашем офисе есть читальный зал и библиотека. Хороший свет, удобные кресла, отсутствие телефонов и запрет на любого рода беседы. Не отвлекаясь на посторонние вещи, вы можете всего за час провести невероятное количество исследований. Однако самое

подходящее для чтения время — это 85 минут езды в пригородном поезде.

Как инвестор, вы должны контролировать свое интеллектуальное окружение и не позволять внешнему миру управлять вами. Вы должны быть непреклонны при выборе тех, с кем вам стоит общаться, и жестко пресекать лишние контакты. Общепринято считать, что Интернет и переписка по электронной почте — это блестящие, экономящие время изобретения. Они могут быть такими, но как отмечено выше, они же способны отнимать у вас массу бесценного времени. Всем нам свойственно выделять те факты, которые подтверждают наши собственные предубеждения, поэтому вот вам такой факт. Недавнее исследование 1000 взрослых людей, проведенное Лондонским университетом, показало, что обычная переписка по электронной почте и передача текстовых сообщений снижают интеллект и умственные способности сильнее, чем регулярное пассивное курение. Было установлено, что большинство офисных работников серьезно увлечено электронной перепиской. Треть обследованных настолько погружена в экраны своих компьютеров, что отвечает на приходящие электронные сообщения немедленно или в течение 10 минут. Каждый пятый обычно прерывает рабочий процесс, чтобы ответить на пришедшее электронное письмо.

Это исследование выявило, что среднее снижение интеллекта из-за прерываний входящими электронными сообщениями составляет 10 пунктов показателя интеллекта (IQ) по сравнению с 4 пунктами снижения, вызываемого курением в помещении офиса. Столь же серьезную потерю интеллекта — в 10 пунктов — вызывает бессонница. Конечно, все эти три фактора являются временными. Еще один очаровательный вывод данного исследования состоял в том, что на интеллектуальные способности женщин отвлекающее влияние электронной почты имеет меньшее воздействие. Среднее снижение показателя интеллекта для женщин, склонных к почтовой зависимости, составило 5 пунктов, тогда как для мужчин этот показатель равнялся 15 пунктам. Другими словами, женщины намного лучше, чем мужчины, приспособлены для работы в многозадачном режиме.

Необходимо не просто читать, но еще и думать о прочитанном.

ГЛАВА 15

Любовь клиентов прямо пропорциональна вашим последним инвестиционным результатам

Управление активами крупного взаимного фонда — тяжелая и неблагодарная работа. Ежедневные изменения чистой стоимости активов вашего фонда по отношению к предыдущему дню, а также показатели прибыли и убытков с начала года доступны для каждого, у кого есть желание их увидеть. Вы понимаете, что весь мир знает, герой вы или бездельник. В крупных управляющих компаниях, обслуживающих множество частных клиентов, которые уделяют слишком серьезное внимание краткосрочным результатам работы, ежедневные колебания чистой стоимости активов держат в напряжении даже самых спокойных и стойких портфельных управляющих. Работать с деньгами институциональных инвесторов — сложно, но, по крайней мере, в этом случае ваш профессионализм не переоценивается клиентами ежедневно.

Когда ваша доходность растет, вы чувствуете себя победителем, разгадавшим великую тайну успешного инвестирования. Но если вы теряете деньги, это беспокоит ваших клиентов и делает вас лохом. Выяснить, что именно вы делаете неправильно, очень трудно, потому что инвестиционный портфель может включать в себя 30 или 40 различных торговых позиций. Когда вы переживаете резкий спад, правильные решения нивелируются ошибочными. Это невероятно расстраивает и вскоре вы начинаете сомневаться в себе. Резкий спад может продолжаться в течение 6 месяцев, 18 месяцев или даже нескольких лет.

Управление активами — не для каждого, или Глотание пыли

Ежедневным напитком портфельных управляющих является алкогольный (хотя, возможно, лучше сказать — ядовитый) инвестиционный коктейль, который вызывает острые ощущения радости победы и муки поражения. Успешная работа повышает самооценку, уверенность в себе и даже вызывает легкую гордость. Неудачи, напротив, опустошают. Однажды в Morgan Stanley я выдвинул одного парня в качестве единственного портфельного управляющего фонда. Ему было около 40 лет, он был умен, и его послужной список в должностях аналитика и управляющего был великолепен, кроме того, он очень хотел управлять собственным фондом. Его квалификация казалась полностью подходящей для этой работы. Кроме того, он был очень уравновешенным, уверенным и спокойным человеком, счастлив в браке, в общем, обладал всеми немаловажными личными характеристиками. Это не значит, что депрессивные и впечатлительные люди не могут быть успешными инвесторами; но, имея выбор, я бы предпочел Геккельбери Финна.

Так или иначе, этот парень, которого я так привередливо выбирал, или стал жертвой неудачного старта, или не был талантлив настолько, насколько я на это рассчитывал, выдвигая его на роль управляющего фондом. По итогам первого года своей работы он оказался в нижней трети рейтинга портфельных управляющих и на 400 базисных пунктов позади эталонного теста. После этого он начал торговать активнее, решив, что таким образом сможет исправить ситуацию. Конечно, ничего из этого не вышло. Фактически результаты трейдинга часто бывают обратно пропорциональны интенсивности сделок, поскольку она увеличивает затраты и вероятность совершения ошибок. После 18 месяцев, проведенных у руля фонда, его результаты стали еще хуже, что вызвало недовольство клиентов. Он рассказал мне, что стал плохо спать. Я посоветовал ему расслабиться. В конце концов, ему требовалось пробежать марафон, а не спринт, так что времени у него было достаточно.

Однако, спустя несколько месяцев, он пришел ко мне и сказал, что собирается уйти в отставку. Он больше не мог этого выносить.

Неприятности на работе затрагивали жизнь его семейства. Он собирался уйти из инвестиционного бизнеса, переехать в Вайоминг и работать там лыжным инструктором. Я попытался его отговорить, но все было напрасно. Он проработал с нами до окончания передачи дел новому управляющему и уволился. Несколько лет спустя он вернулся в Чикаго и нанялся на работу в исследовательский отдел банка. Но насколько я знаю, он никогда уже не занимался управлением инвестициями.

Даже суперзвезды иногда падают

Есть и еще одна даже более драматичная история, повлиявшая на мои представления. Помню, насколько я был потрясен несколько лет назад, когда узнал, что компания Big Firm Investment Management рассталась с Сэнди Эндрюс. Она была одной из их суперзвезд, и вдруг они ее уволили. В это было трудно поверить. Я уверен, что они выплатили ей очень щедрое выходное пособие, но все же... Ее история — яркий пример того, как проходит мирская слава. Не поймите меня неправильно, я не утверждаю, что в Big Firm Investment Management поступили неверно или несправедливо. Это всего лишь бизнес.

Сэнди около 50 лет. Это высокая, красивая женщина с длинными черными волосами. Она хорошо одевается и говорит медленно со слабым, южным акцентом, а иногда ее глаза завораживает дымкой, как будто она погружается в глубокие размышления. Сэнди не страдает причудами. Она выросла во Флориде, окончила школу в Тампе, а затем университет Майами, у нее нет диплома Эндоваера, Йельского университета или Гарвардской школы бизнеса.

Я познакомился с Сэнди после того, как Big Firm Investment Management объединилась с Wean Ditter в 1997 году. Ее способность упорно трудиться и обеспечивать хорошую доходность фонда, которым она управляла, позволила ей занять достойное место в новой компании. Я уверен, что для Сэнди это было не просто, как не просто получить возможность управлять фондом для любой женщины в мире управления капиталовложениями, где практически все суперзвезды и большинство портфельных управляющих — мужчины. Этот мир всегда был (и вероятно все еще остается) мужской епархией. Ей

пришлось приложить немало усилий, показать не только хорошие профессиональные результаты, но и зубы, пробивая себе дорогу, и я уверен, что на этом пути ей пришлось пощипать немало петушиных перьев. И 10–20 лет назад, и сейчас шансы мужчин пробиться наверх в этом бизнесе неоспоримо выше.

Существование неявного предубеждения против женщин в роли управляющих фондами является фактом. Можно привести немногочисленные примеры, когда женщины управляют долгосрочными инвестиционными фондами, но мне трудно представить женщину, успешно управляющую хеджевым фондом. Этим занимаются преимущественно мужчины разных возрастов, несмотря на то что женщины не менее умны. Однако предполагается, что женщины менее способны к биржевой игре по двум причинам: во-первых, они слишком эмоциональны, а во-вторых, что наиболее важно, мужчины полагают, что женщины при наличии семейных обязанностей просто не имеют для этого времени или желания. Кроме того, в отношении к женщинам присутствуют элементы интеллектуального снобизма, шовинизма и профессиональной зависти.

Большинство мужчин, занимающихся инвестициями, кажется, полагают, что женщины с маленькими детьми слишком обременены домашними хлопотами, чтобы найти время еще и на чтение, работу в офисе и разъезды, необходимые для того, чтобы стать успешным инвестором. Они думают, что основным женским инстинктом должен быть материнский, и одновременное погружение в инвестиционную деятельность неминуемо приведет к возникновению неразрешимых конфликтов. Возможно, если женщине уже пятьдесят, и ее дети окончили колледж, она может быть инвестиционным управляющим, но к тому времени ее знания устареют, и она потеряет квалификацию, необходимую для выполнения этой работы.

Когда я разговаривал с некоторыми молодыми специалистами из Big Firm Investment Management, они утверждали, что компания не должна питать никаких иллюзий относительно способности женщин управлять инвестиционным портфелем. Они считали, что женщины более приспособлены для выполнения черновой работы и занятия вакансий в отделах по работе с клиентами, маркетинга и администрирования, где высокий уровень интеллекта и наличие свободного времени не были столь необходимы. Однако руководство

компании было непреклонно, считая, что поле инвестиционной игры должно было общим, и женщины в равной степени с мужчинами имеют возможность балансировать между семьей и работой, так что молодые «жеребцы» главным образом держали свое мнение при себе.

Но Сэнди продолжала свой путь через лабиринт благодаря своему уму, напряженной работе и, прежде всего, хорошему инвестиционному чутью. Поскольку она придерживалась импульсной стратегии инвестирования, вторая половина 1990-х годов была для нее благодатным периодом. Она культивировала активы, имеющие хороший потенциал, и затем продавала их с хорошей прибылью. Внешне она обладает обезоруживающей мягкостью, но тот, кто пытался перейти ей дорогу, почувствовал на себе остроту ее локтей. Как она умудрялась балансировать между семьей и работой? Я не знаю.

Однако, подобно многим другим хорошим инвесторам, она не была простым человеком. Я никогда не имел с ней никаких конфликтов, но ее коллеги рассказывали о ее требовательности к себе самой и к своим подчиненным.

Как я уже сказал выше, почти все действительно хорошие инвесторы, которых я знаю, люди темпераментные и жесткие, и часто имеют репутацию крикунов. Навязчивое стремление к победе делает их такими. И оно же делает их хорошими инвесторами.

К 1998 году Сэнди стала одним из лучших фондовых управляющих своей компании и привлекала множество частных инвесторов. Она управляла 20 млрд долл., что даже в тот период избытка инвестиционных капиталов было весьма впечатляющим показателем. Мне нравилась Сэнди. Мы несколько раз обедали вместе. Она — настоящий инвестор, но меня весьма устраивал тот факт, что я не был ее непосредственным начальником, потому что это могло бы доставить мне массу проблем.

После слияния компаний Big Firm и Wean Ditter первым крупным совещанием, в котором я принимал участие, была конференция в Финиксе 1998 года. Это конференция, на которую Big Firm Investment Management собирает 600 своих основных региональных представителей (из 10 000), где они за угощениями, развлечениями проходят обучение на семинарах по вопросам открытых фондов компании. Здесь присутствуют брокеры, наиболее успешно рабо-

тающие в системе, а также бизнесмены, которые знакомятся и придирчиво присматриваются к менеджерам, управляющим портфелями и открытыми фондами. Они дружелюбные люди, но весьма заинтересованы в получении прибыли.

В том году конференция проходила в огромном зале и сопровождалась огнями, музыкой и спецэффектами. Речи выступающих транслировались телевизионными суфлерами и жестко контролировались сценарием. Толпу брокеров мало интересовали стандартные выступления, они вели себя довольно развязно, беспокойно и нетерпеливо, пользовались сотовыми телефонами, названивая клиентам, или отправлялись на поле для гольфа. Во время выступлений многие брокеры в зале читали газеты, разговаривали по телефонам или беседовали между собой. Это была очень сложная аудитория, хотя своим выступлением мне и удалось вызвать несколько смехов. После пятого выступления я понял, что слушатели сыты по горло.

Сэнди была следующим докладчиком. В этот момент я заметил как брокеры, блуждавшие до того в коридоре, потянулись в зал. Аудитория замерла в ожидании, и после представления докладчика, в тот момент, когда она шагнула на подиум, множество присутствующих брокеров встали и начали ее приветствовать. Внезапно и спонтанно целая толпа вскочила с мест и устроила Сэнди овацию. Я был ошеломлен, ослеплен. Столь искреннее выражение чувств отражало тот факт, что ее фонд обеспечил брокеров и их клиентов превосходной прибылью. Они по заслугам оценивали ее работу, показатели которой позволяли им хорошо выглядеть в глазах клиентов. Она была их путеводной звездой. Они любили ее. Они слушали ее внимательно и с уважением, как будто присутствовали при том, как прямо с очарованных губ мистической Пифии слетали слова инвестиционного Евангелия.

Когда она закончила свое выступление и шла по главному проходу, брокеры кланялись ей и кричали что-то подобное: «Мы любим Вас!» и «Сделайте их, Сэнди!» За дверями зала они окружили ее толпой, желая задать вопросы об акциях и сфотографироваться с ней.

Сэнди нравилось все это. Она стояла там на подиуме, впитывая лесть и аплодисменты со скромной полуулыбкой на лице. Ей было приятно внимание окруживших ее брокеров. А кому бы это не понравилось? Я предполагаю, что постоянные аплодисменты действуют опьяняюще,

впрочем, мне не доводилось испытать этого на себе. Испытывая на себе подобное отношение, успешный инвестор может легко потерять голову и почувствовать себя неуязвимым. Сэнди была прима-балериной подразделения по управлению капиталовложениями своей компании. Деньги в ее фонд текли рекой. В результате Сэнди начала требовать от головного офиса привилегий как для своего фонда, так и для себя лично. Она чувствовала, что в течение многих лет ей недоплачивали, и теперь она вела себя очень жестко, требуя серьезного увеличения вознаграждения. Руководству компании это не нравилось, но у них не было выбора. Она была их звездой.

В последующие годы Сэнди продолжала работать все так же одержимо. Она показала хорошие, хотя и не захватывающие результаты в 1998, 1999 и в первой половине 2000 годов. Однако, ориентируясь на рыночный импульс, она сломя голову кинулась на утес технологических акций и продолжала торговать в 2001 году так, как будто бы «быки» все еще правили бал. В 2002 году она наконец смирилась с изменением ситуации и закрыла «длинные» позиции. Но, к сожалению, она оставалась в «медвежьих» позициях тогда, когда рынок нарисовал «двойное дно» осенью 2002 года и в марте 2003 года. В результате по итогам 2003 года она понесла 20%-ный убыток. Иными словами, сначала излишне долгое сохранение «длинных» позиций, а затем «зависание» в «шортах» создали полосу плачевных результатов.

Когда, управляя активами на конкурентном рынке, вы делаете один неправильный шаг, повышается вероятность того, что и следующий вы сделаете не в том направлении. Это не означает, что вы не хотите вернуться в седло после первых неудач, просто «черные полосы» имеют свойство сохраняться в течение нескольких лет. Упасть и при этом знать, что весь мир наблюдал за твоим падением, как это имело место с Сэнди, действительно серьезное испытание на прочность. В тот период мы с ней время от времени разговаривали, и мне казалось, что она была упрямой, нестигаемой и *не прислушивалась к рынку*. В поддержку своего решения оставаться в деньгах она часто приводила мне мнения технических аналитиков, которые предрекали рынку падение. Но, как я уже говорил ранее, каждый из нас время от времени идет не в ту сторону.

Поскольку доходность ее фонда ухудшалась, Сэнди реагировала на это более активной торговлей и еще более жестким отношением

к своим подчиненным. В результате в конце 2003 года комбинация из ухудшения показателей работы и нарушений корпоративной этики в отношениях с сотрудниками привела к тому, что Сэнди была вызвана в головной офис, где у нее поинтересовались, не желает ли она оставить работу в компании, возможно, с выплатой щедрого выходного пособия.

Я был потрясен. Сэнди — хороший инвестор. Все хорошие инвесторы имеют «холодные» периоды. Сэнди жестко обходилась со своими подчиненными, но управление крупным взаимным фондом, по умолчанию, не предусматривает стремления понравиться всем и каждому. Это постоянная борьба с рынками не на жизнь, а на смерть. Газеты ежедневно публикуют показатели, характеризующие успешность ваших инвестиций, и брокеры и их клиенты вовсе не интересуются тем, что при этом думают о вашем характере ваши секретари и младшие аналитики. Вы не можете допустить, чтобы на вас работала кучка посредственностей. Пусть неумышленно, но неэффективность их работы разрушает создаваемые вами результаты и подвергает опасности непосредственно вас.

Я переживаю за Сэнди. Роль звездного инвестора настолько глубоко запала в ее душу и заняла там столь значительное пространство, что новый статус — предмета уничижительных сплетен — не мог не нанести ей душевную рану. Я уважаю ее суждение о рынках. Я разговаривал с ней сразу после ее увольнения, и она сказала мне, что не может собрать капитал для организации собственного хеджевого фонда, поскольку воспоминания о ее падении еще слишком свежи в памяти инвесторов.

Несколько месяцев спустя мне позвонил знакомый управляющий парень крепкого хеджевого фонда. Он думал о том, чтобы нанять Сэнди на работу в качестве аналитика с полномочиями управления капиталом. Его интересовало мое мнение о ней, как об инвесторе. Я ответил, что считаю ее победителем. Он сказал, что согласен с этим, но его настораживает то, что она не кажется достаточно жесткой и активной. Я рассмеялся и уверил его в том, что она обладает обоими этими качествами в значительной степени. Насколько я знаю, сейчас она вполне преуспевает, и размер капитала под ее управлением растет.

Кстати, история с Сэнди — не исключительный случай. Несколько годами ранее то же самое произошло с парнем, который

успешно обеспечивал рост и доходность управляемого им фонда. Высокая прибыль в течение нескольких лет, постоянные аплодисменты на конференциях, брокеры, кланяющиеся ему в прихожих, затем период спада и несколько лет спустя холодное прощание. Это — жесткий бизнес!

Какова же мораль этой печальной главы? Истина заключается в том, что в инвестиционном бизнесе степень любви к вам прямо пропорциональна самым недавним результатам вашей работы. *Sic transit gloria mundi**; другими словами, известность и слава — преходящие ценности. Это игра чисел. Лояльность клиентов, восхищение продавцов, любовь руководства — вещи непостоянные, так что не будьте слишком самоуверенны. Инвестиционный штиль неизбежно сопровождается разрушительными штормами. Зима сменяет лето. Вторая истина заключается в том, что, если вы работаете в крупной инвестиционной компании и управляете подчиненными с помощью постоянных окриков, вы должны показывать стабильно высокие результаты. Пока вам это удастся, руководство будет закрывать глаза даже на самые оскорбительные методы управления подчиненными, применяемые вами. Но когда в вашей работе наступает резкий спад, вам придется воздержаться от выражения своих эмоций.

Третий вывод состоит в том, что топ-менеджеры большинства компаний не понимают, что результаты инвестирования подвержены циклическим изменениям, и что они должны быть терпимы к отдельным неудачам горстки своих реальных инвесторов. Крупная компания по управлению капиталовложениями может иметь 200 управляющих портфелями, но из них лишь 10-15 являются реальными инвесторами. Сэнди, по моему мнению, относится именно к этой категории. Терять таких специалистов неразумно.

Даже консервативные циники теряют клиентов

Сегодня в наш офис приходил Стив со своей фирменной улыбкой, и мы с ним долго беседовали. Улыбка сопровождает его повсюду; он

* Так проходит мирская слава (лат).— *Примеч. пер.*

даже спит с ней, а по утрам тренирует ее перед зеркалом, особенно в такие периоды, как, например, сейчас, когда результаты его работы плачевны, и множество его клиентов закрывает свои счета.

Я давно знаю Стива. Он, так же как и я, живет в Гринвиче, однако, в отличие от меня, он не является членом местных клубов. За его улыбкой прячется сардонический взгляд на весь мир и на Гринвич в частности. Несколько лет назад он прислал рождественское послание, которое я воспроизвожу здесь из-за его социальной значимости. В наших краях рождественские послания, прилагаемые к рождественским открыткам, превратились в хвастливое перечисление всех свершений, достигнутых детьми конкретного семейства за отчетный период. Даже семейные фотографии пострадали от этого веяния. Например, одна из таких фотографий, изображавших семейство в полном составе, сопровождалась подписями, обозначающими названия и год окончания престижных колледжей, типа: отец, окончил Амхерст в 1979 году; мать, Амхерст 1981 г.; Лайза, Гарвард 2002 г.; Колин, Йельский университет 2004 г.

И я, и Стив смеемся и иронизируем над этими ужасными посланиями, но в тот раз он пошел дальше. Два года назад он написал и разослал собственное рождественское послание. Должен признать, что сначала он показал его мне, и я внес в него несколько корректив. Результат мне понравился! Вероятно, это простое совпадение, но, начиная с того момента, как творение Стива было распространено, спеси в посланиях наших знакомых явно поубавилось! Вот оригинальный текст.

Дорогие Друзья,

В этом нашем ежегодном рождественском послании мы хотим поделиться со всеми вами новостями о том, что произошло с нашим талантливым семейством в этом ярком 1998 году, который просто плакал и пускал слюни от радости за всех нас.

В феврале Джейн возвратилась из своей третьей поездки в клинику Бетти Форд, сияя от радости приобретения новых друзей и возобновления старых дружеских связей. Это действительно замечательное место, которое мы все вспоминаем с искренней теплотой. Джейн с воодушевлением рассказывает, что эта клиника изумительно способствует повышению социального статуса и предоставляет даже лучшие шансы для знакомства и установления контактов с богатыми и известными людьми, чем должность в опекуном

совете престижной благотворительной организации, кстати, этот вариант является и более дешевым.

Март был весьма захватывающим. После помолвки наша прекрасная дочь Нэнси вышла замуж за Антонио Мигеле де Ла Фиквероса, с которым она познакомилась в прошлом году в Женеве. Он из Панамы и является представителем знатного рода. Этот брак у Нэнси третий, и мы искренне надеемся, что это счастливое число означает, что Антонио с его исключительным чувством юмора и внушительными связями идеально подходит для нашей дочери. Для полета в Панаму, где проходила свадебная церемония, Антонио зафрахтовал Конкорд (по сравнению с которым наш G-5 выглядит бледной тенью). Мы были очень сильно восхищены тремя роскошными домами, которыми он владеет в столице Панамы и его огромной загородной гасиендой.

Антонио — лейтенант панамской полиции, и, кроме того, в свободное время он управляет небольшим собственным экспортным бизнесом. Очевидно, что это его маленькое хобби является очень успешным — хотя Антонио застенчиво умалчивает об этом — и на самом деле он один из самых богатых и успешных мужчин в Панаме. Наша красавица дочка Джули очень понравилась одному из его телохранителей (которых у Антонио не менее шести человек!). Этот молодой человек родом из Ливии.

Все наше семейство участвовало в свадебных торжествах за исключением Билли, который находится в Мичигане под подпиской о невыезде. Мы прекрасно провели время! Нам было очень приятно встретить там так много политических деятелей и бизнесменов со всей Центральной Америки. Через некоторое время мы привыкли и поняли, что люди с оружием выглядят весьма эротично. Свадебные подарки были по-настоящему щедрыми. Помимо всего прочего, счастливая пара получила бронированный Мерседес и мощный катер, с установленным на нем пулеметом 50-го калибра. Они проведут свой медовый месяц в Колумбии, где живут некоторые деловые партнеры Антонио. Наша маленькая девочка превратилась в завсегдатая модных курортов! Теперь она путешествует со своим собственным парикмахером!!

Неприятности время от времени случаются со всеми и не только оказывают негативное влияние, но и закаляют наш дух. Мы полагаем, что ни один из вас не поверил тем злобным инсинуациям, которые позволил себе в отношении Стива насквозь коррумпированный окружной прокурор из Хартфорда. С его стороны это был всего лишь скандальный способ привлечь к себе внимание прессы. И кстати, как члены семьи, мы никогда не вмешивались в инвестиционную деятельность Стива, чтобы там ни писал по этому поводу *Wall Street Journal*.

Мы только что возвратились с Багамских островов на своей новой яхте The Indefensible, которая представляет собой простенькую лодку в 165 футов длиной и скоростью в 30 узлов. Пребывание на островах затянулось дольше, чем мы планировали, потому что по недоразумению все наше семейство вместе с яхтой в течение недели удерживалось местными властями в Сан-Орода по подозрению в торговле наркотиками. Мы были освобождены только после того, как устроили щедрый прием для всего полицейского департамента, их жен, подруг и детей, закончившийся раздачей конвертов каждому приглашенному.

Мы надеемся, что все вы заглянете к нам в гости на коктейль или обед в нашу новую «берлогу» на Раунд Хилл Роуд. Наш плавательный бассейн олимпийского размера будет закончен к началу весны, поэтому во что бы то ни стало захватите с собой купальные костюмы. Наш шеф-повар Жак прекрасно готовит...

Послание заканчивалось несколькими «контрольными выстрелами», имеющими прямое отношение к общественной жизни в Гринвиче, штат Коннектикут.

Циничный склад ума Стива помогает ему в работе на рынке и способствует достижению хороших результатов. Стив владеет собственной компанией, которая специализируется на долгосрочных вложениях для богатей и небольших фондов. Другими словами, он не хеджер. В 1980-х годах он работал в Fidelity, где он был яркой звездой, а затем в 1991 году организовал свою собственную компанию, которая успешно росла благодаря авторитету Стива, заработанному за несколько последних лет. Он осторожный, но активный инвестор, предпочитающий иметь «длинные» позиции по 30–40 акциям растущих компаний, которые он действительно знает и верит в их потенциал, оцененный в соответствии с классическими старомодными критериями. Ярко выраженная приверженность Стива искать рост по разумной цене привела к тому, что он пропустил «бычье ралли» конца 1990-х годов, вместо этого скрупулезность привела его к открытию объемной позиции в акциях Enron.

Скандал с Enron уничтожил счета Стива. Казалось, что эта компания полностью соответствует его критериям выбора акций с хорошим потенциалом. Стив изучил Enron сверху донизу, не один раз посетил компанию и был убежден в том, что сделал правильный выбор. Когда по рынку полетели слухи, и цена начала падать, он, в соответствии с заветами Баффета, увеличил свою позицию по этим

бумагам. В отличие от моего друга Дейва, он не пользуется стратегией импульсного инвестирования и не считает, что рыночные движения говорят вам о чем-либо. Лично я убежден, что «попасть» на акциях Enron мог каждый. Никакие исследования и анализ ценных бумаг не работают, когда речь идет о мошенничестве с отчетностью, на которой и строится этот анализ. Баффет указывает, что Генри Кауфман и Марти Либовитц, два самых сильных аналитика, которых он знает, просмотрели приписки выручки Enron на сумму в 6 млрд долл. Эл Харрисон из Alliance Capital, один из лучших инвесторов, которых я когда-либо знал, также понес на акциях Enron существенные убытки. Но клиенты Стива этого не поняли.

В 2003 году Стив продолжал держать активы в наличных деньгах, потому что все еще не мог найти действительно дешевые акции, и смотрел на рынок с осторожностью. В результате даже при том, что его доходность по итогам 2003 года составила 12 %, он отставал от индекса S&P 500, который поднялся за этот же период на 28,7 %. В 2004 году он заработал приблизительно 5 %. Другими словами, обжегшись на Enron, он опасался инвестировать денежные средства клиентов в ценные бумаги. В результате его клиенты занервничали и стали закрывать свои счета.

Но несмотря ни на что, улыбка не сходила с его лица и оставалась все такой же лучезарной. Тем не менее я могу сказать, что он глубоко задет тем, что некоторые из его давних клиентов не вынесли тяжелых времен и потеряли веру в него и его методы работы. Однако он отдает себе отчет в том, что нелояльность и бегство клиентов в нижней фазе рабочего цикла инвестиционной компании — это часть нашего бизнеса. Можно сказать, что часто лучшим признаком того, что худшее уже позади, является уход вашего самого важного и крупного клиента.

Если вы думаете, что ваш управляющий сошел с ума и окончательно потерял способность чувствовать рынок, то, очевидно, вы должны немедленно прервать с ним деловые отношения. Если ваш управляющий ранее показывал хорошие результаты, но в какой-то момент испытал период спада, который может случиться с каждым, маловероятно, что он окончательно потерял свое мастерство. Если же ситуация указывает на то, что ваш управляющий потерял былую хватку или запаниковав перед лицом критической ситуации, начал совершать ошибки, это другой вопрос, и вы вольны его покинуть.

Но если он или она всего лишь оступились на долгом пути, дайте ему или ей шанс исправить ситуацию. Если вы верите в золотое правило инвестиций о том, что все в конечном счете возвращается к своим средним значениям (как верю в него я), и если вы полагаете, что сильные управляющие в долгосрочной перспективе могут превзойти индексы (это тоже является моим убеждением), то закрывать счет после того, как доходность падает ниже показателей эталонного теста, не имеет смысла и фактически приводит к совершению двойной ошибки. Если вы уже пережили боль падения, то в результате своего ухода рискуете пропустить экстаз восстановления.

Если ваш управляющий в прошлом показывал хорошие результаты, но теперь столкнулся с проблемами, имейте терпение. Найти хорошего управляющего довольно сложно, поэтому, решив найти замену, вы можете столкнуться с определенными трудностями. Колебания показателей инвестиционной доходности являются циклическими, и даже лучшие инвесторы имеют периоды спада, иногда довольно длительные. Вы платите своему управляющему в расчете получить через какое-то время годовую прибыль, которая в среднем будет не менее чем на несколько сотен базисных пунктов выше доходности по эталонному индексу. Накопление этой дополнительной премии в долгосрочном периоде приводит к колеблющемуся увеличению капитала, даже с учетом выплаты более высокого комиссионного вознаграждения, нежели то, что принято в индексных фондах. Например, более чем за 30 лет, включавших и хорошие, и плохие времена, в течение которых Джон Темплтон был у руля, клиенты его фонда видели, как их инвестиции в 10 тыс. долл. превращались в 632 469 долл.; сопоставимый показатель в отношении индекса Доу составил бы всего лишь 35 400 долларов. За это время Джон имел несколько трехлетних периодов спада, но помимо этого у него был период, когда он девять лет подряд превосходил по темпам роста биржевой индекс.

Даже знаменитые инвесторы имеют золотые периоды

Несколько лет назад Уоррен Баффет выступил в школе бизнеса Колумбийского университета с речью под названием «Великие

последователи Грэма и Додда», посвященной годовщине публикации классического произведения Бенджамина Грэма и Дэвида Додда «Анализ ценных бумаг». В своей речи он высказал критику в адрес тех профессоров, которые утверждают, что фондовый рынок эффективен, что цены отражают все, и что нет и не может быть никаких недооцененных акций, а инвесторы, доходность которых превосходит среднерыночные показатели, просто удачливы. В качестве иллюстрации он привел отчеты 10 управляющих компаний, преданных стратегии инвестирования в ценность активов.

Все эти 10 компаний имели исключительно высокую доходность, в течение длительных периодов времени значительно превосходящую прирост основных биржевых индексов. Например, компания Pacific Partners более чем за 19 лет достигла показателя среднегодовой доходности в 32,9 % против 7,8 % аналогичного показателя по индексу S&P 500. Более чем 16 лет партнеры Твиди Брауна наслаждались общей доходностью в 936 % против 238,5 % по индексу S&P. Собственный отчет Баффета, конечно, тоже является ярким примером.

Однако удивительное открытие заключается в том, что все эти суперзвезды, за исключением непосредственно Баффета, проигрывали индексу S&P 500 по годовой доходности в 30–40 % случаев. Темплтон, который не входил в список Баффета, также отставал от индекса приблизительно 40 % времени. Никому не удавалось превосходить S&P на постоянной основе, вероятно, потому, что никто не ставил перед собой такой цели. Однако отставания в большинстве случаев (хотя и не всегда) были незначительными в отличие от превышений, которые в некоторых случаях были просто огромны. Большинство задержек происходило в те годы, когда средние значения совершали значительные скачки.

Кроме того, лишь с двумя исключениями, все упомянутые Баффетом великие инвесторы имели длительные спады (в три или три из четырех лет подряд). Почти неизменно длительным всплескам доходности предшествовали периоды спада. Очевидно, что закрытие клиентских счетов на дне падения доходности становилось дорогостоящей ошибкой. И наоборот, такое решение было бы эффективным после четырех- или пятилетних периодов с высоким уровнем доходности. В показателях работы управляющих ясно прослеживается наличие трех-пятилетних циклов, что, вероятно, связано со специ-

фикой инвестиционных стилей управляющих и доминирующими рыночными идеями. Что я подразумеваю, говоря о правиле возвращения к средним значениям?

Иногда случаются удивительные истории. Замечательный пример — компания Pacific Partners, которая после побед над индексом S&P 500 в течение пяти лет подряд, причем с большим преимуществом (последние три года из этой серии принесли инвесторам 120, 114 и 65 %), затем в течение следующих четырех лет и в пяти из шести лет подряд отставала от динамики изменения индекса S&P 500. Затем Pacific Partners вновь вышла в лидеры этого соревнования с положительным результатом в 127,8 % и обгоняла рост индекса на протяжении еще трех лет, хотя и с менее захватывающим преимуществом. Вы могли бы сказать, что, будучи клиентом, вы просто не можете допустить столь высокой волатильности своей доходности. Однако в течение тех 19 лет, за которые S&P 500 поднялся на 316 % (по 7,9 % в год), партнеры Pacific Partners за вычетом комиссионного вознаграждения получили прибыль в 5 530 % или 23,6 % в год. Столь высокий уровень доходности стоит того, чтобы потерпеть некоторые неудобства.

Еще один пример — Чарли Мангер, любитель чтения, который позже стал партнером Баффета. Однажды Мангер имел резкий спад в работе, когда он отставал от индекса S&P 500 на протяжении четырех из пяти лет, но за 13-летний промежуток времени, который включал и упомянутую «черную полосу», его средняя доходность составила 19,8 % против 5 % по индексу. Аналогично Твиди Браун, добившийся превосходной долгосрочной доходности, в течение трех из четырех лет отставал от S&P 500. Фонд Sequoia проигрывал S&P 500 в течение первых трех с половиной лет своего существования, но, сумев преодолеть последствия столь обескураживающего старта, затем поднялся на вершину славы.

Что бы ни делал Баффет, но серия поражений в соревновании с индексом S&P 500 из двух или трех лет подряд (даже не четырех) привела бы к тому, что его инвестиционные управляющие лишились бы протекции большинства инвестиционных консультантов, которые доминируют над этим бизнесом и, вероятно, денег большинства институциональных клиентов. Люди имеют короткую память, а бизнес управления деньгами сильно зависит от статисти-

ческих показателей и консультантов, которые, чтобы оправдать свою зарплату, должны рекомендовать клиентам сменить фонд.

Учитывая все вышесказанное, неудивительно, что Стив чувствует себя, как в осажденной неприятелем крепости. Он просто не может найти акции, которые выглядят достаточно дешевыми для покупки, а те, что он все-таки имеет, стоят на месте, и он задается вопросом, является ли он неудачником, и не следует ли ему изменить свое инвестиционное мышление. Я посоветовал ему гнуть свою линию и не сдаваться. Он ответил, что его длительное бездействие влечет за собой неприятности, и иногда, до и после болезненной встречи с клиентом, он испытывает серьезные боли в животе, которые, по мнению его доктора, на самом деле вызваны нервным стрессом. Он упомянул, что подумывает даже о том, чтобы уйти из «большого спорта» и управлять только своими собственными деньгами. Стиву приблизительно 50 лет, и он конкурентоспособный, активно мыслящий человек. Я думаю, что уход в отставку был бы для него неправильным решением, потому что, по моему мнению, он вряд ли был бы счастлив, находясь вне игры. Я уверен, что он выплывет, но на дне своего рабочего спада ему придется испытать на себе всю жесткость этого неумолимого бизнеса.

ГЛАВА 16

Как удержат в руках птицу удачи?

Сохранение и преумножение своего благосостояния — задача, безусловно, важная, но при ее решении большинство людей терпит неудачу. Сложившийся годами стандартный подход, к которому обычно прибегал каждый благоразумный человек, состоял в том, чтобы нанять для управления своими активами U.S. Trust, Morgan Guaranty, Scudder Stevens & Clark или какую-то другую престижную компанию. К сожалению, сейчас эти учреждения выглядят лишь собственной бледной тенью. Извините, но, на мой взгляд, общий уровень инвестирования (в противоположность продажам) и компетентность в том, что теперь называют управлением частным капиталом, находятся на низком уровне. Профессионалы вытесняются бюрократами. В этой главе представлен обзор некоторых нетрадиционных методов накопления богатства.

В смутные времена спасают драгоценности

Когда я несколько лет назад был в Гонконге, я посетил пожилого патриарха очень богатого китайского семейства, деньгами которого я управлял. В то время ему, должно быть, было за девяносто, но он все еще носил звание генерала.

Будучи генералом Национальной гвардии, он воевал с японцами, а затем с коммунистами. После Второй мировой войны он долго путешествовал по Китаю. Генерал очень стар и хил, а также немного склонен к мрачным воспоминаниям, но кто вел бы себя иначе, повидав то, что довелось увидеть этому человеку? Так или иначе, у нас состоялся разговор о трудностях сохранения личных капиталов в Азии, прошедшей через сотни войн, депрессий, инфляций и революций.

Его семейство владеет большим инвестиционным портфелем, которым распоряжаются три основные компании по управлению капиталовложениями, но на этот раз Генерал решил пофилософствовать на тему использования накоплений в смутные времена, когда, как он заметил, вы действительно в них нуждаетесь. «Бумажные активы — прекрасные и удобные вещи в нормальные времена, — сказал он, — но они бесполезны, когда правит анархия. А такое случается примерно каждые 50 лет. В прошлом веке так было в Азии, России и Европе, и периодическое появление четырех всадников апокалипсиса — Войны, Голода, Мора и Смерти — неотъемлемая часть истории человечества».

По мнению старика, качественные драгоценности были столь же хорошим вкладом в ценность и страховкой от кризисов, как любой другой инструмент, который он знал, и фактически ювелирные изделия являются лучшим вкладом, чем золото. Богатые семейства должны иметь страховой фонд точно так же, как они имеют страховой полис или недвижимость, предназначенные наследникам. Необходимо, чтобы этот страховой фонд можно было легко переносить, легко прятать и, кроме того, составляющие его активы должны обладать высокой рыночной ликвидностью. И Мария-Антуанетта, и российская царица засовывали свои драгоценности в лифчики и другие предметы одежды, когда революции вынудили их бежать из дворцов.

Он сказал, что когда японцы взяли Гонконг в 1941 году, его семья всего за одну ночь оказалась на грани между богатством и бедностью. Мужчины были далеко, в армии, но в доме оставались бабушка, дедушка, мать, жена и дети, его собственные и трех его братьев. Так что требовалось прокормить немало ртов. Действовавшая до сей поры британская экономическая система распалась одновременно с оккупацией, и все банковские депозиты были заморожены. Местные жители полагали, что японцы с их вооруженными силами и идеей всеазиатской сферы процветания пришли надолго, возможно даже навсегда. Тем временем пал Сингапур, 200 тыс. британских солдат сдались в плен, а два самых мощных в Азиатских морях линейных корабля «Отпор» и «Принц Уэльский» были потоплены японскими самолетами. Семья Генерала владела в Гонконге многочисленной недвижимостью, сданной в аренду, но арендаторы просто прекра-

тили платить арендную плату. Заграничные активы семейства были в сохранности, но не было никакого способа получить их наличными. Все источники дохода разом иссякли, поскольку местная экономика вернулась к бартеру.

Семья выжила в следующие несколько лет только потому, что женщины продавали свои драгоценности, чтобы заплатить за еду и защиту. В Гонконге в 1942 году драгоценности имели большую ценность и обладали высокой покупательной способностью, потому что китайские подружки японских солдат хотели их иметь. Проститутки получали от японских солдат деньги и вещи, но самые красивые куртизанки желали накапливать и носить ювелирные изделия. В результате японские офицеры приобретали украшения, чтобы делать подарки своим содержанкам. «Немые бриллианты часто действуют на женский ум сильнее всякого красноречия», — писал Шекспир. И японцы, и их подружки, очевидно, относились к золоту с меньшим трепетом. Оно не было декоративно. Запас драгоценностей дал семейству Генерала возможность выжить в смутные времена 1942 и 1943 годов.

Солдаты победившей армии всегда ищут секса с женщинами оккупированной страны. Женщины, естественно, хотят получить что-то взамен, поэтому то, что рассказал старый Генерал, имеет отношение не только к Гонконгу. Драгоценности всегда использовались для украшения и подтверждения статуса и богатства их владельцев. Кроме того, ювелирные изделия являются инструментом сохранения капитала в атмосфере галопирующей инфляции. Исследования показывают, что золото и серебро являются превосходными инфляционными хеджевыми инструментами, и так как они тоже относятся к драгоценностям (драгоценным металлам), в периоды высокой инфляции их ценность в качестве инструмента, сохраняющего покупательную способность, растет. Конечно, это имело место в Германии в период Веймарской республики, и, как правильно поется в одной известной песне, лучшие друзья девушек — бриллианты. Даже не алмазы, поскольку алмазы — это товар с управляемой ценой.

Старый Генерал продолжал развивать свою теорию о драгоценностях. Он утверждал, что в наше время, когда банковские системы всего мира завязаны в компьютерную сеть, уязвимую со стороны социального и технологического терроризма, это создает условия

для того, чтобы события, подобные произошедшим в 1941 году в Гонконге, могли повториться снова. Если бы сбой электропитания продлился достаточно долго, и кредитная, и транспортная системы Соединенных Штатов были бы повреждены, условия жизни могли бы стать ужасными, а бумажные деньги как средство для расчетов могли бы потерять свою ценность. Вероятно, экономика перешла бы на бартер. В этих условиях ювелирные изделия могли бы стать предпочтительной валютой.

Это интригующая концепция. Я не могу найти точного описания того, какие именно ювелирные изделия можно считать драгоценными предметами коллекционирования. Один эксперт называет антиквариатом те драгоценности, которые были сделаны до 1950-х годов; другой говорит, что это должны быть авторские работы, ценность которых признается ювелирными дизайнерами, такие как, например, коллекции Арт Деко от Картье, продаваемые по цене выше номинала, а также прекрасные украшения для костюмов. «Чем больше эта вещь похожа на произведение искусства, тем лучше», — заметил эксперт. Современные драгоценности, чтобы представлять собой ценность, должны удовлетворять требованиям моды. На недавнем аукционе в Женеве все уникальные украшения превысили свою начальную стоимость, при этом алмазы и крупные бриллианты продавались не особенно хорошо.

Мне сложно думать о ювелирных изделиях как об основном классе активов, в который можно вложить серьезные деньги. Однако как способ хранения некоторой части капитала они подходят не хуже, чем произведения искусства, и не только из эстетических соображений. Их можно легко передать дочерям или иным родственникам, избежав при этом уплаты налога на дарение, или по наследству, также без уплаты налогов. Драгоценности легко переносить и легко прятать, поэтому беженцы, убегаящие от погромов, всегда использовали этот способ, чтобы унести с собой свое богатство. И, как и говорил старый Генерал, ювелирные украшения могли быть неоценимы в случае кризиса.

Я был очарован этим разговором. Он заставил меня понять, что за исключением тех, кто испытал на себе все тяготы бегства с насиженного места, мы, американцы, не имеем ни малейшего понятия о том, что будем делать в случае оккупации нашей территории иностранной

армией или катастрофы, которая может привести к полной анархии. Мы не задумываемся о том, как быстро в этом случае испарится наше бумажное богатство. Только те, кто прибыл в Соединенные Штаты, спасаясь от Гитлера или коммунизма, могут это понять. Остальные же не уделяют вопросу страхования своего богатства должного внимания.

Считайте прибыль с учетом накладных расходов и налогов

Как-то раз я обедал с Сэмом, своим старым другом, который приблизительно 15 лет назад продал свою компанию и отошел от дел с улыбкой и хорошей суммой денег. С тех пор он упорно трудился как над улучшением своей игры в гольф, так и над преумножением своего личного капитала. И ему удалось достичь успеха в обоих направлениях. Попутно он пришел к некоторым интересным заключениям о том, как американские налогоплательщики должны управлять своими деньгами.

Резюмируя философию Сэма, можно сказать, что любая прибыль должна рассматриваться и оцениваться после оплаты накладных расходов и, прежде всего, после выплаты налогов. «Грязная прибыль» — это всего лишь иллюзия, поэтому значение имеет только прибыль, остающаяся после выплаты налогов. Ликвидность и прозрачность формы размещения капитала являются критическими важными факторами. Инвестор должен иметь возможность в любой момент изменить свое мнение и вновь превратить свой капитал в денежную форму. Именно поэтому Сэм не делает больших вложений в недвижимость или нефтяные и газовые дела: «Слишком сложно, слишком неликвидно и слишком высокие накладные расходы. Кроме того, для таких вложений невозможно вычислить доходность, поскольку они выплачивают деньги более десяти лет».

Сэм не пользуется услугами компаний по управлению частными капиталами. Их лучшие специалисты работают на инвестиционные фонды или институциональных инвесторов, а индивидуальные вкладчики остаются обделенными их вниманием, даже если вклады-

вают крупные капиталы. Кроме того, в нынешних условиях лучшие и наиболее яркие кадры неизбежно перемещаются в хеджевые фонды. Он утверждает, что ни одна из крупнейших инвестиционных компаний в Европе или Соединенных Штатах не сосредоточена на управлении частными капиталами. В результате Сэм сконцентрировался на хеджевых фондах. Он не использует фонды фондов, потому что хорошо знает, что хеджевые фонды, которые на них работают, помимо комиссионного вознаграждения, откусывают немалые куски от инвестиционной прибыли. С другой стороны, он признает, что вложения в фонды фондов действительно являются хорошим вариантом для менее осведомленных людей.

«Хеджевые фонды эффективны, — говорит Сэм, — и когда ваши деньги вложены в тот из них, который летит в космос, зарабатывая при этом все большую доходность, вам будет о чем поговорить во время коктейля на каком-нибудь приеме. Но американские налогоплательщики должны оценивать прибыль, которую они получают, после вычета 20 %-ного комиссионного вознаграждения и налогов на прибыль». Он вкладывает капитал только в достойные хеджевые фонды, которые имеют активные стратегии, и следуют им. Он желает жить с волатильностью. Рыночно-нейтральные стратегии инвестирования его не привлекают.

Сэм вкладывает свои деньги в крупные фонды, управляющих которых он хорошо знает. За последнее десятилетие три хеджевых фонда, в которые вложены его деньги, обеспечили доходность (с учетом выплаты комиссионного вознаграждения, до вычета налогов) в 25,4 % в год против 11,1 % в год для S&P 500. Волатильность фондов за этот период была на уровне 21 % против 15,8 % для S&P. Это означает, что время от времени могут случаться 10 %-ные падения в течение месяца. После уплаты налогов доходность уменьшается до 16,3 %, поскольку полученная прибыль на 71 % является краткосрочной из-за высокой интенсивности трейдинга. Конечно, доходность по S&P 500 также рассчитана без учета налогов.

Мой друг ищет крупные фонды с устойчивым управлением, которое способно превзойти рынок и защитить ваш капитал в плохие времена. Собственно, это все, чего можно желать. Вы не должны ожидать, что они заработают вам деньги на падающем рынке, и вы должны отдавать себе отчет, что вам придется заплатить немалую

сумму налогов. Очевидно, что для освобожденных от уплаты налогов учреждений ситуация выглядит по-другому, и Сэм думает, что хеджевые фонды замечательно подходят для среднего размера неуправляемых фондов или фондов под управлением некомпетентных инвестиционных комитетов. Поскольку они не платят налоги, составная выгода может быть баснословной.

Выбор хеджевого фонда и момента для инвестиций требуют исследовательской и напряженной работы. Точка входа является критически важным фактором. «Никто не говорит о высоком проценте неудач среди вновь созданных хеджевых фондов. Только потому, что менеджеры говорят, что они собираются поддерживать низкий уровень риска и всегда будут иметь много “коротких” позиций, не подразумевает, что они не могут потерять большую сумму денег. Иногда цена акций, по которым открыты “длинные” позиции, падает, а тех, что проданы в “шорт”, повышается». Сэм также очень подозрительно относится к американским «успешно расширяющимся» фондам, полагая, что они могут вести игру на международных и валютных рынках. «Валютный и японский фондовый рынки уничтожили некоторых из моих лучших друзей», — с печалью в голосе говорит он. Он также указывает на то, что многие хеджевые фонды, которые открылись в последнее время, на самом деле были фондами, использовавшими исключительно «длинные» позиции, и многие из них сильно пострадали или прекратили свое существование в период «медвежьего» рынка.

Мой друг для начала вносит в новый приглянувшийся ему фонд 1 млн долл., «просто чтобы посмотреть». Тем самым он пытается познакомиться с этим фондом поближе, почитать их сообщения, понять его инвестиционный стиль и посетить собрания партнеров. Он наносит визиты в их офисы. Если в течение нескольких лет ему нравится то, что он видит, и фонд преуспевает, он увеличивает размер счета. Однако он замечает, что результаты, полученные вне трех его основных фондов, до сих пор были посредственными.

Базисная стратегия Сэма состоит в том, чтобы вкладывать 75 % своих денег в четыре или пять основных хеджевых фондов, которым он полностью доверяет. Остальное он отдает в управление команде «дублеров», состоящей из десятка восходящих звезд. Он признает, что размер фонда — враг доходности, но фонды, входящие в его

основную группу, являются крупными. Управляющие мирового класса привлекают капиталы, и фонд должен обладать достаточным весом для привлечения под свое крыло лучших молодых талантов, а также страховым капиталом. В отношении любого фонда, при первых признаках появления спеси или снижения эффективности управления, Сэм начинает уменьшать размер своего счета. Плохие годовые результаты или серьезный месячный спад и волатильность не беспокоят его до тех пор, пока он убежден, что управляющие остаются сосредоточенными и нацеленными на достижение результата. Он хочет, чтобы они были одержимыми, ушедшими в себя, даже немного неприятными людьми. Ему нравятся скандалисты, и его нисколько не беспокоит, что лучшие управляющие хеджевых фондов часто бывают людьми очень жесткими по отношению к своим сотрудникам, и продавцы с Уолл-стрит их не любят, потому что те считают их дураками.

Восходящие звезды привлекательны тем, что их активы не являются слишком большими, поэтому они более мобильны в управлении, могут менять свои позиции гораздо быстрее, чем гигантские фонды, что дает огромное преимущество, если что-то идет не так, как надо, а также могут вкладывать капитал в мелкие и средние по размеру компании. С учетом всех обстоятельств, Сэм считает, что хеджевые фонды — это лучшая форма помещения капитала для богатых людей, но они требуют постоянного к себе внимания и некоторого ноу-хау при выборе.

Вообще, Сэм предпочитает быть владельцем, а не кредитором, и, как отмечалось выше, он очень трепетно относится к уплате налогов. В результате он не инвестирует в облигации с облагаемым налогом доходом или в казначейские, защищенные от инфляции обязательства. «Эти бумаги не подходят для частных инвесторов, — говорит он, — потому что вы платите налоги с доходности, сопоставимой с инфляцией, так что реальный результат получается практически нулевым». Во вложениях в недвижимость слишком много хитростей, и фонды, которые он рассматривал, сосредоточены на собственных сделках и гонорарах вместо того, чтобы поставить во главу угла генерирование прибыли для своих инвесторов. Другими словами, интересы учредителей не совпадают с целями инвесторов. С инвестициями в нефть и газ та же самая история. Сделки на этом

рынке всегда кажутся соблазнительными, но почти неизменно заканчиваются обогащением главных партнеров, в то время как инвесторы получают сущие гроши.

Сэм вкладывает в хеджевые фонды две трети своих денег. Он действительно считает, что каждый обеспеченный человек должен иметь в максимальной степени освобожденный от налогов резерв «на черный день». Насколько большим должен быть такой резервный фонд? Это зависит от возраста и богатства индивидуума. «В идеале, — говорит он, — размер запаса должен позволить вам продолжать жить в привычном режиме в том случае, если фондовые рынки потерпят крах и останутся лежать в руинах». Требования к его понятию привычного образа жизни, возможно, завышены, но общая концепция все-таки имеет смысл. «Столь страшный результат маловероятен, — добавляет он, — но зачем рисковать? Тем более что налоговые освобождения сейчас относительно дешевы».

Венчурный капитал — «гламурненько», но рискованно... зато вы можете получить огромную прибыль

Что касается венчурного капитала и прямого инвестирования в акционерный капитал, Сэм признает, что он упустил «золотое дно». Однако он утверждает, что, как способ стать более богатым по принципу «мы сидим, а денежки идут», венчурный капитал значительно переоценен. Преобладает миф о том, что венчурный капитал — это чудесный класс активов, и инвестиционные советники приводят невероятные данные о долгосрочной годовой доходности, которой удалось достигнуть на этом рынке таким профессиональным инвесторам, как Йельский фонд, J. H. Whitney и Venrock (каждый из них зарабатывал около 30 % в год в течение 30 лет). Нет никакого сомнения в том, что, когда все складывается наилучшим образом, и вы получаете прибыль, — это замечательно. Однако Сэм рассказывал мне, что, когда они собираются компанией старых богатых парней, после нескольких рюмок некоторые из них признают, что потеряли свои инвестиции в венчурный капитал. Если смотреть

на этот рынок беспристрастным взглядом, венчурный капитал — опасный, зверский бизнес, сопряженный с банкротствами и обремененный большим процентом неудачных вложений, а также с низкими шансами для входа в него новых компаний. Кроме того, из этого бизнеса очень трудно выйти, потому что вы не можете вытащить свои деньги в любой момент. Однако если вы вкладываете капитал в нужное время и с соответствующими партнерами, вы можете получить замечательную выгоду.

Индекс венчурной экономики, упомянутый в главе 10, свидетельствует, что средний ожидаемый доход для фондов венчурного капитала за период с 1969 по 2002 годы составил 15,8 % годовых, что вполне нормально для низколиквидных инвестиций. Простые инвестиции в американские акции (которые имеют мгновенную ликвидность) принесли 10,6 % годовых за тот же самый период времени. Точка начала отсчета времени в данном случае имеет важное значение. Исследование, проведенное журналом *The Economist* по данным за период с 1988 по 2000 год, дало показатель ежегодной доходности в 12 %.

Выбор управляющего является очень трудным и абсолютно критически важным для рискового капитала, так же как и в случае с прямым инвестированием в акционерный капитал. Недавнее исследование фондов, специализирующихся на венчурных вложениях, проведенное компанией Horsley-Bridges Partners, показало, что в период между 1990 годом и июнем 2003 года в венчурные фонды было инвестировано 195 млрд долл. Из всех этих фондов 25 % лучших, вложив 20 млрд долл., возвратили своим инвесторам 80 млрд долл., а возможно, и больше, если смотреть в будущее. Остальная часть инвесторов в венчурный промышленный капитал, бросивших на это дело 175 млрд долл., не имела никакой отдачи вообще, а в реальном выражении они даже потеряли 10 %. Очевидно, что поскольку венчурные фонды между 1990 годом и июнем 2003 года вложили огромные средства в созревший к настоящему времени венчурный капитал, статистика может улучшиться, но пока этого не произошло. Кто знает, отражает ли текущая стоимость их портфелей рыночную действительность после банкротств в интернет- и технологическом секторе? Вероятно, имеется необходимость выполнить переоценку портфелей.

Удивительная вещь, венчурный капитал «пузыря» Силиконовой долины так никогда и не был по-настоящему дефлирован. Денежный навес на венчурном рынке сегодня оценивается в 80–100 млрд долл., а в IV квартале 2004 года на него пришло еще 10 млрд долл. новых денег. Этот навес появился в результате того, что в период всеобщего ажиотажа для входа на венчурный рынок потенциальным инвесторам приходилось вкладывать свои деньги в соответствующие фонды без возможности досрочного выхода. Кроме того, они должны были согласиться на выплату твердой ставки комиссионных (обычно 2 % в год) от суммы как инвестированного, так и неинвестированного капитала. Венчурные фонды, таким образом, не имеют никакого стимула возвращать любые деньги, пока они зарабатывают свои, продолжая сидеть во взятых позициях. В IV квартале 2004 года венчурные фонды инвестировали в новые предприятия приблизительно 7 млрд долл., т. е. меньше, чем та сумма, что была вложена в эти фонды. Бизнес-экосистема Силиконовой долины уже основательно запружена инвестициями.

Я думаю, что прямо сейчас неподходящее время для того, чтобы вкладывать новые деньги в венчурный капитал. Как замечательно написал Говард Маркс Оуктри: «Не существует такой инвестиционной идеи, которая была бы настолько хорошей, чтобы ее нельзя было испортить слишком высокой ценой за вход». Венчурный бизнес — это семейное предприятие, которое приносит либо все, либо ничего. При этом цикл является почти библейским (семь щедрых лет сопровождаются семью скудными). Все 1990-е годы были щедрыми, и этот класс активов все еще переживает последствия. Однажды, несколько лет назад, Дэвид Свенсен показал мне статистику доходности Йельского фонда от прямых инвестиций в акционерный капитал (табл. 16.1). За более чем 25 лет Йельский фонд заработал в среднем 35 % в год на инвестициях в венчурный капитал и 31 % на прямых инвестициях с учетом всех выплат. Я не знаю больше никого, кто смог бы сработать со столь же высокой эффективностью по столь диверсифицированной программе. Заметьте, что Йельский фонд имел 168%-ную прибыль на портфеле прямого инвестирования в акционерный капитал, в который в 2000 году было вложено 2 млрд долл. С такими аргументами не поспоришь.

Таблица 16.1

**Доходность прямых инвестиций в акционерный капитал
осуществленных Йельским фондом (%)**

Финансовый год	Венчурные инвестиции	Прямые инвестиции в капитал (LBO)	Международные инвестиции	Итоговый результат
1978	27,2	35,3	нет данных	33,9
1979	-2,2	-3,0	нет данных	-2,8
1980	208,1	231,9	нет данных	225,5
1981	33,3	-16,6	нет данных	-0,5
1982	25,6	47,5	нет данных	-2,2
1983	123,4	-10,1	нет данных	91,4
1984	3,7	41,6	нет данных	9,2
1985	-10,1	5,6	нет данных	-5,0
1986	2,6	34,0	нет данных	15,8
1987	25,4	23,9	нет данных	24,3
1988	-0,7	7,3	нет данных	3,3
1989	-0,3	38,7	13,4	23,4
1990	15,6	7,8	-4,4	11,8
1991	11,6	14,7	-10,0	6,1
1992	28,3	7,2	4,1	14,6
1993	13,6	57,3	-0,2	32,3
1994	20,2	18,7	24,0	24,6
1995	37,8	26,3	13,1	27,0
1996	124,8	30,9	33,7	60,2
1997	37,6	22,3	90,2	36,2
1998	38,5	46,4	1,9	29,0
1999	133,9	24,8	15,4	37,8
2000	701,0	35,1	38,3	168,5
2001	9,0	-14,7	-3,9	-5,4
2002	-39,9	-11,2	-0,7	-23,3
2003	нет данных	8,4	2,9	39,4

Продолжение »

Таблица 16.1 (продолжение)

Финансовый год	Венчурные инвестиции	Прямые инвестиции в капитал (LBO)	Международные инвестиции	Итоговый результат
Последние пять лет	107,4	18,9	18,0	36,0
Последние десять лет	53,5	21,6	15,7	31,4
За весь период	35,3	35,3	13,4	33,9

Источник: Йельский фонд

Йельский фонд блестяще избежал резни, начавшейся с банкротствами технологических компаний. Свенсен умалчивает, как ему это удалось, но я подозреваю, что в тот момент, когда рынки сошли с ума в 1999 и 2000 годах, Йельский фонд купил опционы пут* и продал «в шорт» индексные фьючерсы, чтобы застраховать свои вложения в венчурный капитал и портфели прямых инвестиций. Затем, в более спокойный период, он превратил свои портфельные компании в публичные и быстро распродал акции, распределив их среди своих клиентов.

Другая проблема, с которой сталкивается инвестор, заключается в том, что необходимо быть достаточно храбрым для того, чтобы противостоять тому уровню волатильности, который свойственен прямым инвестициям в акционерный капитал. Посмотрите, например, на доходность от прямых вложений, полученную Йельским фондом: более 231 % в 1980 году, а затем снижение на 74 % за последующие три года. Попробуйте в такой ситуации объясниться с вашим инвестиционным комитетом в начале 1984 года. В первые годы своего существования наиболее эффективные венчурные фонды показывают удивительную доходность, уровень которой становится причиной массового притока свежих денег и появления

* Опцион пут — сделка, в соответствии с условиями которой покупатель имеет право на продажу определенного актива в течение (через) определенный срок по определенной цене, уплатив за это право продавцу, обязующемуся выкупить актив, денежную премию. — *Примеч. пер.*

орды подражателей, многие из которых неопытны, не осведомлены и не компетентны. В результате доходность исчезает, и толпы опоздавших молча довольствуются плачевным результатом.

Исследование, проведенное *The Economist*, также подтверждает, что при выборе фонда венчурного капитала вас подстерегают опасности. В долгосрочной перспективе разница между доходностью, обеспечиваемой лучшими фондами, и медианным ее значением становится огромной. Даже в первые годы своего существования многие венчурные фонды фактически теряют деньги. Двадцатитрехпроцентный спрэд между верхним и нижним квартилями доходности венчурных фондов, сформировавшийся за эти годы, безусловно, является наиболее широким среди всех классов активов. Прямые инвестиции в капитал занимают в этом рейтинге второе место с разбросом доходности между 25 % лучших и 75 % остальных, равным 14 пунктам, в то время как на более эффективных рынках — акций и инструментов с фиксированной доходностью — подобный спрэд составляет лишь два-четыре процентных пункта.

Относитесь к выбору хеджевых фондов скептически и с осторожностью

Правильный выбор хеджевого фонда не менее важен. За пять лет, заканчивающихся 31 марта 2003 года, спрэд между доходностью 25 % лучших и 75 % остальных хеджевых фондов, согласно данным TASS, составил 9,5 процентных пунктов (12,7 % годовых против 3,2 % соответственно, индекс S&P 500 за тот же самый период снизился на 3,8 % годовых). Естественно, что волатильность доходности хеджевых фондов намного ниже, чем у компаний, осуществляющих прямые инвестиции в акционерный капитал: 15 % для хеджевых фондов против 21 %. Что касается хеджевых фондов фондов, спрэд доходности в этом случае меньше: 5,3 процентного пункта (9,2 % годовых против 3,9 %, с волатильностью в 12 %). Конечно, хеджевые фонды намного более ликвидны, чем фонды прямых инвестиций в акционерный капитал, и обычно более прозрачны.

Что касается стратегии моего приятеля и его рассуждений о налоге на наследство, то я думаю, что это очень хорошо подходит для

учреждений или портфелей стоимостью 100 млн долл. или больше инвестиционного капитала. Но давайте представим, что вы уходите на пенсию с капиталом, скажем, в 25 млн долл. и опытом работы в мире инвестиций. Вы полагаете, что вам необходим чистый доход в размере между 400–500 тыс. долл. в год, чтобы продолжать вести свой привычный образ жизни, и вы имеете 150 тыс. долл. прочего дохода от вашей пенсии, социального обеспечения и т. д. Тогда вы должны поместить 5 млн долл. в портфель высококачественных, среднесрочно свободных от налога активов, который приносит вам примерно 225 тыс. долл. Я бы купил на 2 млн долл. (85 тыс. долл. дохода до вычетов) 10-летние долгосрочные казначейские обязательства в качестве стратегического резерва. Затем из оставшихся 18 млн долл. я бы вложил 5–7 млн долл. в индексные фонды акций. Оставшиеся 10–13 млн долл. должны пойти в любые 5–10 хеджевых фондов (если вы можете их правильно выбрать) или в несколько фондов фондов. Суть этой идеи: облигации покупаются для дохода, акции для роста, а вложения в хеджевые фонды осуществляются для того, чтобы чувствовать себя спокойно при любой биржевой погоде. Очевидно, что это упрощенная модель, и многое зависит от вашего уровня дохода и знаний, а также от компетентности вашего финансового советника.

Сэм также имеет свой взгляд на перспективы бизнеса хеджевых фондов. Он говорит, что действительно классные из них, имеющие хорошую долгосрочную доходность, затопляются деньгами. Поскольку они уже имеют больше, чем тот объем активов, с которым они могли бы справляться достаточно оперативно, им приходится перекладывать большую часть новых денег. В основном они отдают их под управление перспективным деловым молодым парням, имеющим шансы стать победителями. Менеджеры хедж-фонда говорят своим клиентам, что нашли для них новый, находящийся на стадии становления фонд, управляемый пятью самыми сильными молодыми парнями, равных которым не было уже много лет. Менеджеры указывают и на то, что молодые парни, не заостреневшие в старых представлениях о рынке, могут без опаски срывать звезды с небес, но их горячность может дать и обратный эффект. Но они, как опытные хеджеры, берут на себя обязанность пристально, как ястреб за мышами, наблюдать за перспективной молодежью. И инвесторы

проглатывают эту наживку, считая, что им предложили наилучший вариант.

Например, Сэм рассказал о парне по имени Джимми, живущем в Ньюарке, который является «диким» трейдером, имеющим блистательный инвестиционный отчет. На пике славы комиссионные Джимми составляли 50 % от прибыли без какой-либо твердой ставки вознаграждения. Джимми — ответственный человек. Он знает, что не может управлять миллиардами тем же самым хитрым и скользким способом, которым он пользовался при управлении несколькими сотнями миллионов. Поэтому он решил сформировать собственную империю хеджевого фонда и снизил свои комиссионные до 30 % от прибыли плюс фиксированный тариф 2 % от стоимости активов. Пока у него все получается, деньги будут продолжать вливаться в его фонд, несмотря на возмутительную плату. Чтобы управляться с денежным потоком, он привлекает в свой бизнес молодых самородков. Например, на прошлой неделе он переманил к себе из другого хеджевого фонда одного такого молодого инвестиционного гения, заплатив ему 300 млн долл. Ему был предложен контракт, по которому парень будет получать 15 % от прибыли и 1 % от фиксированных плат, то есть столько же, сколько сам Джимми. Такие деньги могут вскружить голову кому угодно. С другой стороны, уже в следующем году этот парень рискует заработать раннюю язву или мигрень, потому что Джимми славится своим быстрым хуком. Если вы работаете с Джимми, вы должны пахать как лошадь, не ожидая похвалы. В противном случае вас ожидает только публичное обливание грязью. Джимми уверен, что сам он никогда не ошибается в отношении акций или людей. По его мнению, любое неправильное решение происходит только по вине его сотрудников.

Сумасшествие в фондах фондов тоже начинает приобретать ясные очертания. Чарли Мангер, со свойственной ему афористичной иронией, недавно заметил, что ему нравится идея создания «фонда фондов фондов». Он говорит: «Если заработки на втором уровне хороши, то третий уровень должен быть еще лучше». Увы, это уже происходит. Основанный в Лондоне фонд фондов с капиталом в 3,8 млрд долл. в целях диверсификации создает фонд фондов фондов, который вложит свой капитал в 11 основных фондов фондов.

Еще один пример. Поскольку банки входят в бизнес фондов фондов, напрашивается использование кредитного плеча. Один богатый господин имеет желание вложить 2 млн долл. в банковский фонд.

«Вот что я вам скажу, — доверительно сообщает ему консультант по частным инвестициям, — как вы можете видеть из нашего отчета, наш фонд имеет низкую волатильность и обеспечивает доходность в 8 % годовых. Так почему бы вам не взять у нас маржинальный кредит еще на 4 млн долл., и тогда, даже после выплаты процентов, вы сможете заработать около 20 % годовых без всякого напряжения».

Сейчас, после того как рынок почти 18 месяцев пребывает в боковом тренде, когда каждый борется за долю прибыли, фонды фондов почти ничего не зарабатывают и многие из них терпят убытки от двойных выплат и накладных расходов. В результате объем заемных средств растет, а покрытие маржи фондами фондов задерживается, что, в свою очередь, приводит к соответствующему затягиванию кредитной петли для основных хеджевых фондов.

В один отнюдь не прекрасный день маржинальное кредитование может подложить хорошую свинью. Предположим, что крупный фонд фондов по какой-то причине начинает терять деньги. Активизируются маржин-коллы. В результате фонд фондов вынужден отдать своим хеджевым фондам распоряжение о ликвидации части их «длинных» позиций и выкупе некоторых «шортов». Заккрытие позиций для покрытия маржинального кредита приводит к иррациональным движениям на рынке. Каждый трейдер будет ощущать последствия этих шагов на своем собственном инвестиционном портфеле, вызывая, таким образом, дальнейшие потери и закрытие маржинальных позиций. По мере распространения нервозности и слухов на рынке начинается паника. История с LTCM жива в нашей памяти, поэтому каждый инвестор стремится застраховать свой инвестиционный портфель. Хотя причиной краха 1987 года стало не страхование портфелей, но оно, несомненно, способствовало ускорению негативных процессов. Маржинальное кредитование — очень опасный инструмент, и, как гласит старая поговорка, ликвидность труслива — она исчезает при первых признаках опасности.

Не отдавайте себя в жертву хеджевым ежам сами, доверьте это дело фондам фондов

Большинство фондов фондов не предлагают клиентам маржинальное кредитование, они лишь предоставляют богатым частникам основные инвестиционные услуги. Мой приятель Сэм вкладывает основную часть своего капитала непосредственно в хеджевые фонды, и эти вложения составляют ядро его инвестиционного портфеля. Если вы очень богаты и обладаете всеми необходимыми навыками, как Сэм, инвестирование без посредников имеет для вас смысл. При этом возникает проблема времени, которое вы должны будете уделять своей инвестиционной деятельности, которая, конечно, не станет вашей профессией, но все же должна рассматриваться как ваше серьезное хобби. Чтобы составить основу своего инвестиционного портфеля из хеджевых фондов, по моим расчетам, вы должны вложиться не менее чем в пять фондов, доверить свои деньги 5–10 главным управляющим и пяти группам молодых инвестиционных гениев. При этом вам придется потратить достаточно много времени на знакомство с потенциальными управляющими вашими деньгами, изучать их, иногда общаться с менеджерами, вероятно, посещать такие конференции, как Breakers, организуемая Morgan Stanley. Выслушивание десяти презентаций — малопривлекательное занятие, и самостоятельный выбор хеджевых фондов — тяжелая работа. Вы должны анализировать свои инвестиции. Никаких слухов. Вы должны полностью понять предлагаемый вам инвестиционный процесс. Если вам не могут или не хотят его объяснить, уходите. Если вам говорят о некоем секретном инвестиционном алгоритме, который они разработали, скажите им до свидания. Если вы не желаете или не можете посвятить этой работе достаточное количество времени, вам лучше воспользоваться услугами фонда фондов — есть множество хороших — и вложить капитал в хедж-фонды через них. Люди, которые ими управляют, — серьезные профессионалы, и они проводят обширные и тщательные исследования и анализ рынка. Да, их услуги потребуют от вас дополнительных затрат, но диверсификация и экспертизы, которые они

обеспечивают, стоят того, чтобы заплатить за них этим трудолюбивым проницательным людям.

Статистика свидетельствует, что хорошо управляемый фонд фондов в течение нескольких лет не отстает от индекса S&P 500 на хороших рынках, сохраняет ваш капитал на снижающихся рынках и делает это с более низкой волатильностью. Это немалое достижение. Во время пятилетнего бума банкротств, который закончился в марте 2003 года S&P терял 3,8 % в год, а медианная доходность фондов фондов составила 6,3 %. Четверть фондов фондов заработали в этот период 9,2 %, а пять процентов показали доходность в 15,7 %. Таким образом, инвестиции в фонды фондов имеют смысл для всех, кроме таких людей, как Сэм.

Вложения в произведения искусства: не относитесь к этому, как к инвестициям

Несколько недель назад я обедал в доме своего друга, который в течение последних 20 лет, зарабатывая в Morgan Stanley очень хорошие деньги, со страстью и со знанием дела тратил их на покупку картин западных художников. Теперь он имеет удовольствие жить в окружении замечательных произведений Ремингтона, Бьерстадта и Вайеса и наслаждаться уважением и восхищением его гостей. А также прибылью! «Я полагаю, что стоимость моей коллекции удваивается каждые пять лет, — говорит он с капелькой высокомерной самодовольности в голосе. — Такие активы приносят гораздо большее удовлетворение, нежели обладание акциями. Согласитесь, было бы странно, если бы вы начали украшать стены сертификатами акций, не говоря уже о том, что выглядят они уродливо. Элегантные женщины не начинают флиртовать с вами только потому, что вы имеете акции Intel».

Мой друг, вероятно, прав в том, что его картины дорожают на 14 % в год или около того, но это во многом благодаря его исключительному вкусу. Указанная цифра доходности не принимает во внимание высокую стоимость накладных расходов, связанных с обладанием произведениями искусства, которые включают в себя страховку, охрану и расходы на создание и поддержание необхо-

димых условий окружающей среды, и легко могут ежегодно составить 2 % от стоимости. Я провел анализ и выяснил, что действительно доходность ценных картин американских художников была выше, чем доходность акций в период «медвежьего» рынка. Некоторые произведения искусства исключительного качества, вероятно, обладают довольно высокой ликвидностью, но это не относится к «ширпотребу». Необходимо быть знатоком. Имеет ли историческую и культурную ценность посредственная картина заурядного художника, имя которого никто не слышал, которую я купил просто так 15 лет назад? Однако мой друг прав в том, что высокое искусство является утонченной инвестиционной средой, поскольку оно обеспечивает одновременно и высокий инвестиционный доход, и эстетическое удовольствие. Только владение фермой в какой-нибудь идиллической сельской местности и наблюдение за тем, как набирает вес ваш рогатый скот, или как растут ваши деревья, отдаленно сопоставимо с инвестициями в искусство, однако вряд ли вы захотите постоянно жить в обстановке фермерского хозяйства.

Основываясь на исследованиях историков искусства, таких как Ричард Раш, можно сделать вывод, что уровень долгосрочной доходности от шедевров составляет приблизительно 9–10 % в год, без учета стоимости хранения. Имеются также доказательства того, что на рынке произведений искусства проявляются циклы Кондратьева с периодом в 50–60 лет. Прошлые пики были зафиксированы в 1770–1780 годах, около 1830 года, в 1880-х годах, в 1929 году и затем снова в конце 1980-х и в начале 1990-х годов, характеризующихся сумасшедшей японской скупкой. Можно предположить, что разрастание фондовых «пузырей» создает богатство, рост которого толкает вверх цены на произведения искусства, и наоборот. С 1990 по 1994 годы цены на картины на главных рынках, выраженные индексом Art 100, упали на 52 %, а цены на скульптуры XIX–XX веков понизились на 60 %. Но имейте в виду, что оба этих индекса показывали значительный рост с 1983 по 1990 год. Даже с учетом указанного снижения составная доходность за эти 10 лет, закончившихся в 1994 году, была равна 11,5 %. Стандартное отклонение для этого периода составило 35,7 % по сравнению с 17 % для S&P 500, 30,6 % для акций развивающихся рынков и 18,4 % для американского рынка акций растущих компаний. Начиная с момента своего появления в 1976 году и до

конца 2004 года индекс Art 100 рос в среднем на 10,5 % в год при стандартном отклонении в 27,9 %.

Никакие из относящихся к оценке произведений искусства статистические данные нельзя считать абсолютно точными, поскольку аукционные дома и дилеры специализируются на культивировании иллюзии, что хорошее искусство никогда не понижается в цене. Ослабление доллара имело эффектом подъем цен в Соединенных Штатах и их снижение в Лондоне и Париже. Однако в отношении произведений искусства едва ли можно вести речь о возможности приобретения ликвидности по разумной цене. В последние три года работы, которые не удалось продать с аукциона, теряли в своей стоимости приблизительно по 25 %.

Конечно, так же, как и в случае с акциями, доходность инвестиций в произведения искусства зависит главным образом от того, как отдельные картины выдерживают испытание временем и от спроса. Картины, которые признаются шедеврами, обычно приносят высокий доход. Легеровская «Женщина в красном» была куплена в Париже за 200 франков в 1921 году и хранилась у покупателя до тех пор, пока не была продана на аукционе Кристи в прошлом году за 22 млн долл., доходность составила 19 % в год на протяжении почти ста лет. Картина «Ирисы» была написана Ван Гогом в 1899 году и куплена Джоан Уитни Пэйсон в 1947 году за 80 тыс. долл. Ее сын продал эту картину за 53,9 млн долл. спустя несколько недель после биржевого краха в 1987 году, с доходностью 17,7 % в год в течение 40 лет и нескольких месяцев. Неплохо для холста, на который семейство Пэйсон, возможно, любовалось все те годы. Покупателем «Ирисов» на аукционе Сотби оказался австралийский пивной магнат Алан Бонд. Рекордная цена, которую он заплатил, послужила началом «бычьего» рынка произведений искусства, для которого аукцион Сотби был основным бенефициаром. Вскоре после этого империя Бонда столкнулась с трудностями и не смогла выполнить свои кредитные обязательства. Сотби вернул себе право собственности на картину и позже продал ее (по нераскрытой цене) в Getty Museum.

Является ли конкретное произведение искусства хорошей инвестицией — вопрос, ответить на который гораздо сложнее, чем в отношении оценки акций, для которой основную роль в конечном счете

играют рост балансовой стоимости, доход и дивиденды. Спады на рынке произведений искусства были тихие, но зверские. Индекс Раша (характеризующий этот рынок) повысился со 100 пунктов в 1925 году до 165 в 1929 году, а затем упал до 50 пунктов к 1934 году. В пределах длинноволнового долгосрочного цикла выделяются также циклы отдельных художественных направлений, управляемые причудами и модой, во время которых цены изменяются даже более диким образом. В 1780-х годах Гвидо Рени был популярным живописцем, и Екатерина Великая купила одну из его картин за королевскую по тем временам сумму — 3500 британских фунтов. Но Рени вышел из моды, и ни одна из его картин не была продана за 3500 девальвированных фунтов до 1958 года. Английские коллекционеры XIX века были очарованы картинами, отражавшими реальную жизнь: пейзажи и тучных трудолюбивых фермеров. Еще один причудливый спрос вызывали картины, изображавшие страдания. Ни одна из них не пользуется популярностью сегодня. Может ли случиться то же самое с коллекцией картин моего друга? Я так не думаю, но это не невозможно.

Ярким примером художественной моды служат портреты британских живописцев XVII века, таких как Ромни, Гейнсборо и Рейнольдсы, которые на протяжении всей своей жизни писали портреты под заказ за суммы, эквивалентные 175 тыс. долл. за картину (по сегодняшним ценам). Уже следующее поколение людей не горело желанием платить такие деньги за изображения грузных предков чужих людей, и цены на эти картины упали на 10 %. Со временем интерес к этому жанру быстро вырос, но вновь сошел на нет в период Великой депрессии. Летом 2002 года в Лондоне состоялась большая распродажа подобных картин. Картина «Голубой мальчик» Гейнсборо, которую герцог Вестминстерский продал в 1921 году американскому бизнесмену за 148 тыс. фунтов (10 млн долл. в сегодняшних деньгах), стоила 1,5 млн долл., а портреты Рейнольдсов, цена на которые до 1929 года доходила до 8 млн долл. в сегодняшних деньгах, были проданы за 300–400 тыс. долл.

Одним из крупнейших в истории торговцев произведениями искусства был Джеймс Дювин. Хотя его происхождение окутано завесой тайны, очаровательный и безупречно одетый Дювин был весьма успешен. Его бизнес-план был прост, но смел. Он играл на тяге сенти-

ментальных богатых американцев к аристократическим атрибутам. После Первой мировой войны он приобрел по снизившимся ценам большое количество старых портретов, которые в течение следующих 15 лет продал *американским миллионерам* — своим клиентам, истинным ценителям искусства, как он их называл, — которые хотели, чтобы старинные портреты украшали стены их новых феодальных замков в Соединенных Штатах. В зените своей славы Дювин любил похвастаться, что ни одна проданная им картина уже не будет когда-либо продаваться за меньшую сумму, и в течение нескольких лет он управлял рынком картин этого жанра тем же способом, которым аукционные дома поддерживали художественный рынок в начале 1990-х годов.

Цены на портреты предков в течение нескольких лет после биржевого краха 1929 года существенно поднялись. На аукционе Кристи в 1934 году портрет Ромни, который был куплен за 700 тыс. долл. в 1928 году (умножьте на 11, чтобы получить сегодняшний масштаб цен), не привлек покупателей, и его цена *была* сбита до 65 тыс. долл. Это вызвало общий крах рынка портретов предков, и большинство этих картин, написанных в восемнадцатом веке, продавались всего лишь за 5 % от их максимальной стоимости. Крах фондовой биржи уничтожил многих из лучших клиентов Дювина, включая Джулиса Бэйча, который остался должен дилеру 4,4 млн долл. Однажды летним днем 1937 года, когда Дювин покидал отель «Кларидж» в Лондоне, его остановили три пожилые американские вдовы, вооруженные зонтиками. Они обнаружили, что коллекции произведений искусства их покойных мужей вдруг потеряли всю свою ценность. В процессе последовавшей беседы Дювин был опрокинут на тротуар и избит. Бейерман написал об аморальной, но элегантной жизни Дювина замечательную, интересную и поучительную книгу.

Еще одно художественное фиаско произошло в Японии в конце XX века в период всемирной биржевой лихорадки. Японский фондовый рынок был раздувающимся «пузырем», и к 1990 году богатство, которое он создавал, оказывало огромное влияние на цены произведений искусства во всем мире. Японские коллекционеры всегда работали через своих дилеров и имели очень конкретные вкусы. Они любили картины импрессионистов, постимпрессионистов и современные произведения, созданные между

1900 и 1950 годами. По некоторым оценкам, они скупили приблизительно 40 % картин импрессионистов, проданных на аукционах между 1987 и 1990 годами, на которые, кстати, как оказалось, пришелся пик цен.

Последний «бычий» рынок произведений искусства колебался, стимулируемый аукционными домами и дилерами, которые икрой и культурой откармливали невинных младенцев для последующей резни. В 1987 году Иккан Санада, известный японский дилер, устроил восемнадцати молодым, но очень богатым японским бизнесменам и их женам и подругам ознакомительный шоп-тур в Соединенные Штаты. Он настолько профессионально обработал этих коллекционеров-новичков, как он их называл, что они скупили половину импрессионистов на большом осеннем аукционе Сотби и 5 из 10 самых дорогих картин. За эти четыре года до достижения картинами своего ценового пика в 1990 году, Япония импортировала с Запада картин на 13,8 млрд долл.

Позднее японские банки стали продвигать кредиты на покупку произведений искусства. Банкиры утверждали, что искусство является превосходным обеспечением. Японские корпорации и бизнесмены тратили огромные суммы на свои художественные трофеи. Компания Yasuda Marine & Fire купила «Подсолнухи» Ван Гога за 39 млн долл. Реи Сайто, председатель Daishowa Paper, 15 мая 1990 года потратил 160,6 млн долл. на две картины Ренуара и Ван Гога. Он заплатил 78,1 млн долл. за Ренуара и купил ваноговский «Портрет доктора Гачета» за 82,5 млн долл. Никакие картины ни до, ни после этого не продавались по таким ценам.

В тот период Сайто с большой помпой объявил о своем желании, чтобы обе картины в случае его смерти были кремированы вместе с ним. Однако десятилетие спустя ему понадобились деньги, и он продал Ван Гога аукциону Кристи за цену, которая, как говорили, составляла одну восьмую часть от той цены, за которую он его купил. Судьба картины Ренуара осталась неизвестной, но, как полагают, он был выкуплен японским банком. Еще один рекорд был поставлен, когда японский спекулянт недвижимостью Томонори Цурумаки 30 ноября 1989 года приобрел картину Пикассо за 51,3 млн долл. По оценке токийских дилеров, те картины, которыми все еще продолжают владеть японские банки, купленные приблизительно

за 5 млрд долл., сегодня могут быть проданы в лучшем случае за 1,4 млрд долл.

Я могу точно сказать, что любительское коллекционирование может привести к серьезным убыткам, если вы неправильно представляете себе будущие художественные вкусы. В конце 1940-х и в начале 1950-х годов мои родители были очарованы великолепным фарфором с ручной росписью, фигурами птиц в натуральную величину в их естественной среде обитания, которые были созданы Дороти Доути. Эти фигурки из твердого английского фарфора тонки и изящны, и поскольку они были сделаны в очень ограниченном количестве, мой отец был убежден, что в последующие годы они станут истинными коллекционными ценностями. В 1957 году королева Елизавета II подарила пару таких птиц президенту Эйзенхауэру, и цены на них взлетели. Я полагаю, что мои родители заплатили приблизительно 8–10 тыс. долл. за несколько таких эксклюзивных произведений, в то время как художественные шедевры стоили 50–100 тыс. долл. Пятьдесят лет спустя эти птички все еще очень красиво смотрятся на моей каминной полке и все еще стоят приблизительно 8 тыс. долл., если вы сможете найти на них покупателя. Если бы эти фарфоровые фигурки прирастали в цене хотя бы на 8 % в год, 50 лет спустя они стоили бы 469 тыс. долл. за штуку; при 12 % роста — 2 890 022 долл.; при 15 % — 10 836 574 долл.; а при 17,7 %, т. е. в том же темпе, как картины из коллекции госпожи Пэйсон, — 34 580 000 долл. Мой отец был очень хорошим макроинвестором фондового рынка, но, очевидно, плохим экспертом в области оценки макротенденций в искусстве.

В любом случае «медвежий» рынок произведений искусства, кажется, подошел к концу, и цены снова начали повышаться, но уже не такими сумасшедшими темпами, как раньше. При низкой доходности финансовых инструментов возможные потери в цене произведений искусства выглядят намного менее устрашающе, чем это было 10 лет назад. С другой стороны, корпоративные скандалы, заляпавшие имена их топ-менеджеров, фактически уничтожили эту категорию коллекционеров в Соединенных Штатах и Европе. «Пузырь» лопнул, и теперь цены повышаются снова в более спокойном темпе.

Когда по Европе прокатился нацистский блицкриг, еврейские семьи вынуждены были бежать, чтобы избежать Холокоста. Хотя многие из них считались богатыми, их бизнес, земли, дома и прочая

недвижимость, которую они лелеяли в течение нескольких поколений, внезапно перестала представлять собой какую-либо ценность, поскольку ее потенциальные покупатели знали, что продавцы находятся в отчаянно безвыходном положении. Валюты проигравших в войне оккупированных стран так или иначе девальвировались, и, кроме того, на границах действовал валютный контроль. Драгоценности (помните моего знакомого китайского Генерала?) и произведения искусства были единственным мобильным капиталом, который мог быть относительно легко конвертирован в наличные деньги на Западе. Еврейские семьи использовали любую возможность, чтобы вывезти этот контрабандный груз в Соединенные Штаты, и, когда они наконец добрались до Нью-Йорка, этот капитал позволил им встать на ноги.

Сегодня «хеджевые ежи» являются крупными покупателями произведений искусства. Для некоторых из них коллекционирование сродни добыче трофеев; эдакая своеобразная форма хвастовства. На мой взгляд, вы должны покупать картины потому, что вам нравится на них смотреть, и не рассматривать их как диверсификационный или инвестиционный инструмент.

ГЛАВА 17

Три инвестиционные религии. Конфессии роста, ценности и агностики

Точно так же как в искусстве существуют различные школы, можно выделить три большие серьезные инвестиционные религии, которые представляют приверженцы растущих акций (рост), ценных акций (т. е. акций, имеющих хорошие фундаментальные показатели — ценность) и агностики (т. е. те, кого нельзя отнести к какой-либо из двух первых категорий). Большинство инвесторов, которых я знаю, относятся или к первому, или ко второму типу. Я склонен быть инвестором в ценные акции, но имею и жилку агностика.

Распознать акции роста чрезвычайно трудно

Сторонники инвестиций в акции растущих компаний утверждают, что выгодно покупать акции компаний, доход и дивиденды которых последовательно увеличиваются. Цена, которую вы платите за эти акции, важна, но не столь критична по сравнению с правильной идентификацией истинных растущих компаний. По определению, эти компании должны иметь превосходный менеджмент, устойчивые позиции в своем бизнесе, который не особенно чувствителен к циклическим изменениям, и быть очень прибыльными. В идеале инвесторы в рост хотят владеть акциями крупного бизнеса, и они продают только тогда, когда сам бизнес начинает колебаться, а не потому что цена акций достаточно повысилась. Исследователи доказали, что если бы вы имели совершенное предвидение и покупали акции компаний с самым быстрым ростом дохода независимо от

их фундаментальных оценок, то в долгосрочной перспективе вы бы превосходили рост индекса S&P 500 на 11 % ежегодно, что является огромным преимуществом.

Проблема состоит в том, что никто не обладает совершенным предвидением. Фактически мы все самонадеянны и сверхоптимистично оцениваем свои способности определять компании роста. Такого рода идентификация чрезвычайно трудна, и, как было отмечено ранее, компании роста имеют склонность по той или иной причине терять свою привлекательность, иными словами, они часто внезапно перестают расти. К тому моменту, когда инвестор может ясно идентифицировать акцию как растущую, она, скорее всего, уже будет оценена рынком по достоинству. Поэтому в итоге вы покупаете акции хорошей компании, но по слишком высокой цене.

Инвесторы в рост к тому же склонны влюбляться в компании, акции которых принесли им хорошую прибыль. Этого нельзя допускать, помните, что вы покупаете акции, а не компании. Продавайте растущие акции, когда они становятся зверски дорогими. Влюбляйтесь в людей, детей, собак, но не в акции.

Человек по имени Роув Прайс был первым откровенным защитником современной стратегии вложений исключительно в растущие акции, хотя еще в XIX веке некоторые лондонские торговые банки, шотландские трасты и швейцарские частные банки использовали подобные стратегии. В период, когда на рынках все еще были слышны отголоски недавней депрессии, внимание Прайса сначала было главным образом сосредоточено на показателе роста дивидендов. Затем, после Второй мировой войны, он расширил свое определение роста, и он, и его компания настойчиво осуществляли и популяризовали эту концепцию. В более позднее время господин Прайс стал олицетворением своей идеи, и всякий раз, когда мы с ним пересекались на различных встречах, он весьма презрительно высказывался в отношении тех инвесторов, которые не разделяли его взглядов. «Почему у инвесторов возникает желание покупать акции посредственных компаний только потому, что они дешевы, когда есть возможность приобрести акции крупных, растущих компаний?» Он дал следующее определение растущим акциям: «Это акции компаний, которые демонстрируют долгосрочный рост доходов, достигающие все новых высоких ценовых уровней на каждом новом пике основ-

ного бизнес-цикла, и исследование которых указывает на наличие признаков продолжения роста к следующему циклу с динамикой, опережающей повышение уровня жизни».

У Боба Баркера из Capital Guardian, еще одного очень успешного инвестора в растущие акции, несколько иной взгляд. «В своей работе мы концентрируемся на выявлении тех немногих компаний, которые имеют ясные перспективы очень быстрого роста чистой прибыли на длительный будущий период. Мы полностью инвестируем наш портфель именно в такие компании. Мы не уделяем внимания другим компаниям. Только подумайте, сколько времени мы сохраняем с таким подходом». Винтроп Ноултон, мудрый инвестор, уподобляет растущие акции красивым, гигантским денежным деревьям. Он имел в виду несколько иное, но я хотел бы перефразировать его высказывание о том, что большие корпорации, подобно большим деревьям, годами пускают глубоко в землю свои корни, затем начинают уверенно расти и раскидывать ветви. Деревья не растут до небес, но денежные деревья подбираются своей макушкой достаточно близко к инвестиционным небесам.

Инвесторы в ценность любят уродливые компании

Инвесторы в ценность, напротив, хотят иметь акции, которые дешевы не только относительно других акций, но также и в абсолютном выражении. Они полагают, что все инвесторы склонны ошибаться и часто недооценивают фундаментальные показатели компании. Покупая дешево, инвестор в ценности создает подушку безопасности для своих инвестиций. Истинных инвесторов в ценность не беспокоит непривлекательность компаний, в которые они вкладывают свои деньги; фактически иногда кажется, что чем уродливее выглядит компания, тем для них лучше. Их привлекают три «Н» — Невостребованные, Нелюбимые и Недооцененные акции. Конечно, они предпочитают покупать «хорошо управляемый, прибыльный бизнес по низкой цене», но таких возможностей немного и встречаются они редко. Вместо этого они покупают акции, которые продаются по цене, значительно ниже своей амортизационной стоимости, текущая прибыль которых ниже жизнеспособной

прибыльности, и которые являются дешевыми с точки зрения традиционных методов оценки.

Инвесторы в ценность определенно не страдают от любви к своим акциям. Когда акции уродливых компаний, которыми они владеют, повышаются в цене, они становятся дорогими и имеют хороший спрос по цене выше их амортизационной стоимости, эти инвесторы продают их с легким сердцем и идут искать дешевизну в другом месте. Инвесторы в растущие акции заполняют свои портфели акциями крупных компаний с хорошим потенциалом роста, т. е. акциями, которыми они могут гордиться. Инвесторы в ценность наполняют свои портфели дешевыми акциями компаний, которые испытывают проблемы. Устойчивые акции, по определению, являются дешевыми относительно стоимости своих активов и прибыльности, потому что инвесторы смотрят на них с пессимизмом. Обычно в отношении этих акций на рынке имеются плохие новости, а поскольку инвесторы имеют склонность к экстраполяции, они предполагают, что плохие времена для этих компаний будут продолжаться.

Бенджамин Грэм — святой отец для инвесторов в ценность. Уоррен Баффет тоже относится к нему с уважением, но Баффет расширил определение внутренней ценности Грэма, включив в него оценку стоимости неосязаемых активов или бренда. Так как Баффет является инвестором в ценность, то размер его портфеля вынуждает его использовать стратегию «покупай и держи», хотя это можно считать инвестиционным оксюмороном. Баффет говорит, что он любит покупать хорошие компании по высоким ценам. Он любит производственный бизнес, и он понимает, что генерирует свободные денежные потоки. Поскольку технологические акции не соответствуют этим критериям, он никогда их не покупает. Бен Грэм всегда проповедовал выгоды приобретения акций (или корпоративных облигаций в этом контексте) с *«подушкой безопасности»*. Она образуется в результате того, что ликвидационная стоимость активов компании (цена, которую заплатил бы за нее информированный бизнесмен) намного выше цены, которую вы платите за ее акции. На форзаце классической книги Грэма «Анализ ценных бумаг» приведена цитата из поэзии Хоракэ: «Многие из тех, что упали, должны подняться, а многие из тех, что на вершине, должны быть низвергнуты вниз».

Агностики верят в то, что ничто не вечно

Агностики не верят ни в одну религию. Они говорят, что все в инвестиционном бизнесе является временным. Их девиз «Ничто не вечно». Они указывают на то, что религиозные фанатики за свою веру часто попадают на костер. Когда растущие акции относительно дешевы, и экономическая конъюнктура им благоприятствует, агностики будут инвестировать в рост. Когда растущие акции дороги, но имеются бумаги, продающиеся дешевле их ликвидационной стоимости, они будут инвестировать в ценность. Иногда они вкладывают свои деньги и в то, и в другое. Они утверждают, что существует возможность балансировать между ростом и ценностью, из которой интеллектуальный инвестор может извлечь выгоду. Фанатики роста и ценности отвечают, что такой разброс используемых стратегий ведет к проигрышу. Я агностик, но поскольку покупка дешевых акций в большинстве случаев оказывается выгоднее покупки дорогих, я имею сильный уклон в сторону инвестиций в ценность.

Рост или ценность: какая стратегия работает лучше?

Сравнительная статистика показателей эффективности работы стратегий инвестиций в рост и в ценность однозначно свидетельствует, что в течение ряда лет ценность побеждает рост, особенно в отношении компаний с малой капитализацией. Авторитетные специалисты, такие как Ибботсон и Фама-Френч, создали индексы роста и ценности и вычислили эффективность этих стратегий. Согласно Ибботсону, с 1927 года акции крупных устойчивых компаний росли на 11,5 % в год, а мелкие компании дорожали на 14,8 %. Для сравнения, крупные растущие компании поднимались в цене в среднем на 9,2 % в год, а растущие компании с малой капитализацией — на 9,6 %. Различие в этих показателях, сложившееся более чем за 75 лет, поражает. Один доллар, инвестированный в 1927 году в каждый из этих индексов, стоил бы сегодня 35 957 долларов, если вы вложили его в недооцененные рынком акции мелкой компании, 4802 доллара для недооцененных акций крупной компании, 1089 долларов для

акций мелких растущих компаний и 820 долларов для акций крупных растущих компаний! Различие результатов инвестиций в зависимости от выбора стратегии и величины капитализации компаний является поразительным. Мелкие недооцененные компании принесли почти в восемь раз большую доходность, чем крупные недооцененные, и в 40 раз больше, чем крупные растущие. Бен Грэм должен быть доволен. Только в 1930-х и в 1990-х годах имелся полный десятилетний период, когда акции крупных растущих компаний по доходности превзошли акции крупных недооцененных компаний. Акции мелких растущих компаний плелись в хвосте акций мелких недооцененных на протяжении каждого десятилетия, кроме 1930-х годов. Однако в любом году могут иметь место невероятные перекосы. Например, в 1998 году акции крупных растущих компаний принесли 33,1 %, в то время как бумаги крупных недооцененных компаний довольствовались ростом в 12,1 %.

Если вы должны выбрать для инвестиций только один инструмент, то для индивидуальных пенсионных счетов (IRA) и долгосрочных вложений в Соединенных Штатах лучше всего подходят акции мелких недооцененных компаний. Это очевидно. Акции являются высокодоходным классом активов, а бумаги компаний с малой капитализацией — отличники в этом классе. К сожалению, в настоящий момент акции малых компаний и недооцененных, и растущих исторически, слишком дороги по сравнению с акциями крупных компаний. В последние шесть лет доходность акций мелких компаний была намного выше, чем крупных компаний, и бумаги недооцененных мелких компаний обоснованно обошли по этому параметру акции соответствующих растущих компаний. Но сейчас я бы предпочел подождать с покупкой каких-либо акций мелких компаний. Прямо сейчас, в середине 2005 года, акции крупных компаний выглядят *относительно* привлекательнее по сравнению с акциями мелких компаний, и акции растущих крупных компаний *относительно* дешевле по сравнению с акциями недооцененных компаний с высокой капитализацией. Индекс акций растущих компаний с высокой капитализацией, объединяющий 90 компаний, торгуется сейчас при превышении цены к доходу в 20,5 раз, а для индекса недооцененных акций это отношение равно 11,9. Значение коэффициента P/E для растущих акций превышает аналогичный

показатель для недооцененных акций в 1,68 раза при историческом медианном значении этого отношения, равном 2,5.

На мой взгляд, для пенсионных счетов имеют смысл инвестиции в индексные фонды Vanguard. Несомненно, вы получите дополнительную прибыль, если сможете выбрать для своих вложений успешный взаимный фонд, но для этого вам придется преодолеть более серьезное сопротивление, связанное с более высокими затратами, цикличностью показателей эффективности работы управляющих, их кадрового состава и т. д. Когда конъюнктура рынка позволяет, и акции мелких компаний выглядят достаточно дешево, Vanguard формирует индексный фонд недооцененных акций компаний с малой капитализацией. Выбор акций для этого фонда основан на Индексе MSCI, кандидаты на включение в который просеиваются по восьми показателям, среди которых: отношение цены к балансовой стоимости, дивидендный доход, отношение размера дивидендов к выручке, рост продаж и рост долгосрочного дохода. MSCI определяет американские мелкие компании следующим образом: в общем рейтинге по размеру капитализации они занимают с 751 по 2500 позиции. Обращая внимание на каждую акцию, компьютер помещает их в MSCI индексы ценности или роста. Не идеальный способ, на мой взгляд, но он позволяет реализовать общий принцип. Не менее важно и то преимущество, что расходы на управление индексным фондом являются незначительными. Накладные расходы укладываются в 18–27 базисных пунктов в год, в зависимости от типа акций, находящихся в собственности. Это при том, что в случае выбора активно управляемых фондов расходы составляют 80–150 базисных пунктов, без учета коммерческих расходов.

Инвесторы в растущие компании утверждают, что индексы Vanguard и Ибботсона смехотворно упрощены. Они говорят, что обладают специальными навыками для того, чтобы распознать компании, которые способны избегать поражений и показывать длительный рост. Они утверждают, что их портфели заполнены акциями, которым принадлежит будущее. Произвольные статистические выкладки и группировки, по их мнению, ничего не доказывают. Эти управляющие иногда несколько высокомерно заявляют, что они обладают всевидящим оком, позволяющим им отличить красоту от уродства. Они презируют инвесторов в ценности, которые, по их

словам, занимаются тем, что роются в навозе в поисках дешевого уродства. Единственным показательным сопоставлением эффективности стратегий, на их взгляд, является сравнение итоговой доходности портфелей профессиональных инвесторов в растущие и недооцененные активы. Они также утверждают, что с точки зрения налогообложения стратегия инвестиций в ценности является более затратной, поскольку данная религия предполагает неизбежную продажу выросших в цене акций. При этом инвесторы в растущие компании в течение многих десятилетий могут счастливо жить в тени своих вечно растущих денежных деревьев.

Приведу пример того, как это может работать, если ваш выбор акции оказался удачен. Моего отца всегда волновало его здоровье и инфляция. Он подозревал, что моя мать переживет его на много лет. Он никогда не был сторонником вложений в облигации. «Облигации торгуют сардинами, но хорошие акции эти сардины едят», — это было одно из любимых его выражений. Поэтому он создал для моей матери портфель растущих (и циклически растущих) акций, таких как: Phillip Morris, Caterpillar, Exxon, Coca-Cola, AIG, IBM, Citicorp, Hewlett-Packard, Berkshire Hathaway, GE, Merck, Pfizer и т. п. Ничего экзотического, он выбрал акции солидных долгожителей, которые не требуют никакой заботы с вашей стороны. Когда мама умерла два года назад в возрасте 95 лет, стоимость многих из открытых для нее отцом позиций была меньше, чем нынешние выплачиваемые по ним дивиденды.

Портфель моей матери в течение более чем 32 лет приносил ей в среднем 17 % в год, и ее дивидендный доход рос приблизительно такими же темпами. Я полагаю, что с поправкой на покупательную способность ее среднегодовой доход составлял примерно 12 %. Единственные налоги, которые она платила, начислялись на суммы получаемых ей дивидендов.

Кстати, о налоговых освобождениях! Конечно, поскольку она постепенно старела, появлялась необходимость продавать некоторую часть акций из ее портфеля. Независимо от того, насколько высоко выросли их цены, она продолжала держаться за них, поскольку в случае продажи ей пришлось бы заплатить огромный налог на прирост капитала, а затем еще и ее наследники должны были бы заплатить 55 %-ный налог на наследство. Конечно, уловка

заключается в том, чтобы найти и держать растущие акции, которые могут выдержать испытание временем. Очевидно, что это трудно. Мы с братом Джереми пристально наблюдали за ее инвестиционным портфелем и время от времени пропалывали сорняки и производили замену акций тех компаний, которые, как мы думали, начали колебаться.

Мы были удачливы и чувствовали ветер, подгоняющий нас в спину. Я думаю, что выбирать отдельные акции — слишком опасное занятие для любителя. Как я упоминал ранее, история показывает, что продолжительность жизни растущих акций является короткой, и последующее падение может уничтожить годами копившуюся прибыль.

Что касается открытых фондов, то их управляющие приходят и уходят, а комиссионные выплаты высоки. Если вы можете найти кого-то подобного Биллу Миллеру или Легу Мэйсону, считайте это подарком небес. Как я уже говорил, индексные фонды, представленные во всех формах и размерах и берущие крохотные комиссионные, являются привлекательной альтернативой. По крайней мере, вы сможете получить доходность, точно соответствующую росту индекса. Два самых крупных индексных фонда, это, безусловно — Vanguard и Fidelity.

Инвестиции в растущие компании из-за смещения к стратегии «купить и держать», несомненно, являются более эффективными с точки зрения экономии на налогах. Однако для инвесторов, свободных от налога, весомым аргументом является тот факт, что доходность реальных портфелей инвесторов в ценности превосходит доходность портфелей инвесторов в растущие компании. Нью-йоркская исследовательская компания Bernstein публикует основанные на анализе реальных портфелей результаты сравнения индексов роста и ценности, которые представлены в табл. 17.1. Этот индекс учитывает фактор выбора акций. Невероятные колебания между доходностями этих двух базовых стратегий, которые наблюдались с 1998 по 2001 годы, только подтверждают мою склонность быть агностиком. Также интересно заметить, что в период одного из самых больших за всю историю спекулятивных «пузырей» растущих акций лишь в 1998 и 1999 годах им удалось получить абсолютное преимущество над недооцененными акциями.

Таблица 17.1

**Сравнение совокупной доходности, полученной от вложений в акции роста
и в недооцененные акции, %**

Год	Крупные компании		Спрэд (рост-ценность)
	инвесторы в ценности	инвесторы в рост	
1969	-12,1	-7,2	4,9
1970	4,0	-7,4	-11,4
1971	13,9	23,3	9,4
1972	11,0	20,1	9,1
1973	-9,3	-19,2	-9,9
1974	-16,1	-29,8	-13,7
1975	43,8	36,0	-7,8
1976	38,2	21,3	-16,9
1977	1,5	-0,9	-2,4
1978	9,3	10,7	1,4
1979	22,8	24,2	1,4
1980	26,4	38,2	11,8
1981	5,3	-1,3	-6,6
1982	25,0	26,4	1,4
1983	24,6	19,4	-5,1
1984	7,5	1,9	-5,6
1985	31,6	27,4	-4,2
1986	18,9	18,3	-0,6
1987	3,2	6,5	3,3
1988	19,6	12,9	-6,7
1989	25,6	33,1	7,5
1990	-4,3	-0,4	4,0
1991	30,0	39,4	9,5
1992	11,0	7,0	-4,0
1993	14,3	9,0	-5,3
1994	0,6	-0,8	-1,4

Продолжение ⇨

Таблица 17.1 (продолжение)

Год	Крупные компании		Спрэд (рост-ценность)
	инвесторы в ценности	инвесторы в рост	
1995	34,4	33,5	-0,9
1996	22,4	22,3	-0,1
1997	28,9	30,5	1,5
1998	12,9	32,2	19,3
1999	7,4	33,4	26,0
2000	9,7	-9,3	-19,0
2001	-3,8	-20,2	-16,4
2002	-18,0	-27,3	-9,3
2003	28,6	29,6	1,0
2004	12,5	9,4	-3,1
I квартал 2005	-0,9	-3,6	-2,7
Пересчитанная на год доходность			
1969-1979	8,2	4,5	-3,7
1969-2004	12,3	10,5	-1,8
1980-2004	14,2	13,3	-0,9

Источник: Sanford C. Bernstein, Inc.

ГЛАВА 18

Издержки размера

Сегодня я завтракал с Хербом. Он работает в крупной компании по управлению капиталовложениями, которая теперь принадлежит финансовому конгломерату. Он проработал в управлении капиталовложениями Morgan Stanley много лет, и мы с ним всегда хорошо ладили. Херб — не самая яркая звезда в инвестиционном мире, и его нельзя назвать одержимым инвестором. Он образцовый глава семейства и не таскает домой пачки документов для изучения их во время уикенда. Он представляет собой идеальную комбинацию деятельности и обаяния. Он управляет 4 млрд долл. (часть которых принадлежит институциональным инвесторам, а другая часть — паевым фондам), вложенными в американские акции. Его доходность обычно составляет плюс-минус 50 базисных пунктов от эталонного теста. В прошлом году он получил за свою работу 1,2 млн долл. наличными и в акциях, которые он может реализовать через два года.

Раздувание компаний и бюрократия

Хербу хотелось поговорить. Он серьезно озабочен и материальным, и конкурентным будущим таких компаний, как та, в которой он работает. Он чувствует, что доходность крупных компаний чахнет по мере распухания бизнес-структур, которые были созданы в период бума, и которые все еще растут по инерции, а также из-за неустанного регулирующего давления. Этими компаниями теперь управляют уже не те инвесторы, которые их создавали. Их менеджеры — бизнесмены-бюрократы. Перестраховываясь от реальных и мнимых угроз, они «дуют на воду» и занимаются бесконечным регулированием степени риска, создавая новые контролирующие отделы и согласительные процедуры перепроверки.

Тем временем размер вознаграждения управляющих инвестициями продолжает неизбежно снижаться вслед за прибылью. Причина тому — снижение уровня рыночной доходности, поскольку «медвежий» рынок сократил активы под их управлением, а теперь еще и деньги для компенсации все возрастающих административных расходов будут вычтены из фонда заработной платы управляющих. Кроме того, вероятно, что скоро придется раскрыть клиентам размеры вознаграждений их портфельных управляющих, что обязательно приведет к грязным и неприятным расследованиям.

Херб опасается, что крупные компании по управлению активами необратимо приходят в упадок. Консультанты уведомляют институциональных инвесторов о том, что иметь дело с крупными инвестиционными компаниями становится опасно. Если ваш портфельный управляющий работает эффективно, он, вероятнее всего, скоро уволится, чтобы присоединиться к фонду, использующему стратегии хеджирования. Если же он работает плохо, он в любом случае не принесет вам пользы. Управляющие большими портфелями преданы анафеме братством инвестиционных консультантов, которые вешают на них всех собак. Консультанты говорят своим клиентам, что самое лучшее, самое безопасное место для вложения капитала — мелкие частные компании по управлению капиталовложениями или хеджевые фонды.

Херб понимает все это, и он волнуется, что его заработок будет сокращаться. С другой стороны, он не хочет рисковать и менять место работы на небольшую компанию или хеджевый фонд, использующий технику хеджирования, где вы едите только то, что сами добудете. Вы могли бы сказать, что не чувствуете жалости к Хербу, так как ему все еще слишком переплачивают по сравнению с другими секторами реальной экономики, и в этом вы правы. Размеры вознаграждений в бизнесе управления капиталовложениями требуют корректировки. Мы все благословлялись сильным «бычьим» рынком! Так или иначе, обращенные ко мне жалобы Херба звучали резко обвинительно, как будто бы во всем происходящем была доля и моей вины:

«Наша доходность растащена растущим административным аппаратом, новыми структурными подразделениями, программами развития и раздутым штатом. Мы даже создали собственную группу по связям с общественностью и наняли на работу корпоратив-

ного летописца. Отдел кадров непрерывно организует призванные объединить коллектив обеды и вечеринки по случаю дня рождения секретарей. Создана корпоративная спортивная команда, и сформирован комитет по культуре. Они попросили меня стать его членом. Менеджеры говорят о производственной марже так, как будто мы индустриальная компания. Мы держим в штате кучу специалистов по маркетингу, большинство из которых могут продать только то, что и без их участия пользуется спросом. Управление капиталовложениями — это бизнес, который зависит от эффективности нашей работы. Если управляющий не может обеспечить доходность, все маркетологи в мире не смогут найти для вас клиентов. Сейчас инвестиционные компании управляются бизнесменами, а не инвесторами».

Возможно, фатальная неприятность с крупными компаниями по управлению капиталовложениями состоит в том, что, хотя они и рекламируют доходность, бизнесмены, которые ими управляют, кажется, не знают или не хотят знать, как создать благоприятные условия для выращивания прибыли. Вместо этого они превращают инвестиционные компании в гигантские предприятия, в бизнес по привлечению активов под их управлением. В настоящее время получать прибыль для своих клиентов в основном удается относительно небольшим компаниям, хеджевым фондам или инвестиционным товариществам. Они — истинные производители прибыли. Крупным компаниям по управлению капиталовложениями приходится преодолевать слишком много структурных препятствий, чтобы соперничать с ними.

Это неправильный путь. Крупные инвестиционные банки могут преуспеть, но они должны управляться людьми, которые были инвесторами и поэтому знают толк в инвестициях. Топ-менеджмент должен прежде всего лелеять своих истинных инвесторов и надежно защищать их от бюрократического безумия. Они должны понять, что доходность первична, и лишь затем следует рост активов. Это относится даже к взаимным фондам. Взгляните на Capital Research!

Пока количество настоящих производителей прибыли в общей массе промышленности управления капиталовложениями невелико, эти компании, в отличие и за счет «фабрик», занятых инкассацией активов, должны быть способны заработать прибыль, достаточную

для того, чтобы оплатить стоимость транзакций, выплатить вознаграждение управляющим и даже после этого все еще обеспечивать существенные сверхприбыли для своих клиентов. Вознаграждение должно быть достаточным для того, чтобы мотивировать управляющих зарабатывать еще больше денег, что позволит привлекать талантливых специалистов и формировать очень прибыльный и устойчивый бизнес, объединяющий активных, удовлетворенных и богатых сотрудников-инвесторов.

Великие всегда будут идти своим собственным путем

Талантливым инвесторам нелегко работать в крупных компаниях. Например, в середине 1980-х годов я нанял на работу действительно сильного, представительного английского парня (назовем его Майклом) с тем, чтобы он руководил лондонским отделением в рамках продвижения международной программы Morgan Stanley. Он собрал способных молодых людей и сформировал солидный, очень прибыльный растущий бизнес. Однако он не хотел быть органом огромного животного, каким является глобальный инвестиционный банк, и он предельно ясно сформулировал свое мнение. Хотя он понимал, что бренд Morgan Stanley и помощь с его стороны были ценными активами, он полагал, что для процветания его бизнеса требовалось разделение. Он требовал, чтобы бюрократы из лондонского офиса банка оставили его в покое и дали ему возможность жить собственной жизнью. Он не хотел, чтобы его отвлекала от дел необходимость посещать еженедельные оперативные совещания, в которых участвовали руководители всех отделов лондонского офиса. Он не стремился быть никем, кроме как лучшим из лучших инвесторов.

В 1991 году пятеро из нас на совещании исполнительных директоров Morgan Stanley выразили беспокойство по поводу роста числа конфликтов, обострения соперничества и бухгалтерских войн между подразделениями глобальных фондовых активов и входящими в структуру банка компаниями по управлению капиталовложениями. Чтобы исправить ситуацию, мы выступили с инициативой

принятия программы корпоративного единения. Мы решили, что в конце каждого года, после того как размеры ежегодных бонусов будут определены, исполнительный комитет будет выплачивать дополнительные специальные премии в 500 тыс. долл. тем управляющим, которые способствовали повышению корпоративной культуры и делали реальные шаги к корпоративному единению. И точно на такую же сумму будут штрафоваться те руководители, которые оказывают на эту работу негативное влияние. Номинировать должностных лиц на получение кнута и пряников должны различные корпоративные подразделения. Данная программа оказалась очень эффективной в деле сплочения коллектива и ликвидации междивизионных дразг. Конфликты и борьба не прекратились окончательно, но их накал значительно ослаб.

В первый год работы этой программы лондонское отделение инвестиционного банкинга указало пальцем на Майкла, как на человека, который настроен очень негативно и антикооперативно. Он отвергал все инициативы, направленные на установление дружеских связей с инвестиционными банкирами, продавцами и аналитиками, даже если они были одобрены наверху. Он объяснил, что хочет быть физически отделен от остальной части компании. На совещании исполнительного комитета, принимающего решение о наложении штрафа, я с пеной у рта доказывал, что точка зрения Майкла была рациональна, и что он, следуя своей стратегии, приносит банку все больше денег. Я сказал, что наказывать его будет большой ошибкой. Он был гордым индивидуалистом и в таком случае мог уйти от нас. Мы должны создать такую корпоративную культуру, которая могла бы предоставить комфортные условия работы для очень талантливых, но бестактных индивидуалистов. Я настоял на своем, но четверо остальных членов комитета не разделяли мое мнение в отношении Майкла.

В январе я сказал Майклу, что он должен изменить свое поведение и вести себя более кооперативно, в противном случае в следующий раз я не смогу защитить его от штрафа. Я предпринимал значительные усилия, чтобы интегрировать его в наше общество, даже брал его с собой на Кубок Председателя по гольфу, где присутствует главное управление банка. Однако все было напрасно. В конце года его снова выдвинули в качестве номинанта на получение штрафа,

но на сей раз уже другим подразделением. Уважаемый глава нашего лондонского офиса сэр Кое-кто сказал, что Майкл приносит в коллектив «вредное влияние». Я указал, что его инвестиционные результаты исключительны, его бизнес быстро растет, и что сотрудники подразделения любят и уважают его. «Замечательно, — сказали остальные члены комитета, — он должен получить хороший бонус за столь успешную работу, но он должен знать, что его антиобщественное поведение будет стоить ему денег». Мои призывы проявить милосердие и гибкость упали в пустоту. Хотя общий размер вознаграждения Майкла был очень значительным, но, когда я сообщил Майклу о штрафе, он тут же ушел в отставку.

Вскоре после этого Майкл организовал собственную компанию. Он продолжал приносить исключительную прибыль, и сейчас его компания управляет примерно 12 млрд долл.! Комиссионные составляют 1 %, и деньги работают в четырех отдельных счетах. Бэк-офис находится вне штата компании. Насколько я знаю, на него работают приблизительно 15 инвестиционных профессионалов и еще несколько человек заняты работой с клиентами. Такой штат для него оптимален и способен обеспечивать все существующие потребности компании, которая, должно быть, приносит невероятную прибыль. Недавно я обедал с Майклом в Лондоне, и он казался очень довольным.

Благодаря правильной кадровой политике мы относительно безболезненно пережили уход Майкла. С Майклом работал превосходный молодой помощник, который поднялся после увольнения Майкла, вырастил бизнес, и сегодня международная программа Morgan Stanley по величине привлеченных активов входит в первую десятку. Этот парень — драгоценный камень в короне подразделения по управлению активами. Мысленно возвращаясь назад, я понимаю, что в любом случае потеря Майкла была неизбежной и из-за его личных качеств, и потому что Morgan Stanley становился все более крупной компанией.

Все крупные компании по управлению капиталовложениями борются с растущей опасностью вхождения в порочный круг. Бюрократические диверсии и неизбежное уменьшение вознаграждения управляющих, связанное с сокращением маржи, ведут к тому, что лучшие инвестиционные управляющие будут уходить в небольшие

компании и хеджевые фонды, которые уделяют больше внимания делу и обладают большим потенциалом. Теряя талантливых инвесторов, крупные компании неизбежно будут упускать клиентов. Со временем гиганты станут динозаврами, в них будут трудиться посредственностями и управляющие захудалыми индексными фондами, и вскоре гниение распространится на весь их бизнес.

Работа в крупной компании по управлению капиталовложениями — это карьерная битва. Юристы и бизнесмены, а не инвесторы управляют сегодня этими компаниями, поэтому они без разбору убивают куриц, несущих золотые яйца. Capital Guardian и, возможно, Fidelity — фонды, которыми руководят инвесторы, — представляют собой исключения. Обе эти компании имеют еще одно преимущество. Они не являются публичными компаниями. Менеджменту публичных компаний приходится бороться за краткосрочную прибыль. А это означает — продавать клиентам то, что «горячо», и игнорировать те рыночные инструменты, которые не пользуются спросом. В конечном счете это неправильный путь управления бизнесом. Я боюсь, что компании по управлению капиталовложениями, которые являются подразделениями инвестиционных банков, находятся даже под более тяжелым прессом из-за того, что на них оказывают влияние последствия всех внутрикорпоративных конфликтов. За исключением истории с Майклом, я никогда не испытывал на себе никакого давления или вмешательства в мою деятельность за те 30 лет, которые я проработал председателем Управления капиталовложениями Morgan Stanley. Я не хочу сказать, что крупные компании не могут быть успешными и прибыльными. Чтобы достичь этого, требуется лишь компетентный менеджмент, и в этом отношении возникают определенные сложности.

Терпение — это достоинство, которое очень сложно обрести

Другой пример выбора правильного пути показывает Джереми Грантхэм из бостонского инвестиционного партнерства Grantham, Mayo, Van Otterloo & Company. Джереми Грантхэм исповедует стратегию инвестиций в ценность акций. Он несколько раздражительный

человек, и окружающие считают его серьезным мыслителем. Он жадно наблюдает за инвестиционной жизнью, находится в поиске истины и имеет собственное мнение. Его не волнует, что думают другие. Он *неординарный* человек и обладает ярким блеском, если вы понимаете, что я имею в виду.

В 1995 году Morgan Stanley; Grantham, Mayo и еще три компании получили в управление от пенсионного фонда Verizon по 1 млрд долл. каждый. Нам всем платили комиссионные по небольшой твердой ставке, но мы могли заработать существенное поощрительное вознаграждение в том случае, если нам удавалось превзойти уровень доходности эталонного глобального распределения активов Verizon. Эта программа была блестящим детищем Джона Кэролла и Бритта Хэрриса. Насколько я помню, Джереми Грантхэм в то время, примерно в 1997 году, считал, что фондовые рынки вообще и технологические акции в особенности имели тенденцию к понижению. В результате показанная им доходность по сравнению с эталонным тестом и отчетами остальной части нашей группы выглядела паршиво. Фактически к весне 2000 года компания Grantham, Mayo была на последнем месте, отставая от нас на 500 базисных пунктов. Я думаю, на тот момент мы лидировали.

На последовавшем далее «медвежьем» рынке мы также смогли обойти доходность эталонного теста, поскольку мы тоже были настроены на снижение рынка, но Грантхэм, который придерживался своей более критической позиции и поэтому был нагружен облигациями, хотя фактически не имел акций в своем портфеле, действительно взлетел. Он обошел нас всех с таким ускорением, как будто мы стояли на месте. За два года он восполнил четыре года своих потерь! Это было невероятно! И все это благодаря оказанному ему кредиту доверия со стороны Бритта Хэрриса, который в то время руководил данным проектом со стороны фонда Verizon и хорошо знал Грантхэма. Бритт следил за ходом мыслей Грантхэма, был в нем полностью уверен и ни разу не дрогнул. Очень впечатляющее отношение! Большинство чиновников пенсионного фонда уволили бы инвестора, последовательно показывавшего наихудшие результаты, но не Бритт.

Но это еще не вся история. Конец 1990-х годов выдался действительно ужасным для компании Grantham, Mayo. Их активы сократи-

лись почти на 40 %, клиенты закрывали свои счета, а партнеры увольнялись, чтобы организовать собственные компании. Grantham, Mayo несли убытки, и Джереми сравнивали со сломавшимися часами. Но он был неустрашим. Он продолжал платить высокую зарплату своим лучшим сотрудникам и тратил деньги на обслуживание клиентов и поиск новых инвестиционных направлений. Штат компании увеличился практически на 50 % даже при том, что компания терпела убытки. Это был очень трудный период.

Затем, когда произошел взрыв фондового «пузыря», Grantham, Mayo пожинали плоды своей дальновидной политики. Мало того, что они добились превосходной доходности на «медвежьем» рынке, в 2003 году они поймали еще и начало роста, особенно на развивающихся рынках. Доходность их фонда новых рынков взлетела на 70 % в 2003 году против 51,5 % роста соответствующего индекса MSCI, и деньги клиентов потекли к ним рекой. К концу 2003 года активы, находящиеся под их управлением утроились и достигли 60 млрд долл., а их фонд развивающихся рынков распух до 10 млрд долл., несмотря на высокий размер комиссионных. И что же сделал Джереми? Поскольку он чувствовал, что данный рост представляет собой всего лишь коррекцию на долгосрочном «медвежьем» рынке, и что цены акций на развивающихся рынках взлетели слишком высоко и слишком быстро, в конце сентября 2003 года он закрыл этот фонд для новых инвесторов.

Летом 2005 года Грантхэм описал свою тактику как «попытку процветать в период долгосрочного “медвежьего” рынка». Он глубоко верит в неизбежность «возвращения к среднерыночным значениям», как в фундаментальный принцип инвестиционной жизни. «Рынки отвратительно неэффективны, — говорит он, — и, как инвестор, вы должны уметь ждать, пока рыночные показатели не достигнут своих экстремальных значений». Терпение — инвестиционное достоинство, но Джереми признает, что применять его на практике может быть весьма нелегко, поскольку процесс возвращения рынка к своим средним значениям может занять долгое время. Существует множество полезных советов, которые все неустанно повторяют, но мало кто может им следовать. Джереми из тех людей, которые все, о чем они говорят, осуществляют на практике.

Сейчас он все еще проявляет осторожность в отношении большинства классов активов. Ожидания все еще слишком завышены, и существует много угрожающих факторов, которые могут осуществиться ближайшей ночью. Акции, особенно американские, остаются дорогими, поэтому можно ожидать, что их цены будут стремиться вниз к равновесным уровням. Если предположить, что этот процесс продлится ближайшие семь лет, то можно сделать вывод о том, что доходность всех классов активов будет весьма скудной. По расчетам Джереми, среднегодовая доходность акций основных американских компаний будет составлять минус 1 %. Долгосрочные казначейские обязательства лишь немногим лучше, но международные активы и развивающиеся рынки принесут 2,5–2,7 % прибыли ежегодно. Лучшими видами активов будут акции компаний, торгуемые на развивающихся рынках, а также инвестиции в лесное хозяйство, которые принесут 6 %. Замечу, что речь идет о цифрах, в которых не учтены комиссионные издержки и инфляция. Несмотря на скептический взгляд Джереми на перспективы фондового рынка, который он сохраняет с весны 2003 года, результаты его инвестиций впечатляют.

В какие инструменты Джереми советует вкладывать свои средства долгосрочным инвесторам? Во-первых, перемещайте деньги из американских акций в международные. Выбирайте высококачественные акции с низкой волатильностью и снижайте в своем портфеле долю более спекулятивных акций мелких компаний с высокой волатильностью. Сегодняшняя стратегия Джереми состоит в том, чтобы смещаться в сторону консервативных хеджевых фондов, инвестиций в лесную промышленность, товарные рынки и инструменты с фиксированной доходностью.

Джереми 66 лет, и он выглядит молодцом. Он по-прежнему предан своим инвесторам и идее сохранения независимости своей компании, которой он управляет как инвестор, а не как бизнесмен. В интервью *Institutional Investor* он сказал: «То, что мы смогли сделать в тот период, когда теряли деньги, было бы невозможно, если бы на наших плечах постоянно висели обязательства перед владельцем, требующим быстрых результатов. Те стратегии, которые мы реализуем в настоящее время, также требуют немалой выдержки. Я убежден, что независимость лучше способствует соблюдению интересов компании и наших клиентов». Золотые слова!

Я подозреваю, что для того, чтобы стать действительно крупной, компания по управлению капиталовложениями должна быть смоделирована по образу и подобию Академии Платона. Платон хотел создать в своей Академии плодотворную атмосферу, в которой из блестящих молодых людей могли бы быть выращены государственные деятели, способные обеспечить и расширить будущее политическое лидерство Греции. Его теория заключалась в том, что перекрестное опыление блестящих умов, специализирующихся в различных дисциплинах (историки, художники, математики, философы), их смешение друг с другом обогатит интеллектуальные процессы и будет способствовать общему взаимопониманию. В итоге интеллектуальный результат в этом случае был бы гораздо больше, чем простая сумма отдельных частей.

Инвестиции — игра с нулевой суммой

Я помню разговор, который состоялся у меня в начале 2004 года с Джоан, еще одной моей старой знакомой, работающей в крупной компании по управлению капиталовложениями, которая занимается рынками Европы, Азии, Дальнего Востока (EAFE) и управляет портфелями крупных пенсионных фондов. Ее активы составляют от 500 млн до 1 млрд долл., а ставка вознаграждения равна 30–40 базисным пунктам. Джоан занимается макроинвестициями. Она жесткий, опытный инвестор, и ее портфели международных активов приносят высокий доход, поэтому клиенты относятся к ней с большим уважением. Ее клиенты — приятные, умные люди, но и они, и их инвестиционные консультанты запутались в системе оценки эффективности инвестиций, которая главным образом ориентируется на *текущие* результаты работы *относительно* эталонного теста.

В мире крупных пенсионных фондов, активы которых вкладываются исключительно в «длинные» позиции, измерение инвестиционного дохода в *абсолютных* цифрах не уместно. Здесь инвестиционные планы рассматриваются с точки зрения распределения активов среди акций, облигаций, недвижимости, прямых инвестиций в акционерный капитал и т. д. В пределах каждого класса активов, например акций, определяется, сколько денег должно быть

инвестировано на американском, международном, развивающихся рынках, а также в разрезе всех подсекторов капитализации. Для каждого класса активов существует свой собственный эталонный тест. Пенсионные фонды нанимают компании по управлению капиталовложениями с тем, чтобы получить доходность, превышающую показатели эталонных тестов, и если нанятая компания не может справиться с этой задачей, от ее услуг отказываются. Институциональные инвесторы обожают эту сверхприбыль, обычно обозначаемую как «альфа». Их стремление понятно, но оно может вставлять палки в колеса эффективности деятельности управляющих. Давление с целью получить мгновенный результат, в данный момент превосходящий эталонный тест, может легко дезориентировать инвестиционное мышление управляющего портфелем. На самом деле все, что действительно должно иметь значение, — это увеличение капитала в период роста рынков и его сохранение в периоды рыночного снижения; другими словами *абсолютные* показатели не всегда являются прибыльными.

В этом смысле инвестиции нужно рассматривать не как соревнование за главный приз, а как игру с нулевой балансовой суммой, поскольку на каждого победителя должен существовать проигравший. Фактически инвестиции являются даже менее выгодной игрой, чем настоящие игры с нулевой балансовой суммой, такие как, например, чемпионат по футболу, где в каждом туре количество победителей действительно соответствует количеству проигравших, поскольку сопровождающие процесс накладные расходы превращают инвестиции в игру с незначительно, но все же отрицательной суммой. Учитывая, что размеры вознаграждений управляющих портфелями очень высоки, эта игра привлекает лучших, самых ярких и наиболее одержимых. Конечно, и здесь хватает некомпетентных людей, но их немного, потому что они быстро сходят с дистанции, не сумев справиться с нелегкой погоней за альфой.

Я знаю, что за прошедшие трех-пятилетние периоды доходность портфеля Джоан обеспечила годовую сверхприбыль над эталонным тестом EAFE в размере приблизительно 300 базисных точек, что поднимает ее рейтинг близко к верхнему квартилю всех EAFE управляющих. Однако в тот момент, когда происходил наш разговор, весной 2004 года, она очень переживала по поводу последних резуль-

татов своей работы и волновалась о том, как она будет оправдываться перед своими клиентами на предстоящем собрании.

— Сколько вы заработали за последний финансовый год? — спросил я.

— 51 %, — ответила она.

— По мне, так это превосходный результат! — воскликнул я. — S&P 500 поднялся всего на 32 %.

— Да, но не в моем бизнесе, — она горько усмехнулась. — Мой эталонный тест — индекс EAFE, и он поднялся на 56 %, так что я проиграла 500 базисных пунктов. У нас все соизмеряется с этим эталонным тестом. И теперь я возглавляю список управляющих, которые помещены под наблюдение двумя крупными клиентами, на которых я работала в течение многих лет.

— Они наезжают на вас, потому что вы отстали от эталонного теста по результатам последних 12 месяцев при том, что ваши трех- и пятилетний отчеты выглядят намного лучше и этого теста, и доходности других управляющих?

— Очевидно. Никто меня пока не уволил, но я нахожусь под наблюдением, и меня это сильно напрягает, как и всю компанию. Я боюсь, что в этом году с их подачи я загремлю под фанфары.

Это смешно! Такая система контроля эффективности работы никуда не годится! Непосредственно перед окончанием предыдущего финансового года мировые фондовые рынки мира только-только оттолкнулись от «дна» и устроили восходящее «ралли». Кроме того, почти весь прошедший год доллар падал, как камень, а мировые валюты взлетали, в результате рост иены и евро дал огромную прибавку к доходности рынков EAFE в локальных валютах. Сам индекс EAFE за год поднялся на 36 %, но валютный фактор прибавил ему дополнительно фантастические 20 процентных пунктов. Чтобы полностью извлечь прибыль из этого «ралли» необходимо было, чтобы портфель EAFE был на 100 % составлен из акций, так как в этом случае не позволяется держать наличные в иностранных валютах.

Но проблема состоит в том, что после ужасающего трехлетнего «медвежьего» рынка в начале апреля 2003 года было бы неблагоприятно не держать некоторую часть активов в наличных деньгах. Каждый в отчаянии рвал на себе волосы и скрежетал зубами, потому что по общему убеждению мир собирался рухнуть, и дефляция

стояла на пороге. Однако, как только фондовые рынки оживились, наличные деньги оказались ужасной обузой из-за резкого роста цен акций и массового повышения стоимости иностранных валют. Другими словами, превзойти индекс на агрессивно ревушем спекулятивном рынке — действительно трудновыполнимая задача.

Мне кажется, что самый правильный способ оценивать эффективность работы управляющего *относительно* индекса заключается в том, чтобы учитывать отношение разницы этих показателей к значению индекса. Другими словами, если индекс поднялся на 10 %, а портфель на 5 %, отрицательная альфа составит 500 базисных точек. Это очень много! Относительный проигрыш эталонному тесту будет равен 50 % (минус 5 % альфы составляют 50 % от 10 %). Но если индекс поднялся на 56 %, а портфель — на 51 %, относительный проигрыш составит лишь немногим более 9 % (минус 5 % альфы составляют 9 % от 56 %), что, согласитесь, уже не смертельно. Кроме того, нельзя забывать про трех-пятiletние действительно успешные результаты.

Джоан волнуется о том, что ее профессионализм поставлен клиентами под сомнение, и это отражается на ее работе. Она серьезно обескуражена давлением клиентов, требующих от нее сверхприбылей, а я обеспокоен тем, что она усилит свое давление, чтобы получить требуемый результат. Это звучит иронично, но чем сильнее вы стремитесь достичь цели, тем дальше вы от нее удаляетесь. Это похоже на спортивное состязание. Чем более вы уверены в своих силах, тем лучше вы играете. Спокойно работающий, не отвлекающийся на объяснения с клиентами инвестор способен добиться лучших результатов.

Вот что еще я об этом думаю. Требование работать против эталонного теста и сосредоточение на краткосрочных результатах — две серьезные проблемы инвестиционного бизнеса. Уоррен Баффет — инвестиционный народный герой современности и находится в одном Зале славы вместе с лордом Кейнсом и Беном Грэмом. При этом он простой американский парень, потому что в наше время жадности, быстрого обогащения и расходования огромных средств на повышение своего общественного статуса он все еще живет в глуши, в своем старом доме, в том же самом старом городе. Никто не задается вопросом, путешествует ли он на своем собственном

реактивном самолете. Однажды он сказал: «Раньше я считал корпоративные реактивные самолеты неоправданной роскошью, теперь я считаю их необходимостью».

Баффет когда-то сказал, что инвестор похож на отбивающего в матче по бейсболу, который не знает, какой будет следующая подача. «В вас могут бросить General Electric по 45, — говорит он, — и вы не должны отбивать. В вас могут бросить Microsoft по 28, и вы вновь остаетесь на месте. Вы не отбиваете подачи, но, если вы достаточно терпеливы, счет будет в вашу пользу. Вы можете ждать до тех пор, пока не получите шанс на такой куш, который вы захотите заполучить. Вы можете не отбивать мячи в течение шести месяцев; вы можете не отбивать их в течение двух лет, но возможность отбить мяч так, что он улетит за пределы стадиона, окупит все ваше ожидание сторицей. Вы должны быть терпеливы!»

Баффету, фонд которого составляют *частные* инвестиции, легко давать такие советы, но те из нас, кто обслуживает *публичных* инвесторов и находится под неусыпным надзором инвестиционных консультантов, не имеют роскоши пропускать подачи. Мы должны отбивать их постоянно. Выступающие в качестве судей консультанты и клиенты часто бывают нетерпеливы и практически изо дня в день наблюдают за нашими успехами. От управляющих хеджевыми фондами также требуют высоких *абсолютных* показателей доходности без месячной *просадки*. Просадка — это снижение стоимости активов за вычетом обязательств. Под давлением некоторых наших инвесторов мы теперь отчитываемся о стоимости чистых активов два раза в месяц, но зато мы не заморачиваемся по поводу погони за эталонным тестом, хотя мы, конечно, внимательно следим за индексом S&P 500. Однако бедной Джоан приходится работать с оглядкой на оба этих показателя. Клиенты требуют, чтобы она в любой момент времени обеспечивала доходность выше эталонного теста EAFE. Эти требования не способствуют ни повышению эффективности работы управляющего, ни чему-либо другому.

Почему же так происходит? Я думаю, что всему виной порочный круг, в котором сплелись обвиняющие друг друга клиенты, консультанты и управляющие. Клиенты хотят получить результат; они нуждаются в этом независимо от того, являются ли они частными лицами, компанией или фондом, потому что инвестиционный портфель или

пенсионный план для них — это центр получения прибыли, ответственность за судьбу которого лежит на их плечах. В результате они начинают давить на менеджеров, те в свою очередь отвечают, что не могут нормально работать с портфельными управляющими, которые ориентируются на квартальные результаты. Инвестиционные управляющие жалуются на краткосрочность инвестиционных горизонтов клиентов, из-за чего им приходится покупать и продавать акции со скоростью машинки для стрижки волос. Консультанты льют бензин на огонь этих взаимных упреков и только потирают руки. Метания инвесторов от одного менеджера к другому увеличивает объем их работы. Все обвиняют друг друга, и этот процесс идет по кругу.

Какой же совет можно дать для одинокой души, ищущей долгосрочных отношений с солидным инвестиционным управляющим? Во-первых, ослабьте свое давление. Во-вторых, найдите какого-нибудь проверенного в инвестиционных боях и максимально близко понимающего менталитет частного инвестора. В-третьих, найдите компанию, соответствующую вашим возможностям и потребностям. В-четвертых, выбирайте компанию, которая управляется инвесторами. Примерами могли бы служить инвестиционный советник, который не будет пытаться подсунуть вам приукрашенный залежалый товар, или хеджевый фонд, партнеры которого вложили в него значительную долю собственных средств. Кроме того, есть немало очень хороших профессионалов, работающих в подразделениях, занимающихся управлением частными капиталами в крупных компаниях.

ГЛАВА 19

«Пузыри» и истинный поклонник

Начиная с незапамятных времен финансовые рынки мира были склонны к созданию «пузырей» во всем: от тюльпанов и произведений искусства до акций и недвижимости. Поэтому очевидно, что для инвесторов очень важно понять их природу. Все «пузыри» начинаются с мощной фундаментальной основы и используют легитимные инвестиционные возможности. Они становятся «пузырями» или маниями, неважно как вы их назовете, когда инвесторы, впавшие в эйфорию, с оптимизмом проектируют будущие результаты, основываясь при этом не на рациональных фундаментальных принципах, а на экстраполяции прошлых результатов. Интернет, мгновенная передача информации, тысячи новых сертифицированных финансовых аналитиков и специальные программы Комиссии по ценным бумагам и биржам, призванные повысить уровень *эффективности рынков* или снизить количество «пузырей», не имеют успеха. Рынки неисправимо *неэффективны* и всегда будут таковыми из-за особенностей человеческой природы, из-за жадности и страха, из-за стадного инстинкта. Как выразился Сет Клармэн: «Инвесторы не включают эмоции сознательно, они просто идут у них на поводу».

Каждый «пузырь» имеет собственные отличия. Недавно вышли две превосходные книги о «пузырях» различных видов — «Дьявол отбирает последнее: Истории финансовых спекуляций» Эдварда Ченцилора и «Рынки, толпы и погромы: Современный взгляд на безумие толпы» Роберта Менжеля. Самое поэтическое и драматическое описание хаоса и чувства беспомощности при финансовой панике представлено в первых строках эпической поэмы В. Б. Йетса «Второе пришествие». Йетс описывает сокола, который не слышит свистка своего хозяина-охотника и бесцельно парит по все расширяющейся спирали. «Все распадается на части, — пишет он, — центральный стержень сломан». Господство анархии и «потoki крови» захлестывают мир. Но лучшие строки посвящены паническому отча-

янию, которое охватывает нас на «дне» рынка: «все святое утоплено в потоках крови; все темное и порочное вылезло наружу и пылает страстью».

Два типа «пузырей»: плохие и очень плохие

Есть два основных типа «пузырей». Первый из них является менее неприятным; другой подобен раку и очень опасен. «Пузыри» в ценных бумагах производственных активов, таких как технологии, железные дороги и оборудование, образуются на финансовых рынках, иными словами, в акциях и облигациях. Худшие виды «пузырей» связаны с непроизводственными активами, такими как тюльпаны, поля для гольфа в Токио (в 1990 году членство в одном из гольф-клубов Токио продавалось за 5 млн долл. по текущему курсу доллара к иене), недвижимость или предметы коллекционирования, когда эти активы используются в качестве обеспечения для получения банковских кредитов. Очевидно, наиболее опасен «пузырь», который вовлекает в игру большую долю населения страны, например, «пузырь» на рынке жилья. Однако этот «пузырь» растет медленнее, поскольку повышение стоимости не так очевидно, и условия сделок на этом рынке не распространяются публично. Я не думаю, что в середине 2005 года на рынке жилья Соединенных Штатов мы наблюдаем полноценный «пузырь» национального масштаба. Являются ли цены на дома в некоторых особенных областях страны заоблачными? Несомненно! Но это не относится к рынку жилья в целом. Будут ли цены на американские жилые дома оставаться стабильными в течение пяти лет? Думаю, да. Возможен ли кризис неплатежей в ипотечном кредитовании? Конечно. Но означает ли это возврат в 1930-е годы? Я так не думаю.

Когда «пузырь» в непроизводственных активах, финансируемых банками, лопается, последствия неизменно являются дефляция и депрессия. Технологический «пузырь» 1990-х годов был основан на производственных активах, и он был профинансирован акциями и облигациями, а не банковской системой, так что его последствия могут быть относительно незначительны. Конечно, много денег было

вложено в смешные предприятия, и в результате рынок поглотил огромное количество глупых, спекулятивных денег, но так и должно было случиться. И наоборот, «пузырь» в Японии в 1980-х годах появился в непроизводственных активах (зайтеку, земля, членство в гольф-клубах, произведения искусства), и все это было профинансировано, главным образом, банковской системой. В результате последствия были намного более серьезными.

Мучительно трудно выяснить, в какой момент «пузыри» будут лопаться. Они имеют противную тенденцию раздуваться намного дольше, чем может предположить даже самый опытный и кропотливый исследователь финансовых рынков. «Пузыри» всегда зарождаются на мощной фундаментальной основе, а затем переходят в иррациональную, мистическую область. Индикаторы фундаментального и технического анализа всегда указывают на наличие перекупленности активов слишком рано. «Бычьи» настроения постепенно переходят от простого сумасшествия к эйфорическому безумию. Я уже упоминал обложку журнала *BusinessWeek* как мощный противоположный индикатор. За первые шесть месяцев 2000 года, когда «пузырь» достигал своего пика, *BusinessWeek* опубликовал никак не менее пяти восторженных статей, посвященных технологическим акциям и новой экономике, иллюстрации к которым были вынесены на его обложку.

Мониторинг рыночной активности тоже не помогает. В конце 1990-х годов было несколько моментов, когда казалось, что мания, наконец, достигла своего максимума, и вот-вот последует взрыв. Я помню апрель 1999 года. Казалось, что общее сумасшествие достигло своего предела. Индекс акций интернет-компаний (IIX) взлетел на 340 % за восемь месяцев. Даже «медведи» пребывали в немом изумлении. Внезапно среди ясного неба грянул гром. К началу августа индекс IIX снизился на 30 %. Многие из устойчиво росших бумаг, таких как eBay, Amazon, Yahoo! и America Online, упали на 50 %. Критические уровни поддержки были сломлены. Казалось, что это было начало конца!

Ан нет. За следующие семь месяцев индекс IIX снова утроился. Акции eBay поднялись с 70 до 250 долл. Акции компаний с огромной рыночной капитализацией, такие как Cisco и Intel, удвоились в цене. В тот момент мы играли на понижение и в отчаянии теряли веру в то,

что это когда-либо закончится. Затем «пузырь» начал со свистом выпускать из себя воздух. В начале весны 2000 года интернет-акции рухнули. Индекс ИХ упал с 690 до 400 за два месяца. Это резкое снижение было воспринято как коррекция на перегретом рынке. Тем летом акции крупных технологических компаний легли в боковой дрейф, а индекс ИХ необъяснимым образом вернулся на уровень 560 пунктов. Вновь все поверили в будущее интернет- и технологических компаний. «Это пауза, которая придаст рынку новые силы», — высказался один продавец опционов в рыночном бюллетене.

В июле 2000 года *The High Tech Strategist* опубликовал таблицу, в соответствии с которой среднее отношение цены к доходу для 40 крупнейших акций, входящих в индекс Nasdaq, было равно 230. Затем в конце лета начался такой грохот, что затряслась вся экономика. В сентябре на рынке технологических акций началась настоящая резня, на которую было страшно смотреть. Акции Intel за пять недель упали на 45 %, потеряв 240 млрд долл. рыночной капитализации. В последующие два года на этом рынке наблюдались периодические подъемы, но «пузырь» был разорван, и мощное долгосрочное движение вниз шло в технологическом секторе рынка полным ходом.

Когда «пузырь», наконец, взрывается, на рыночную толпу спускается *прозрение*. Психологическая теория гласит, что в момент кризиса каждый отдельный рациональный индивидуум, находясь в толпе, начинает мыслить иррационально, что приводит к тяжелым последствиям. Классический пример — крик «Пожар!» в переполненном кинотеатре, вызывающий у каждого человека рациональное стремление мчаться к выходу, чтобы спасти себя. Однако все находящиеся в зале начинают делать это одновременно, создается паника, заканчивающаяся давкой. Во время финансовой паники каждый трейдер действует рационально, когда он продает свои акции, но при этом он не учитывает, что все остальные делают то же самое. Каждый участник этого события в рациональном стремлении спасти свой капитал способствует общему крушению.

Знаменитая длинная волна в экономике

В начале XXI века где-то в глубине души практически каждого инвестора сидит предчувствие большой беды. Каждый знаком с ре-

зультатами давних наблюдений, свидетельствующих, что каждый бум заканчивается банкротством, и все, кто хорошо знает историю, понимают, что после взрывов «пузырей» наступают долгие периоды агонии, сопровождающиеся мизерной доходностью и случайными острыми всплесками цен. «Медведей» пленяет идея надвигающегося Судного дня и апокалипсиса в виде биржевого краха. Они находят некоторые зловещие признаки этого: перегретость рынка производных ценных бумаг и недвижимости, уровень долга, терроризм — все это уподобляется ими раковой опухоли, непреклонно растущей в мировом организме.

В экономической истории всегда прослеживалось наличие длинных циклов. Однако только в конце 1920-х годов, когда было опубликовано эссе Николая Кондратьева «Длинные волны в экономической жизни» («Вопросы конъюнктуры», 1-е издание, 1925. — № 1), этот феномен был формально идентифицирован. Кондратьев описал повторение 50–60-летнего экономического цикла, управляемого отливом и приливом инноваций и капиталовложений, которые имели социальное значения. В своей работе, написанной в 1922 году, Кондратьев идентифицировал длинные волны, одна из которых началась приблизительно в 1790 году и продолжалась до 1843 года, вторая продолжалась с 1843 по 1896 годы, а третья должна была охватить период до 1950 года. Его диаграммы и документы, включавшие анализ экономик Великобритании, Соединенных Штатов и Франции, рассматривали цены на сырьевые товары, процентные ставки и размер заработной платы.

У Николая Кондратьева интересная биография. В 1920 году он разработал первый пятилетний план для российского сельского хозяйства, который был высоко расценен большевиками. Ревнивые конкуренты указывали на то, что теория длинных волн уважаемого ими экономиста по сельскому хозяйству утверждала, что спады в капиталистических экономиках не были следствием собственных этим системам дефектов и, кроме того, были названы автокоррекцией. Комиссары были неприятно удивлены. В 1924 году Кондратьев был подвергнут судебному преследованию за экономическую ересь, признан виновным и приговорен к ссылке в Сибирь, где он провел остаток жизни, работая в каменоломне. Полагают, что он умер в начале 1930-х годов. Как отмечено выше, в 1926 году его теории были

замечены, но официально подвергнуты критике другими советскими экономистами.

Научное наследство Кондратьева игнорировались вплоть до 1970-х годов, когда профессор Джей Форрестер из Массачусетского технологического института не был покорен этими исследованиями и не усовершенствовал их, применив для описания современного мира. Фактически Кондратьев идентифицировал, но не проанализировал это явление. Форрестер полагал, что волны можно было бы объяснить динамикой капиталовложений. Каждый цикл заканчивается чрезмерным накоплением капитального оборудования, увеличением степени использования заемных средств для спекуляций и длительным периодом, во время которого накопленные излишки уничтожаются вторичной депрессией, крахом экономического сектора, производящего капитальное оборудование, и длительным застоем. Этот застой обычно сопровождается характерной политикой протекционизма и образованием массивного долгового навеса. Накопление физического износа постепенно готовит почву для следующей стадии роста. В действительности, как писал Форрестер, основная депрессия перебалансирует экономику, ликвидирует долг и убирает накопленные излишки.

Проявление модели Кондратьева наблюдается в экономической хронологии Соединенных Штатов. Форрестер утверждал, что конец 1940-х годов был концом старой и началом новой длинной волны. Война во Вьетнаме и инфляция закончили первую стадию и первичную депрессию в 1974 году. Затем последовал застой, а за ним еще один взрывной рост, вторичная депрессия и длительный период застоя в 15 или более лет. Вероятно, из теории Кондратьева не следует, что эта длинная волна закончится ранее 2010 года, но вот вопрос, была ли рецессия 1990 года ожидаемой вторичной депрессией, или же мы прошли через нее в 2000–2001 годах? Другими словами, находимся ли мы сейчас близко к концу четырнадцатилетнего периода застоя? В любом случае волновые циклы Кондратьева в настоящее время не работают так же хорошо, как прежде.

Сегодня большинство экономистов высмеивает теорию длинных волн, уподобляя ее гаданию по ладони или астрологии. Они утверждают, что прогресс в экономической теории, повышение роли правительств в экономике и расширение международного сотрудничества,

имевшие место во второй половине прошлого века, постоянно смягчали крутизну экономического цикла. Технологические изменения происходят быстрее, чем их освоение. Вместо этого экономисты сейчас концентрируются на обычных трех-четырёхлетних инвентарных циклах. Некоторые фокусируются на 7–11-летних фиксированных инвестициях, или Джуглар-циклах. Какое-то время была популярна теория, выделяющая 20-летние периоды, или так называемый цикл Кузнеца. Сопоставив циклы, можно отметить, что один цикл Кондратьева приравнивается примерно к трем циклам Кузнеца, шести циклам Джуглара или к 12 инвентарным циклам. Я не люблю соглашаться с экономистами, но я чувствую, что теория Кондратьева обладает интригующей, но черной магией.

Проблема предрекателей конца света, вечных «медведей» и прочих мрачных личностей состоит в том, что их идеи приводят к потере денег. Конечно, иногда их прогнозы действительно сбываются. Но даже сломанные часы два раза в день показывают правильное время. Или, как изящно выразился Ницше: «Слишком долго глядя в пропасть, вы сами становитесь пропастью».

ИСТИННЫЙ ПОКЛОННИК ЗОЛОТА

Питер Палмедо смотрел в пропасть, и, таким образом, он выполнял пророчество Ницше. Питер — мой старый друг с незапамятных времен. Он живет в Солнечной долине и управляет хеджевым фондом, специализирующимся на инвестициях в золото.

Золото — это та лошадь, на которую я никогда не делал ставок в заездах к богатству. Я избегал инвестиций в золото по следующим распространенным причинам. Золото имеет отрицательный доход, потому что вам приходится платить за его сохранность, для него не существует никаких эффективных методов оценки, и его единственная ценность в том, что оно является дорогой страховкой от наступления апокалипсиса. Я признаю, что золото имеет свое очарование. Еще древние египтяне считали его кожей богов, и оно *пронесло* свою покупательную способность через тысячелетия. В Ветхом Завете упоминается, что в 600 году до н. э. на одну унцию золота можно было купить 350 батонов хлеба. Сегодня в Соединенных Штатах на одну унцию все так же можно купить такое же количество

хлеба. Однако этот часто цитируемый пример также показывает, что золото представляет собой бесплодные инвестиции; за прошедшие тысячелетия оно *не увеличило* покупательную способность своих владельцев. А ведь получение дополнительного дохода и есть та цель, ради которой мы затеваем инвестиционную игру. В прошлом веке акции росли в цене в 10 раз быстрее, чем золото.

Мы с Питером говорили на эту тему в течение многих лет, на протяжении которых каждый из нас достиг успеха в своей работе. Однажды в бытность моего пребывания в Morgan Stanley я написал о Питере небольшую статью. Я действительно думаю, что существует вероятность того, что профессионально управляемый, хеджированный портфель, состоящий непосредственно из этого благородного металла и «золотых» акций, мог бы приносить 10 % реального и, возможно, 12–13 % номинального дохода в год, но с высокой волатильностью. Вот эта история.

Я знаю множество инвесторов, которые глубоко, почти фанатично преданы инвестиционной философии. Они ее истинные поклонники. Самым чистым и наиболее стойким последовательным сторонником этой религии, которого я знаю, является Питер, ярый поклонник золота. По определению, истинный слуга своей веры должен, как изгнанник из стада, стойко переносить долгое одиночество в холоде и сумраке дикой инвестиционной местности, когда его или ее стратегия не работает, и мир считает его неизлечимым неудачником и сумасшедшим. Конечно, в конце 1990-х годов инвесторы прошли через несколько лет жестокой переоценки их способностей, поскольку, если вы не верили в технологические акции в конце 1990-х годов, вас сразу записывали в чокнутые ретрограды. Но никто кроме Питера из тех, кого я знаю, не перенес десятилетие мучений, продолжая при этом стоять на своем.

Питер по-настоящему интересный человек. Сейчас ему 50 лет, он выглядит очень молодо, имеет симпатичную внешность, стройную фигуру, мягкий голос, но он всегда отличался своенравностью. Если его тренер по баскетболу в начальной школе давал ему указание практиковаться в закрытых бросках, Питер, напротив, начинал усердно отрабатывать дальние броски. Авторитетно заявляя: «Я выбираю либо свой путь, либо хайвэй», — Питер инстинктивно выбирается на хайвэй. После специализации в экономике и теории опционов

он присоединился к группе производных активов Morgan Stanley в 1980 году и достиг там значительного успеха. Летом 1987 года, используя на практике разработанный им ряд математических моделей, он пришел к убеждению, что динамический дисбаланс, событие, вероятность которого равна трем стандартным отклонениям, неизбежно произойдет. Он убедил компанию и некоторых клиентов в необходимости купить большое количество безденежных опционов пут на индекс S&P 500, который, по его расчетам, был существенно занижен (кроме того, он купил их и на собственные деньги). А затем последовал биржевой обвал!

После этого Питер начал думать о том, что стрессы и командировки, без которых не обходится работа в Morgan Stanley, не для него, учитывая, что у него была жена и трое маленьких детей. Лыжник, альпинист и велосипедист, он вместе с семьей переехал в Солнечную долину, штат Айдахо, и начал поиски такого актива, которому он мог бы *посвятить* себя. *Посвящение* — подходящее слово. Это всегда было в стиле Питера — полностью сосредоточиться на одной вещи, изучить ее, построить модель и проанализировать ее эффективность. В результате он выбрал золото, потому что этот рынок был сложен, неправильно истолкован, открыт для исследований и подходил для использования его опционных стратегий. В 1990 году он основал компанию Sun Valley Gold.

За следующее десятилетие Питер стал, возможно, самым осведомленным «золотым» аналитиком в мире. Он полностью погрузился в изучение этого рынка, применяя к нему свою теорию для оценки опционов. Через какое-то время он сформировал исследовательскую группу, состоящую из четырех геологов и горных инженеров, которые занимались исследованиями золотодобывающих компаний и генерировали, таким образом, поток исходных данных для математических моделей оценки ресурсов и потока наличности. Кроме того, Питер использует динамическое моделирование, чтобы получить точные и непротиворечивые корпоративные оценки. Для непосредственной оценки золота как ресурса он разработал модели, которые пытаются предсказывать эффект малейших изменений в переменных кривых спроса и предложения. Золото — очень интересный товар для построения моделей, поскольку его наземные запасы огромны, а промышленная добыча ограничена. Специалисты по моделиро-

ванию говорят мне, что модели Питера очень точны и что Sun Valley Gold является лучшим исследователем в области горнодобывающей промышленности. Изучая специальную литературу, Питер обратил внимание на большую научную статью, написанную в 1988 году Лоренсом Саммерсом (бывшим министром финансов, а ныне президентом Гарварда) и Робертом Барски и имеющую название «Парадокс Гибсона и золотой стандарт». Саммерс и Барски утверждали, что относительная цена на золото связана (и является обратной величиной) с уровнем реальной доходности на рынках капитала, и что эта корреляция усилилась с тех пор, как цена на золото стала устанавливаться рыночным способом.

Золото — очень долгосрочный актив и, как подчеркивали Левари и Пайндик (1981 г.), он требователен к существующим запасам, в отличие от нового притока, который должен быть смоделирован. Готовность держать золотой запас зависит от ставки дохода, приходящейся на альтернативные активы, под которыми мы понимаем физический капитал и облигации.

«Оценка долгосрочных безграничных ресурсов»,
Ежеквартальный экономический журнал

Питер дал мне копию тезисов Саммерса-Барски, но для меня они оказались непроходимыми джунглями. Тогда он написал доступное для понимания краткое изложение. Там он указывает, что эта связь цены на золото с реальной доходностью рынков капитала и особенно фондового рынка оказалась потрясающе непротиворечивой с момента написания указанной выше научной работы. С 1988 года цена на золото имела коэффициент корреляции с S&P 500, равный минус 0,85, и коэффициент R^2 , равный 72 %. Поскольку с 1994 года рынки стали более сумасшедшими, отрицательная корреляция повысилась до 0,94, а R^2 — до 88 %. Другими словами, динамика фондового рынка на 88 % определяла еженедельные колебания цены золота за последние восемь лет. Долгосрочная корреляция с долгосрочными казначейскими обязательствами не столь высока, но все же очень существенна.

Питер объясняет это тем, что «эластичность положительно направленной функции инвестиционного спроса нарушается неэластичностью поставки». Я не понимал смысла этой фразы, пока Питер

мне ее не растолковал. В инвестиционной форме существует только 18 % золота, добытого во всем мире, что составляет немногим более 200 млрд долл. Объем мировых инвестиционных рынков капитала, по некоторым оценкам, составляет приблизительно 60 трлн долл. При сокращении доходности на рынках акций и облигаций монетарный и инвестиционный спрос на золото усиливается, и начинает проявляться критическая нехватка доступного для покупки металла. Эта проблема может быть решена только при намного более высоких ценах. Дело в том, что эта ситуация вызывается не инфляцией или дефляцией, которые являются основными драйверами изменения цен на золото, а доходностью других долгосрочных финансовых инструментов, особенно акций. Модель Питера, иллюстрирующая эту зависимость, представлена на рис. 19.1. Как видите, в периоды снижения доходности на фондовых рынках золото превосходит все остальные активы.

Рынки капитала		Золото
10%	↔	–8 %
8 %		–3 %
6 %		2 %
4 %		7 %
2 %		12 %
0 %		17 %
–2%		22 %

Источник: Sun Valley Gold LCC.

Рис. 19.1. Матрица ожидаемой реальной доходности

Питер утверждает, что долгосрочная равновесная или скорректированная на уровень инфляции цена золота в сегодняшнем масштабе составляет приблизительно 520 долл. за унцию, при этом текущая рыночная цена равна приблизительно 425 долл. Саммерс и Барски также говорят, что существует долгосрочная тенденция к достижению более высокой реальной и номинальной цены. Рост доходов

и численности населения превышает сдерживаемый рост физических запасов металла, который в течение столетий составлял всего лишь 1,75 %. Кроме того, в современном мире рост денежной массы значительно превышает экономический рост.

Однако золото не было хорошим инструментом для инвестиций в ревущих 1990-х годах. Цена на золото в тот период все еще ликвидировала излишки своего огромного «пузыря» конца 1970-х годов, поэтому его рыночные котировки находились в процессе не просто возвращения к средним значениям, но и драматично снижались ниже этого уровня. Эффективность самых глубоких и качественных исследований и самых точных математических моделей снижается до нуля на долгосрочном рынке с нисходящим трендом. Про Питера говорят, что «он был умным парнем, пока не сошел с ума и не превратился в “золотого” жука». Однако это мало его заботит, потому что он убежден в том, что достижение реальной доходности, выражаемой двузначными числами, проблематично с помощью финансовых инструментов. Он, как истинный сторонник своей веры, пока его дети становились взрослыми, покорял все горы в окрестностях Солнечной долины и терпеливо ждал своего звездного часа.

Питер воспринимает в качестве своего эталонного теста смесь из двух инструментов: золото в слитках и «золотые» акции в равных пропорциях, которые, впрочем, могут изменяться в диапазоне от 70 до 30 %. Правильное распределение средств между этими активами может добавить несколько сотен базисных пунктов в год к доходности инвестиций в золото. Волатильность «золотых» акций обычно вдвое превышает этот же показатель для неблагородных металлов из-за свойственного им операционного леввереджа. Отчет Sun Valley Gold — результат их работы по активному управлению инвестиционным портфелем на рынке золота — может добавить 500 пунктов сверхприбыли к доходности «золотых» акций. Это настраивает меня на оптимистичный лад, но рынок «золотых» акций очень неэффективен, а результаты и аналитические методы могут в значительной степени различаться.

Объем инвестиций в золото, которое рассматривается как противоположность базовым вложениям, зависит от того, в какую сторону, вверх или вниз, на ваш взгляд, направлен долгосрочный рыночный тренд. Если вы верите в идеи Питера и согласны с тем, что

реальная доходность мировых рынков капитала (другими словами, акций и облигаций) в течение следующей половины десятилетия будет на уровне 4 % в год, то реальная доходность, на которую нацелен Питер, управляя своим «золотым» портфелем, составляет 12–15 % (+7 % доходность самого металла, +1 % за счет распределения активов, +14 % — «золотые» акции, плюс 6–8 процентных пунктов сверх рыночной доходности). Это было бы потрясающе! Я не отвергаю его прогноз о 4 %-ном росте реальной доходности основных рынков, но я задаюсь вопросом, сможет ли Питер поддерживать планируемый уровень сверхдоходов, особенно учитывая, что теперь его фонд стал значительно больше.

Обладание небольшим количеством золота — замечательный способ для диверсификации инвестиций. Золото повышается, когда цены акций и облигаций понижаются. Поэтому, если бы я управлял гигантским пенсионным фондом с активами более 30 млрд долл. и с абсолютной стратегической доходностью в 5 млрд долл., моя управляемая позиция по золоту составляла бы 5–7 % от дохода в абсолютном выражении. Стремящийся к сокращению риска инвестор, возможно, захотел бы увеличить объем таких вложений до 10 %. Но я не рассматриваю золото как актив, подходящий для серьезных инвестиций.

ГЛАВА 20

Божественное провидение или инсайдерская информация?*

Рассказ, от которого в ваших жилах застынет кровь

Поэт Роберт Сервис давным-давно написал: «Люди, занимающиеся в полночь поиском золота, совершают странные поступки». И добавил: «Полярные тропы хранят истории, которые заставляют застывать в жилах кровь». Если вы достаточно давно занимаетесь инвестиционным бизнесом, вы почти наверняка становились участником некоторых таинственных, почти сверхъестественных событий, потому что фондовый рынок — капризное животное, суровый характер которого подобен морю или Арктике. Он может расточать свою любовь и заключать вас в объятия, но может и обойтись с вами и жестко, и жестоко, и садистски. Создание собственного стиля жизни на фондовом рынке — причудливый, опасный и все же соблазнительный процесс. Это несколько напоминает роль капитана корабля, идущего под парусами. Как капитан китобойного судна из Нантакета, вы блаженно скользите по дружественным океанским волнам и течениям в хорошие времена, когда вокруг плавают множество китов, а паруса надувает теплый и благоприятный ветер. Затем внезапно, без предупреждения, море меняется, и вы становитесь беспомощными, когда иррациональный шторм несет ваш корабль к отдаленному скалистому берегу. Мужчины и женщины, которые живут, уповая на милосердие прихотей моря и погоды, полны суеверий.

* Более ранняя и отличающаяся от представленной в главе 20 версия под названием «Инсайдерская информация» была напечатана в журнале *Institutional Investor Magazine* за июль 1971 года. — *Примеч. авт.*

Я не думаю, что кто-то верит в историю Джадсона Томаса. Она слишком невероятна и напоминает старые детские сказки о волшебной палочке, о которой каждый мечтает, но никто не думает, что описанное в сказке может действительно произойти в холодном, жестком и злобном Нью-Йорке, на той самой разнесчастной Уолл-стрит, где нет места любви и милосердию, где царят цифры и денежные знаки. Но иногда реальность бывает даже более необычной, чем фантастика.

Когда все это случилось, Джаду было лет пятьдесят. Из них мы были знакомы в течение 20 лет. Мы познакомились примерно за 10 или 12 лет до того, как я представил его Джиму Гантсоудесу, который в то время управлял институциональными продажами в Morgan Stanley. Джим принял Джада на работу, и я боюсь, что немалую роль в этом сыграла моя рекомендация. Джад никогда реально не соответствовал требованиям Morgan Stanley, по крайней мере с точки зрения бизнеса или установления партнерских отношений. Он мог заниматься черновой работой, например организацией деловых обедов или работой с аналитиками, но он не обладал харизмой настоящего продавца. Он усердно делал свои замечания на утренних оперативных совещаниях, но не был способен осилить первичное размещение акций. Он ничем не выделялся из толпы. После нескольких лет работы его уволили. Я всегда чувствовал себя немного виновным в этой истории, поскольку я ввел Гантсоудеса в заблуждение, но еще больше потому, что таким образом я способствовал тому, что Джад потерял веру в свои силы.

Так или иначе, после увольнения из Morgan Stanley Джад некоторое время прохлаждался на пляже, но затем он, наконец, нашел себе место в Hudson&Company — второразрядной исследовательской и торговой фирме, в которой работали несколько аналитиков. Ему платили строго по результатам работы, и я знаю, что ему приходилось серьезно потрудиться над заключением каждой сделки. Мне кажется, что даже в периоды раздувания на рынке фондовых «пузырей» он никогда не получал заработка больше 125 тыс. долл., и он рассказывал мне, что иногда мучался бессонницей, переживая по поводу результатов своей торговли.

Я не сказал бы, что мы были действительно дружны с Джадом, мы никогда не делились подробностями личной жизни или чем-

то в этом роде, — но между нами установилась та специфическая близость двух парней, которые занимаются одним и тем же бизнесом и которые на протяжении многих лет вместе убивали время, в нашем случае в ожидании поезда на платформе станции Порт-Честер. Он был, что называется, хорошим парнем, но от наших с ним бесед я никогда не получал оригинальных идей или проницательного понимания. Он знал бесконечно больше о бейсболе, чем о фондовом рынке. Я помню, как он каждое утро брел по своему обыкновению по рябому цементу платформы — крупный, раскормленный мужчина средних лет, слегка взъерошенный и в грязных туфлях. Его лицо обладало благородными чертами, но глаза давным-давно опустели.

По утрам Джад двигался неуверенно, как человек с похмельной головной болью, что было неудивительно, учитывая его страсть к ежедневному употреблению мартини. «Я чувствую себя совершенно измотанным, — говорил он. — Проклятый бизнес». Занятие институциональными продажами предъявляет специфические требования к психике и душевному состоянию. Джад выпивал не менее одного мартини за ланчем, два в ожидании поезда по пути домой и еще как минимум два — дома со своей «старой леди» (так он называл свою жену), чтобы «притупить головную боль».

Мы никогда не говорили с ним о том, что является причиной головной боли, которую он все пытался успокоить, но я почти уверен, что ее причина — постоянное напряжение и переживания, а также недостаток того, что психологи называют удовлетворением от работы. Джад занимался институциональными продажами в течение долгого времени. Работая на Hudson, он обслуживал 30 крупных нью-йоркских и бостонских институциональных счетов и, разговаривая с клиентами, любил вставлять в свою речь умные слова, произнося их так *неискреннее*, что было очевидно: он не знает, что они на самом деле означают. На его глазах портфельные управляющие приходили и уходили, но поскольку он становился старше, ему казалось, что новые сотрудники становятся все моложе, и как-то раз он поделился со мной тем, что ему все труднее устанавливать контакт с молодежью.

Сейчас институциональными продажами занимаются молодые люди. Улыбка и сияющая обувь не имеют никакого значения. Действительно хороший продавец — друг портфельного управляющего,

доверенное лицо и генератор идей. Пятидесятилетнему мужчине трудно конкурировать с тридцатилетними восходящими звездами из Fidelity или Moore Capital. Трейдеры крупных инвестиционных компаний предпочитают проводить время за выпивкой или игрой в мяч со своими ровесниками. Что же касается серьезных парней из хеджевых фондов, у них вообще не было времени на общение с Джадом. Он знал по именам всех, кто имеет вес в этом бизнесе, — Кингдон, Куперман, Дракенмиллер, — но они лишь презрительно игнорировали его.

В большинстве случаев для Джада было удачей, если ему удалось поговорить хотя бы с обладавшими приятными голосами секретарями или с кем-нибудь из младших трейдеров. Сами управляющие фондами были недоступны и высокомерны, если их дела шли хорошо, либо занимались нытьем и пребывали в дурном настроении, когда вступали в полосу неудач. Но худшим из них Джад всегда считал Дика Райнландера из Pinnacle Partners. В конце 1990-х годов фонд Pinnacle Partners показывал хорошие результаты, а в 2001 и 2002 годах, придерживаясь в основном «коротких» позиций, фонд обеспечивал 20 %-ную доходность и в итоге собрал под своим управлением 4 млрд долл. Однако поговаривали, что заслуга Райнландера в этом успехе не велика, поскольку в те годы «медвежьего» рынка любой, кто имел мужество продавать в «шорт» акции технологических компаний быстро и без разбора, мог выглядеть инвестиционным гуру. Затем погода изменилась, и Pinnacle Partners пришлось бороться из последних сил. Некоторые ехидно сравнивали Райнландера с дрессированной собачкой, которая умеет показывать всего один трюк.

Так или иначе, в большинстве случаев, когда Джад звонил в Pinnacle Partners, его звонок перенаправлялся в голосовую почту. Время от времени, если секретарь помнил о подаренных ему на Рождество конфетах и в том случае, если большой босс пребывал в благостном расположении духа и не находил для себя занятия поинтереснее, Джад получал шанс донести до него свежие рекламные предложения от Hudson. Райнландер в таких случаях реагировал на речь Джада молчанием. Он не говорил абсолютно ничего кроме «спасибо», когда тот заканчивал свое выступление. Большинство портфельных управляющих начинали давать непрошенные советы или хотя бы поддаки-

вали, даже если их совершенно не интересовало предложение Джада. Но не Райнландер. Он вообще не издавал ни звука; это походило на разговор с самим собой в пустой комнате. Покидая его кабинет, Джад чувствовал себя глупо и униженно, но он должен был делать эту работу, поскольку находился в зависимости от Pinnacle Partners.

И, конечно, ему не могло нравиться отношение работающих в фондах энергичных молодых аналитиков, к которым он иногда обращался со своими предложениями о продажах. Они реагировали на него так, как будто заранее знали все, что он собирается им сказать. Они задавали ему тупые вопросы из курса школы бизнеса о фундаментальной оценке компаний, акции которых им предлагались, о свободных денежных потоках и прочих вещах, о которых Джад ничего не знал, и, таким образом, они разрывали его предложение в клочья. Я почти уверен, что после последнего бокала мартини в пятницу вечером перед вопящим телевизором, когда сознание Джада начинало завораживать белым туманом, он жаловался себе и «старой леди» (если она когда-либо интересовалась его мнением), что управляющие активами и их аналитики выслушивают его предложения не из-за ценности принесенной им информации, а лишь вследствие навязчивого опасения упустить что-нибудь действительно важное.

Они считали его серым неудачником, никогда не знавшим вкуса побед, и он не осуждал их за это. Он почти всегда вставал на рынке не на ту сторону, и его инвестиционные идеи имели странное свойство умирать, едва появившись на свет. Его рекомендации покупать всегда разочаровывали своих последователей, поскольку рекомендуемые им компании немедленно оказывались втянуты в рискованные сделки, им предъявлялись иски антимонопольного комитета, они вдруг показывали плохой доход, либо их топ-менеджер падал замертво от сердечного приступа. Если он советовал продавать акции какой-либо компании, она тут же внезапно выигрывала крупный тендер, или спекулянты начинали раскручивать их цену. Все, что он покупал, падало, все, что он продавал, немедленно поднималось.

Тайна Wall Street Journal Джада

Каждое утро, когда Джад покупал себе экземпляр *Wall Street Journal* в набитом жителями пригородного района здании Порт-

Честерского вокзала у говорливого слепого старика, который уже в течение многих лет продавал там газеты и кофе, он не испытывал чувство энтузиазма или предвкушения. Некоторые люди имеют обыкновение буквально пожирать *Journal*; они полны надежд найти там какие-либо новости или сообщения, которые дадут им выгодное инвестиционное решение или идею, но для Джада вялое перечисливание страниц этой газеты было скорее ежедневным ритуалом, который он выполнял как некую профессиональную повинность без особого энтузиазма. Однажды он удивил меня несвойственной ему оригинальностью мысли, сказав: «Попытка узнать, что происходит в мире, читая газеты, похожа на попытку определить точное время по подержанным часам».

Все, что я написал выше в этой главе, было лишь вступительной частью к таинственной истории Джада и *Wall Street Journal*, которая действительно начинается только сейчас и основана на том, что рассказал мне сам Джад, лежа в больничной палате под кислородным аппаратом. Так или иначе, тем февральским утром Джад как обычно ехал на работу в поезде, таком же потрепанном, как и он сам, и лениво просматривал *Journal*. Более тщательно он изучал только титульный лист, список самых активно торгуемых акций и информацию, относящуюся к тем нескольким бумагам, которые он имел. Затем он без всякой охоты пытался прочитать несколько аналитических отчетов Hudson, но вскоре его глаза слиплись, и он просто дремал оставшуюся до Нью-Йорка часть пути. Обычно он оставлял свою газету в поезде, но тем особенным утром он был рассеян более обычного и, выйдя из поезда и обнаружив, что все еще несет газету с собой, он выбросил ее в урну на платформе Центрального вокзала.

Поднимаясь в лифте к своему офису, он рассеянно слушал разговор двух хорошо одетых молодых брокеров, которые обсуждали рыночные события предыдущего дня.

— Наверняка продавцом того пакета из десяти миллионов акций GE был фонд Fidelity.

— Да уж. Вряд ли кто-то еще, у кого есть столько акций, мог устроить такую распродажу. Акции GE были лидерами по объему торгов и упали на три пункта.

В памяти Джада всплыла страница из сегодняшней газеты. Что-то заставило его память работать интенсивнее. Это было странно,

но он отчетливо помнил, что в том списке наиболее активно торгуемых акций, который он видел в *Journal* этим утром, на первом месте стояли акции Intel, которые поднялись на 4 пункта до 80 долл. Доход компании за III квартал был удивительно хорош. Акции GE были в этом списке шестыми, и их цена составляла 1,45 долл. Что-то было не так. Он решил разобраться в этом несоответствии, добравшись до офиса.

Однако все утро ему пришлось заниматься привычными мелочами, типа разговоров по телефону, организации утренних совещаний и обедов с клиентами. Около полудня он находился в торговом зале, когда от одного из его клиентов поступил заказ на покупку 100 тыс. акций Intel. В этот момент акции торговались приблизительно по 76 долл., и его трейдер уже купил 50 тыс. акций, когда в ленте новостей появилась информация о доходе Intel за III квартал. Поскольку Джад уже видел эту информацию в газете, он не стал беспокоиться и звонить Джеку — представителю клиента, сделавшего заказ на покупку.

Внезапно цена акций Intel начала резко подниматься. Прошли сделки в 20 тыс. лотов по 76,7 долл., 10 тыс. по 77, а затем 200 тыс. по 79. В этот момент позвонил Джек.

— Вы купили оставшиеся 50 000? — спросил он.

— Нет, Джек. За последние несколько минут акции Intel дошли до 79 долл., а Вы хотели купить их приблизительно по 76.

— Проклятие, Джад, это было до того, как они опубликовали отчет о том, что их прибыль увеличилась на 25 %. Вы видели их отчет? Почему вы не позвонили мне?

— Я видел отчет о прибыли в новостной ленте, Джек. Но я не стал ничего менять, потому что эти данные еще утром были опубликованы в *Journal*.

— Вы с ума сошли. Не было там этих данных. Они только что вышли. Вы думаете, почему их акции так поднялись за последние 10 минут?

— Я уверен, что я видел их в своем *Journal* этим утром.

— Делайте свою работу! Вы сорвали мне сделки и теперь несете полный бред. Замечательная работа! Вы постоянно расписываете мне, как хорошо вы выполняете заказы, а когда я, наконец, поручаю вам это дело, вы меня подставляете. Отмените оставшиеся 50 тыс.

Пребывая в полной растерянности, вспотевший Джад чувствовал на себе сочувственные взгляды трейдеров. Он схватил с ближайшего стола свежий экземпляр *Journal* и уткнулся в сообщения о корпоративных отчетах. Там не было никаких данных по Intel. Он открыл список самых активных акций. Снова никаких упоминаний об Intel. Как и говорил парень в лифте, здесь на первом месте стояли акции GE. Он проверил еще один экземпляр газеты, а затем спросил своего друга Фреда Заха, видел ли он отчет о прибылях Intel в утреннем выпуске.

— Нет, Джад, — ответил Зах. — Эти данные появились только днем, и они были намного лучше ожидаемых. Ты видел, что произошло с их акциями!

— Да уж, видел, — пробормотал Джад.

К этому времени рынок закрылся, и в новостях появился список самых активных акций прошедших торгов. Уставившись в экран, Джад испытал ощущение deja vu. Он уже видел этот список. Акции Intel были в нем на первом месте, поднявшись на 4 долл. до отметки 80. Джад был ошеломлен. На него вновь навалилась тупая головная боль. Проклятье! Ему следует поменьше пить мартини и читать газету более внимательно. Джек был взбешен невыполнением заказа и, видимо, получил нагоняй от своего начальства. Не так-то просто найти заказ на 100 тыс. акций. Но уже вечером, приняв перед поездом несколько порций мартини, Джад забыл о дневных неприятностях.

Джада пробирает холодная дрожь

Следующим утром он чуть не опоздал на поезд и едва успел купить *Journal* в газетном киоске на станции. Экспресс состоял всего из двух вагонов, и по пути его сильно трясло. Но еще большую дрожь Джад ощутил раскрыв газету на странице, содержащей список самых активных акций прошедшего дня. Акции Intel в нем не было! В лидерах были бумаги компании Amgen, которые поднялись на 6 долл. до уровня 45. На втором месте по объему торгов стояли акции Texas Instruments, снизившиеся на 4,2 до 31,45 долл.

В то утро, когда Джад поведал мне эту историю в своей больной палате, он рассказал, что его руки тряслись, когда он стал читать комментарии аналитиков. «Акции Amgen подорожали на 6 долл. в связи с одобрением федеральной комиссией разработан-

ного этой компанией нового медицинского препарата, в то время как Texas Instruments упали более чем на 4 долл. после провальной презентации на конференции Goldman Sachs.

Тем временем поезд подошел к Центральному вокзалу, и толпа вынесла судорожно прижимавшего газету к своей груди Джада на платформу. Вырвавшись из толпы прибывших в город окрестных жителей, он резко открыл *Journal* и нашел страницу с котировками акций. Intel: открытие 82,25; максимальная цена 83; минимальная цена 78; закрытие 78, изменение за день минус 2 долл. Действуя инстинктивно, он почти в отчаянии бросил газету в тот же самый мусорный контейнер, что и днем ранее.

Добравшись до офиса, он все еще ощущал на себе липкий, похожий на лихорадочный пот, во рту у него пересохло. На входе он хотел было купить другой *Journal*, но испугался; что-то подсказывало ему, что этого делать не следует. Все происходящее выглядело настолько таинственным, что он ужасно боялся разрушить волшебство своим вмешательством.

— Могу я посмотреть твой *Journal*, Фред, — обратился он к Заху. — Я оставил свою газету в поезде.

И, конечно, он увидел там то, на что наполовину надеялся и чего наполовину боялся. В этом экземпляре Intel занимал первое место в списке самых активных акций, а какое-либо упоминание об Amgen или о падении акций Texas Instruments отсутствовало. Джад вернул газету. Он чувствовал себя ошеломленным, но одновременно он ощущал, как будто где-то в глубинах его сознания начал настойчиво звонить сотовый телефон.

Было девять часов утра, и Джад должен был приступить к ритуалу обзвона потенциальных клиентов. Обычно он ненавидел эту «черную» работу. Главным образом он оставлял сообщения в голосовых почтовых ящиках портфельных управляющих, которые, он был уверен, будут безапелляционно стерты после прослушивания первых же фраз; выйти на управляющих напрямую удавалось очень редко. Этим волшебным утром ему совершенно случайно удалось дозвониться до самого всемогущего Райнландера.

— Ну, что вы там придумали? — спросил он.

— Amgen объявил сегодня о выпуске нового лекарственного препарата. Это не бог весть какое открытие, но оно должно поднять

акции компании на четыре или пять пунктов. Еще я слышал, что компания Texas Instruments не сможет представить на конференции Goldman ничего хорошего. Вам следует продать их акции сегодня же утром.

— Откуда вы это узнали?

— Ну, я... Я кое-что услышал от одного консультанта... И, проанализировав полученную информацию, сделал вывод...

— Не тратьте впустую мое время с этим ничего не значащим дерьмом, — коротко ответил Райнландер и бросил трубку.

Джад почувствовал, что его лицо напряженно окаменело, как это происходило всегда, когда кто-то обращался с ним так, как будто он был болтливым дураком. Внезапно им овладело ощущение обладания реальным знанием. «Ничего не значащим? Ха! Райнландер скоро узнает, кто из нас занимается пустой болтовней».

Рынок уже открылся, и Джад наблюдал за новостями CNBC на своем экране. Акции Intel открылись на отметке 82 доллара. В эмоциональном порыве он схватил трубку и позвонил Джеку, заказ которого он не выполнил за день до этого.

— Алло, Джек, я ужасно сожалею об этих вчерашних 50 тыс. акций Intel.

— Надеюсь, что это так. Мне из-за вас устроили хороший разнос. Акция торгуется уже по 82, то есть поднялась еще на 2 доллара.

— Да, — подтвердил Джад, — они идут по 82,55 и даже по 83.

— А я должен купить еще 50 тыс. акций не выше 80 долл.

— Послушайте, — сказал Джад, — отдайте мне заказ на эти 50 тыс. и я гарантирую вам, что сегодня же куплю их для вас ниже 80 долл.

— О чем вы говорите, Джад? Какие могут быть гарантии? Похоже, вы действительно сошли с ума.

— Я куплю вам 50 тыс. акций ниже 80, в противном случае моя компания компенсирует вам потери.

— К чему эта бравада, приятель? Вы, должно быть, уже выпили сегодня. График этих акций встал на дыбы. Они уже никогда не будут стоить 80 долл.

— Я сумею взять их по 78,5.

— Ну, хорошо, хорошо. Вы получаете заказ на лимитированную покупку по 80 долл. без каких-либо компенсаций. Если кто-нибудь в Hudson услышит, какие гарантии вы раздаете, вы будете до конца

дней своих загорать на пляже, на который никогда не заглядывает солнце.

Акции Intel активно торговались в диапазоне между 81 и 83 долл. примерно до 15:00, когда на рынке появился крупный продавец. Джад выставил заявку на покупку 25 тыс. акций по 78,26 долл., и она была выполнена в 15:30. В последние полчаса торгов рынок провалился и Джад купил последние 25 тыс. акций по 77,76 долл. за несколько минут до закрытия.

— Скажите, Джад, что это был за фокус? — спросил трейдер клиента, когда Джад позвонил ему после закрытия торгов.

— Все просто, никогда нельзя бросаться вслед за чрезмерным движением активных акций, особенно после резкого скачка, — ответил Джад, изумляясь тому, как легко из него вышли эти слова. — У меня всегда было хорошее чутье на «горячие» акции.

— Да, ну, в общем, я полагаю, что вы знаете, что делаете. Я доложу об этом мистеру Ли. Он не забывает такие вещи.

«Ты получил дар предвидения, парень»

Следующим утром его *Wall Street Journal* снова содержал описание событий предстоящего дня. Мучаясь суевериями и боясь спугнуть свою удачу любым отступлением от сложившегося ритуала, Джад просмотрел только список самых активных акций и столбец комментариев. Единственным заметным изменениям подверглась только цена акций компании Motorola, поднявшись на 5 долл. до 85. Затем, ведомый каким-то первобытным инстинктом, Джад вновь захоронил газету в глубинах все той же самой урны.

Когда он позвонил в Pinnacle этим утром, секретарь ответил, что с ним хочет поговорить мистер Райнландер. «Этот высокомерный ублюдок хочет *говорить*, но не *разговаривать* со мной. Как обычно. Но если моя газета не будет давать сбоев, я сам буду решать, с кем мне разговаривать», — думал Джад.

— Знаете, Джад, — начал Райнландер, напирая на свой гарвардский акцент, — похоже, вы оказались правы на счет новостей об Amgen и презентации Texas Instruments. Это был хороший материал.

— Достаточно было подробно изучить отчеты об исследованиях Amgen, чтобы понять, что они близки к цели, а производственные

данные Texas Instruments за последний месяц ухудшились, — Джад слышал свои слова как бы со стороны и улавливал в них незнакомую бойкость.

— Хорошо, я думаю, что вы правы, — ответил Райнландер. — Хотя мои парни до этого не додумались. Как вы считаете, у Amgen есть шанс подняться еще выше?

— Прямо сейчас нет. Но я поговорю со своим консультантом в начале следующей недели и сообщу вам, если узнаю, что что-нибудь намечается.

— Да, конечно, — сказал Райнландер. — Сделайте это. Какие бумаги нравятся вам сейчас?

— Ну, я думаю, что компанию Motorola сегодня ожидает подъем на новостях о новой линейке 3G-аппаратов. Я предполагаю, что они собираются объявить о выпуске новой, более дешевой модели телефона со встроенной камерой. Но я вижу в этом лишь краткосрочный эффект. У меня нет на этот счет долгосрочных идей.

— Да. Если они действительно выпустят на рынок новый телефон с камерой, их акции повысятся. Рынок будет положительно удивлен. Эти акции были мертвы довольно долгое время. Почему бы вам не купить для меня сто тысяч этих бумаг?

Джад помнил, что акции Motorola поднялись более чем на пять пунктов после объявления о выпуске новой модели, но по небрежности он не заметил время публикации этого объявления. В результате тем утром он, побоявшись упустить момент для покупки, выставил заявку на покупку всех 100 тыс. акций прямо в момент открытия рынка, которая и была выполнена немедленно по цене 79,8 доллара. К 11:00 на слабом рынке акции Motorola снизились на 2,2 доллара, подойдя к уровню 77,8.

— Ожидается подъем, говорите?! — рычал Райнландер. — Вы хоть раз в жизни выполняли заказ на 100 тыс. акций?

В предстоящий рост было действительно трудно поверить. Но сразу после обеда сообщение от Motorola просочилось в печать. Ее акции оживились и зафиксировались на уровне 80 долл. Затем парни из CNBC взяли интервью у аналитиков и сделали истеричные комментарии, после чего акции поднялись до 82,5 долл. Затем торги были приостановлены, и, как раз перед окончанием, акции Motorola вновь начали торговаться уже на уровне 85 долл.

Райнландер снова позвонил после завершения торгов.

— Эй, Джад, вы просто красавчик. Вы совершенно точно просчитали эти акции Motorola. Что мне делать завтра с этими бумагами, держать или избавляться?

— Позвольте мне переспать с этим вопросом. Я сообщу вам утром.

— Хорошо, доктор, хорошо. Как скажете. Похоже, ты получил дар предвидения, парень!

Но следующим утром, когда Джад тщательно и неукоснительно следуя ритуалу, купил газету, дождался поезда и раскрыл страницу со списком самых активных акций, он увидел совершенно обычные данные, полностью соответствующие итогам вчерашних торгов. Странно, но это открытие, хотя и повергло Джада в шок, но не стало для него ударом, он даже испытал нечто похожее на облегчение.

Джад не был ни слишком впечатлительным, ни самосозерцательным человеком, особенно в трезвом состоянии, и то, что произошло с ним, было настолько необычно и началось настолько неожиданно, что он не был особенно склонен анализировать это явление или волноваться о его временном исчезновении. Непонятно почему, он был фатально уверен в том, что его «особенный» *Journal* (так он для себя его теперь называл) обязательно появится снова, и все, что для этого требуется, это твердо придерживаться заведенного порядка. Так или иначе, тем утром Джад, не испытывая особого расстройства, прочел газету особенно внимательно, и когда позвонил Райнландер, спокойно сказал ему, что, по его мнению, акции Motorola имеют шансы еще немного подрасти. Как оказалось впоследствии, за несколько следующих дней эти бумаги действительно поднялись еще на несколько пунктов.

Вот так это все началось. Время шло, Джад получал свой «особенный» *Journal* примерно один раз в неделю, но без какой-либо четкой последовательности. Он не мог обнаружить никакой системы. В газетном киоске лежала стопка *Journal*, и каждый покупатель получал из этой стопки экземпляр, лежащий сверху. Однажды слепой продавец газет из киоска Порт-Честерской станции проболел в течение 10 дней, потом в конце августа он брал двухнедельный отпуск, и в это время Джад не получил ни одного «особенного»

экземпляра. Когда же чудо все-таки происходило, в газете каждый раз были указаны цены следующего дня, и тогда Джад со священным трепетом четко выполнял ритуал, никогда не читая ничего, кроме списка самых активных акций и столбца с рыночными комментариями. Он считал, что выход за эти границы будет злоупотреблением и, возможно, подвергнет опасности самое существование «особенного» экземпляра. Он никогда и никому не рассказывал о тайне своего новооткрытого успеха. Он не мог объяснить почему, просто инстинктивно чувствовал, что делать этого не следует.

Несмотря на свои дурные предчувствия, Джад был весьма умен и изобретателен, стараясь извлечь максимальную пользу из открывшихся ему возможностей. Он был достаточно осторожен и держал рот на замке в те дни, когда пророчества отсутствовали. Иногда в «особенном» экземпляре говорилось о критической рыночной силе или слабости, и тогда Джад озвучивал эти инвестиционные идеи, чтобы создать себе репутацию человека, изумительно чувствующего краткосрочные рыночные тенденции. Инвестиционные и хеджевые фонды обрушивают на читателей массу комментариев и прогнозов, но последующие рыночные события позволяют очень эффективно идентифицировать те аналитические материалы и их авторов, чьи прогнозы оказывались близки к истине. По истечении шести месяцев о Джаде заговорили, как о хорошем знатоке рынка, а через несколько лет, он был уже известен как один из великих трейдеров, и его имя стало брендом.

Управляющие портфелем ловили каждое его слово и делали это не напрасно, поскольку утренняя беседа с Джадом в тот день, когда он получал свой «особенный» экземпляр *Journal*, могла дать им возможность заключить поистине драгоценную сделку. Беседы за обедом были уже не столь полезны, и, конечно, в четыре из пяти торговых дней Джад не мог сообщить своим внимательным слушателям ничего потрясающего. Однако управляющие были столь загипнотизированы, столь заинтригованы самой идеей пообедать с великим Джадом и возможностью сказать потом, что они впитали его мысли, что большинство из них никогда и не замечало, что в процессе этого общения они так и не получили никакой ценной информации. Канал CNBC непрерывно приглашал его принять участие в своих программах, но он никогда не соглашался, делая вид, что это его не

интересует. На самом деле он опасался, что проявление гордыни может привести к исчезновению чуда.

Джад старался заполнять обычные дни своим ирландским обаянием и ничего не значащей уолл-стритовской болтовней. Он убедился, что не наносит окружающим никакого ущерба, когда, не имея достоверных данных, не дает никаких прогнозов. Время от времени кто-нибудь бывал достаточно бестактен и позволял себе в шуточной форме выразить удивление и поинтересоваться, откуда он черпает свою инсайдерскую информацию, и для таких личностей Джад окутывал каждую свою подсказку маскировочной пеленой из области фундаментального анализа. Например, утром того дня, когда акции горнодобывающей компании должны были подняться на четыре пункта, он выдавал фразу типа: «Мой анализ состояния китайской экономики заставляет меня полагать, что цены на железную руду ожидает значительный рост». Он тщательно избегал предсказывать события, носящие форс-мажорный характер, такие как смерть президентов компаний, и, кроме того, он редко озвучивал имеющуюся у него инсайдерскую информацию о предстоящих слияниях компаний или появлении судебных исков.

Через год Джад поднялся к вершинам славы. Он стал звездой и обеспечивал своей компании Hudson огромный приток клиентов и денег. Один крупный хеджевый фонд предложил сделать Hudson своим главным брокером, если заниматься обслуживанием их счета будет Джад, а Сонни Линсикум предложил ему плату за консультации. Партнеры Hudson не знали, как быть. В течение многих лет Джад был обычной посредственностью, но теперь он взлетел на гребень волны. Если он действительно настолько хорош, они должны были сделать ему предложение стать партнером компании. Вместо этого они предложили ему пост исполнительного директора, но Джад отказался, заявив, что хотел бы получать процент от произведенной им прибыли. В итоге в 2003 году он получил в качестве зарплаты 4 млн долл.

Неудивительно, что в образе жизни Джада тоже произошли изменения. Он стал более тщательно относиться к своему гардеробу, но проявлял пижонский вкус, предпочитая зауженные костюмы от Хьюго Босс и причудливые рубашки от Пинка, следуя таким образом моде молодого поколения инвестиционных управляющих.

Его прическа стала более длинной, и он стал меньше пить. Он купил очень дорогой сезонный билет на игры любимой бейсбольной команды. Он никогда больше не называл свою жену «старой леди» и даже стал поговаривать о намерении собрать коллекцию произведений искусства. Конечно, он все еще ездил на работу на поезде от Порт-Честерской станции, хотя домой он теперь все чаще возвращался на такси.

Как рассказал мне Джад, когда я навестил его в больнице и узнал эту историю, ирония заключалась в том, что он никогда не использовал получаемую информацию для вложения собственных денег. Он был настолько озабочен управлением активами своих клиентов, что не задумывался о торговле ради собственной выгоды. Но даже когда он все-таки вспоминал о собственных инвестициях, его волновал долгосрочный прирост капитала, и в этом отношении имеющаяся у него информация не могла принести значительной выгоды.

Приблизительно в это время началось мое участие в этой истории. Мы продолжали встречаться с Джадом по утрам на станции Порт-Честер, и я был в курсе его феноменальных инвестиционных успехов. Хотя мы с Джадом не были наперсниками, думаю, что я был для него, так же как и он для меня, старым добрым приятелем по бизнесу. И, конечно, ни я, ни кто-либо другой не имели ни малейшего понятия о том, из какого источника Джад черпает свои знания. Мой хеджевый фонд тоже пользовался услугами Джада, но наш счет был не настолько велик, чтобы мы могли считаться привилегированным клиентом, и я не припомню случая, чтобы Джад давал мне какие-либо подсказки в те моменты, когда мы вместе выходили из поезда. Я должен сказать, что никогда не замечал ничего необычного в его поведении при чтении им утренней газеты.

В том июне моя пожилая тетушка находилась на лечении в Нью-Йоркском центральном госпитале со сломанным бедром. Поскольку мы с ней всегда были близки, я посещал ее там один или два раза в неделю. Однажды утром в середине июня я услышал в поезде разговор о том, что днем ранее прямо в вагоне с Джадом случился сердечный приступ, и он был снят с поезда на 125-й улице и доставлен на «скорой» в Нью-Йоркский центральный госпиталь. В тот день после посещения своей тетушки я заглянул в палату Джада. Он лежал там под кислородным тентом под надзором частной медсестры довольно

сурового вида. Я пробыл в палате всего несколько минут и успел пробормотать лишь несколько обычных в таких случаях банальностей, прежде чем меня выпроводили за дверь.

Два дня спустя его доктор позвонил мне в офис. Оказалось, что Джад настойчиво просит, чтобы я как можно быстрее снова навестил его в больнице. «Сейчас я перевел его из реанимационной палаты, — сказал доктор, — но я пока еще не допускаю к нему посетителей и сделаю исключение только для вас. Дело в том, что он очень настаивает на вашем визите. Ему очень нужно поговорить с вами. Хочу вас предупредить, что его состояние все еще остается чрезвычайно критическим. В поезде с ним случился удар, вызвавший обширный сердечный приступ, который может повториться в любой момент. Его сердце фактически остановилось примерно на минуту, и, возможно, недостаток кислорода в этот период привел к некоторым повреждениям головного мозга».

В тот день я нашел Джада полулежащим на подушках в больничной койке. Он выглядел бледным и измученным, но был настроен боевому. Он явно шел на поправку.

— Доктор рассказал вам о моем состоянии? Он полагает, что я буду жить, и по причинам, о которых я расскажу позже, я *уверен*, что буду жить, но я уже не смогу вести свои дела, как прежде. Я просто не смогу использовать на практике те *возможности*, которые у меня имеются, — он сделал паузу.

— Сейчас я вам кое-что расскажу, — продолжил он, — и вы поймете, что я имею то, что вы могли бы назвать *действительно уникальным* шансом, и я собираюсь предложить вашей компании свои услуги. Я смогу указывать вам акции, которые существенно изменятся в цене в тот же день, и вы сможете с выгодой использовать эту информацию. Фактически все, что мне для этого нужно, это доезжать по утрам на поезде до Центрального вокзала, после чего передавать вам всю необходимую информацию. Все нюансы моего сотрудничества с вашей компанией мы можем оговорить позже.

В тот момент я решил, что его мозг был серьезно поврежден, но затем он рассказал мне историю, которую я изложил выше. Должен сказать, что, слушая его и глядя ему в лицо, я невольно верил в этот невероятный рассказ. Это звучало слишком фантастически, чтобы *не* быть правдой. И не забудьте, что я в течение довольно долгого

времени воочию наблюдал, как постепенно спивающийся продавец-неудачник удивительным образом превращается в необыкновенно успешного краткосрочного трейдера.

— Как вы понимаете, — говорил Джад, — мы с вами можем хорошенько заработать на этом. Я буду получать все тот же эксклюзивный материал, но отдавать его только вам, и никто не будет знать о рынке больше вас. Я думаю, что мы сможем увеличить вашу годовую доходность не менее чем на 10 %. Это приведет к росту активов вашего фонда, но и тогда наша стратегия не перестанет работать, потому что я ни разу не заметил, чтобы размер открываемых в соответствии с этими предсказаниями позиций каким-то образом повлиял на их достоверность. Что касается юридической законности таких сделок, то я думаю, что Элиот Шпитцер и Комиссия по ценным бумагам и биржам только посмеялись бы, узнав источник вашей инсайдерской информации. А теперь позвольте мне рассказать вам о том, что случилось в прошлый вторник.

Как оказалось, в предыдущий вторник экземпляр *Journal* вновь оказался особенным, но не таким, как прежде. На этот раз газета описывала события не предстоящего дня, а заглядывала вперед на целую неделю.

— Вы представляете, что это означает? — спросил Джад заговорщицким шепотом, наклоняясь ко мне. — Только подумайте, насколько более высокую прибыль можно получить, имея шестидневную фору перед остальным рынком! Вскоре мы станем самым крупным хеджевым фондом в мире. Я не думаю, что появление одного экземпляра означает, что теперь мы постоянно будем получать более долгосрочные прогнозы, но даже если такой шанс будет выпадать лишь изредка...

Я уже начал представлять себе небо в алмазах, но в этот момент в палату вошла медсестра. Оказалось, что мы беседуем уже более двух часов, и она категорически настаивала на том, что больному необходим покой. Мы обменялись рукопожатием, и перед самым уходом я сказал какую-то глупость, типа «берегите себя».

Внезапно Джад помрачнел.

— Я не успел рассказать вам еще об одном сообщении, которое я увидел в том самом «особенном» экземпляре *Journal* за прошлый вторник.

— Что же там было?

— На странице C-2 рядом с колонкой рыночных комментариев, датированных 23 июня, т. е. следующей средой, было сообщение о том, что Hudson & Company с глубоким прискорбием извещают о смерти своего друга и партнера Джадсона Томаса.

Я испуганно уставился на него. Он пристально наблюдал за моей реакцией, и его брови насмешливо изогнулись.

— Так что, как видите, — продолжил он, — удачи, которые сопровождали меня в последнее время благодаря достоверности информации, содержащейся в моих «особенных» экземплярах *Journal*, не оставляют сомнений в том, что я не смог бы избежать сердечного приступа в прошлый вторник. Вероятно, его вызвал тот эмоциональный удар, который я испытал, когда увидел свое имя в некрологе. Я убедил врачей в необходимости вернуть меня в палату интенсивной терапии в предстоящий понедельник и собираюсь пробить там до тех пор, пока опасный период не закончится. Я попросил доктора быть рядом со мной в течение всего вторника. Я не хочу рисковать.

Я пробормотал в ответ что-то невразумительное. Я не мог задать ему пришедший мне в голову вопрос. Если до сих пор не было никаких признаков того, что совершение любых действий на основе полученной из газеты информации каким-то образом изменяет последующие дневные цены или как-то влияет на точность газетного прогноза, то почему он думает, что на сей раз он сможет своими приготовлениями повлиять на степень достоверности новости, опубликованной в том же *Journal*? Что мне оставалось делать? Я лишь кивнул и покинул палату.

В тот уикенд я отправился в давно запланированную поездку во Флориду. В субботу я позвонил в больницу, и медсестра сообщила мне, что Джад снова находится в реанимации и не может говорить по телефону. Она сказала это довольно беспечным тоном. Джад говорил мне, что волноваться не о чем, но... Я волновался. Я позвонил снова на следующий день, но медсестра сказала, что Джад все еще находится под особым присмотром в палате интенсивной терапии. Я попросил ее сделать так, чтобы мне позвонил доктор, но я так и не дождался его звонка.

Волнуясь о Джаде, я плохо спал ночью во вторник, и, поднявшись очень рано на следующее утро, отправился на станцию. Газетный

киоск только что открылся. Я купил *Journal* и открыл его на странице С-2. Некролог был напечатан рядом с колонкой рыночных комментариев, точно в том самом месте, о котором говорил Джад. Но, возможно, на этот счет с редакцией газеты существовала договоренность.

Я купил еще и *New York Times*, и там тоже был некролог, который сопровождался старой фотографией Джада. Определенно он был мертв. Даже в присутствии доктора в палате интенсивной терапии он не смог обмануть свой «особенный» экземпляр *Journal*, предсказавший его смерть.

Эта история случилась несколько лет назад. Со временем я начал задаваться вопросом, мог ли Джад придумать все это. Доктор сказал, что его мозг был поврежден в результате недостатка кислорода во время остановки сердца. Возможно, вся эта история — плод галлюцинаций. Но даже если все это было выдумкой, невозможно скинуть со счетов тот факт, что рыночные успехи Джада в последний год перед его смертью были дьявольски феноменальны. Фондовый рынок, подобно морю, окутан тайнами, и «люди, занятые поиском золота в лунном свете, совершают странные поступки», так что, кто знает...

Я все еще каждый день покупаю *Wall Street Journal* в том же самом газетном киоске, но мне пока еще ни разу не удалось найти на его страницах таинственных предсказаний.

ГЛАВА 21

Джон Мэйнард Кейнс.

Экономист, управляющий хеджевым фондом и просто занимательная личность

На одном из обедов в прошлом году меня посадили рядом с Биллом Миллером, человеком, который управляя фондом американских акций умудрился в течение одиннадцати лет подряд показывать доходность выше индекса S&P 500! Мы с ним завели разговор о книгах, и он упомянул, что одной из лучших и самых замечательных книг, которые он когда-либо читал, была трехтомная биография Джона Мэйнарда Кейнса, написанная Робертом Скидельски. Заинтригованный, я купил эту книгу, и хотя мне пришлось потратить почти три месяца на то, чтобы одолеть 1600 страниц плотного текста, я пришел в полный восторг. Я был настолько очарован, что нашел и прочел о жизни Кейнса еще несколько книг. Поэтому информация, приведенная в данной главе, основана не только на эпопее Скидельски, но получена и из ряда других источников.

Самый влиятельный экономист XX столетия

Первые два тома, «Неоправдавшиеся надежды 1883–1920 гг.» и «Экономист-спаситель 1920–1937 гг.», представляют собой, безусловно, самую прекрасную, самую искреннюю биографию из тех, что я когда-либо читал, а я перечитал многие из них. Третий том, «Борьба за свободу 1937–1946 гг.», читается с трудом. Первые два тома описывают жизненные события и фантастический характер Джона Мэйнарда Кейнса, яркого, равнодушного, страстного, необычного

человека, но этим их ценность не исчерпывается. Они содержат также описание социального климата конца Викторианской эры, когда Британия все еще управляла миром, и анализ ошибок, допущенных в конце Первой мировой войны, которые привели к возникновению депрессии, дефляции и другим катаклизмам.

Кейнс, безусловно, был самым влиятельным экономистом XX столетия. Кейнсианство спасло мир от депрессии и дефляции после Второй мировой войны и, возможно, внесло такой же вклад в защиту нас от социализма и коммунизма, как Уинстон Черчилль, Фрэнклин Рузвельт и Рональд Рейган вместе взятые. Каждый серьезный инвестор должен понять кейнсианскую модель, поскольку она является неотъемлемой частью мировой экономики.

Но эти тома представляют собой гораздо больше, чем правдивое описание исторических и экономических событий. Они также полны страсти, эмоций и любви как гетеро-, так и гомосексуальной. Эта книга изменила мой взгляд на отношения между гомосексуалистами. Пока Кейнсу не исполнилось сорок лет, он жил в двух мирах. И каждый из них не подразумевал наличия серых будней. Богемный, дико разнообразный, очень интеллектуальный и полный однополый любви мир, в котором существовала группа Блумсбари. В этот клуб входили: художник Дункан Грант, философ Бертран Рассел, Лейтон Страчи (написавший «Выдающихся викторианцев»), поэт Руперт Брук и романист Вирджиния Вольф. Теперь историки утверждают, что эта группа, в дополнение к ее культурному воздействию, была главной силой, приведшей к окончанию Викторианской эры и навсегда изменившей манеру поведения британского высшего общества.

Другой мир Кейнса находился в границах аристократического Кембриджа, британского Казначейства и международных финансовых рынков. Кейнс был не просто человеком, принадлежавшим к английскому истеблишменту; от рождения он был частью любого элитного общества, членом которого он являлся, включая Итон, Королевский колледж и престижное тайное общество Апостолов. Он был аристократом с великолепным интеллектом и острым, как бритва, мышлением. Для одного из премьер-министров он был близким другом, для многих других — духовным наставником. Как председатель Национального общества взаимного совершенствования он находился в центре финансовой олигархии Англии. Он был человеком больших

ожиданий. Когда ему было пять лет, его прабабушка написала ему: «Тебе суждено быть очень умным человеком...»

Ближе к сорока годам он без памяти влюбился в русскую балерину, женился на ней, еще более разбогател и стал именоваться лордом Кейнсом Тилтоном. Балерина, Лидия Лопухова, имела точеную фигурку, но была довольно простовата. Она не отличалась ни культурой, ни интеллектом и часто корежила английский язык. К тревоге и гневу товарищей по Блумсбари, Кейнс, очарованный светом ее улыбки, оставался с ней до конца своей жизни и постепенно вышел из круга своих старых друзей.

Книги Скидельски затрагивают и вопросы инвестиций. Кейнс был макроинвестором, менеджером хеджевого фонда и относился к тому поколению, которое предшествовало появлению Альфреда Джонса. Он заработал свои капиталы между 1920 и 1940 годами, инвестируя в самые трудные и волатильные за всю историю рынки. Его инвестиционные успехи и неудачи, развитие рыночных принципов, которым он следовал в своей работе, а также его понимание рынка покоряют. Удивительно, но этот блестящий аналитик, обладавший необыкновенными способностями к концентрации и мысленному проникновению в любой процесс, в ходе развития своей очень успешной инвестиционной карьеры трижды был близок к полному финансовому краху. Однако если вы будете читать книги Скидельски, не перегружайте себя имеющимися в некоторых разделах неудобоваримыми интеллектуальными экономическими пассажами. Рассудительно пропускайте их. Цените свое время.

Основной биограф Кейнса, Роберт Скидельски, потратил 20 лет на написание трех томов, которые публиковались издательством Penguin Books, начиная с 1983 года. Это мастерски написанная биография, и Скидельски, сам превосходный экономист, одновременно и описал, и проанализировал взгляды Кейнса и его экономические теории. В своих книгах Скидельски ничего не утаивает. Он обсуждает гомосексуализм Кейнса, свойственные ему критические перепады настроения, а также его инвестиционные триумфы и поражения. Он цитирует адресованные Кейнсу любовные письма членов клуба Блумсбари и описывает трудный путь Кейнса и Лидии к физическому и социальному счастью. Описания Скидельски не содержат пошлости, напротив, эта биография — невероятное представление

души очень сложного, чувствительного и чувственного человека. Это одновременно и экономический трактат, и история большой любви.

Блестящий юношеский интеллект

В юности Кейнс был высоким, застенчивым и не особенно спортивным мальчиком. Сверстники над ним измывались и за пухлые губы дали ему прозвище Морда. Он утвердился во мнении, что не обладает физической привлекательностью, кроме этого, он страдал заиканием. Скидельски приходит к выводу, что эти детские проблемы способствовали возникновению у Кейнса склонности к интенсивным размышлениям и появлению доминировавшей над всей его жизнью психологической потребности отдавать и получать ласку. Он с детства много читал. К двенадцати годам проявился его интеллектуальный блеск, и сверстники перестали его задирать. В Итоне он удивлял своей эрудицией и преподавателей, и студентов, а ближе к концу его пребывания в этом учебном заведении он пристрастился к старинным играм, особенно к сквошу. Вероятно, это было единственное занятие, которое заставило его попотеть.

В конце 1890-х годов британские публичные школы подверглись некоторым преобразованиям, они стали более структурированы, лучше контролировались и отошли от тех варварских порядков, которыми они славились в предыдущем столетии. Однако мальчики жили в феодальном обществе *Повелителя мух*. Например, очки в Итоне были запрещены, так что близорукий мальчик не мог играть в игры с мячом. Итон был закрытым, однополым сообществом, и мальчики не имели возможности иметь какие-либо отношения с девочками. В этой обстановке царил необузданный гомосексуализм, и Кейнс имел несколько таких связей, продолжавшихся достаточно длительное время. Наиболее бурно развивались его отношения с сыном епископа, который был главным конкурентом Кейнса в отношении академических почестей. Таким образом, ко времени поступления в Кембридж, Кейнс уже питал глубокую склонность к социальным и физическим отношениям с лицами своего пола.

Кейнс окончил Итон блестящим аттестатом и продолжил обучение в Королевском колледже в Кембридже. Это учебное заведение не слишком отличалось от Итона. Здесь интеллектуальные способ-

ности Кейнса тоже получили признание. Его эрудиция и острый ум производили впечатление на каждого. С первого же курса, что являлось редким случаем, он был принят в тайное общество Апостолов. Членство в этом обществе открыло ему двери в высший свет Кембриджа, и его жизнь разделилась на две параллельно существующие части. Одна была полна философией, эстетикой, интеллектуальным общением и гомосексуальной любовью, другая сопровождалась учебой и получением политических и практических знаний. Первая часть определенно преобладала. Традиции и тайны Апостолов культивировали позиции элитного превосходства, и члены этого общества часто вступали в интимные отношения друг с другом. Критериями для членства в этом клубе избранных были «отличительный ум и отличное от общепринятого поведение».

Общество Апостолов всегда было пронизано гомосексуализмом. Лучшим другом Кейнса и его возлюбленным в последние годы обучения в Кембридже был Лейтон Страчи, но их отношения были испорчены свирепым соревнованием за симпатии молодого новичка Артура Ли Хобхауза, в которого они оба были влюблены. Скидельски указывает, что Кейнс и Страчи были убеждены, что женщины уступают мужчинам и умом, и телом. «Любовь к молодым людям была, по их убеждению, этически более высокой и обогащенной, чем любовь к женщинам». Они называли это Высшей содомией и полагали, что будущие поколения будут воспринимать их как пионеров, а не как преступников. Интересно отметить, что на стыке столетий (в период золотого юбилея королевы Виктории) когда началось увядание Британской империи, она так походила на многие другие древние династии, включая распространение гомосексуализма.

Апостолы были обществом, основанным в Кембридже в 1820 году. В 1904 году было создано его лондонское ответвление — группа Блумсбари. Этот клуб единомышленников был сформирован и оплодотворен свежими силами, к которым не обязательно относились выпускники Кембриджа. В его состав входило даже несколько женщин. Блумсбари был даже более просвещенным обществом, нежели Апостолы, и его члены презирали рациональность, отдавая предпочтение чувствительности и чувственности. Блумсбари поддерживал новое отношение к художественному искусству, дизайну и литературе. Они отвергли организованную религию и отказались

воспринимать ее серьезно. Они шутили над викторианским образом жизни, обычными гетеросексуальными отношениями и были законченными пацифистами. Они были преданными культурными и сексуальными революционерами и придерживались того мнения, что цивилизация не должна иметь никакого отношения к морали, демократии, патриотизму, технологиям, социальной справедливости или богослужению. Последнее, как они говорили, есть болезнь неспособных к страстной любви. Сам Кейнс снисходительно относился к занятиям политикой и воспринимал ее как «адекватную замену для преодоления препятствий».

Со временем образ жизни членов Блумсбери стал характеризоваться широким распространением гомосексуализма, бисексуальности и, как описывает это Скидельски, наминал «сексуальную карусель, в которой друзья становились любовниками, а затем возвращались к тому, чтобы снова быть просто друзьями». Люди приходили и уходили, находились и использовались привлекательные молодые люди. Никто, казалось, не работал, но подразумевалось, что члены клуба занимаются творчеством. Дискуссии разгорались и через некоторое время забывались. Игры и шарады, переполненные двойным смыслом, сатирой и политическими значениями, организовывались ежевечерне. Никогда не возможно было разобраться, кто и с кем занял какую спальню. Члены Блумсбери утверждали, что они презирают ревность, как плебейскую эмоцию, но когда любовник Кейнса время от времени изменял ему с другим мужчиной, Джона терзали глубокие переживания. Скидельски пишет, что в конце концов любовник Кейнса вернулся в Кембридж к Хобхаузу. В последующие два десятилетия Кейнс имел несколько серьезных любовных интриг и множество случайных сексуальных связей. Наиболее ярким из таких эпизодов стали отношения с соблазнительным художником Дунканом Грантом. Их любовь продолжалась с 1908 по 1915 год и была полна трагизма, разрывов и страсти. Скидельски считает, что Кейнса всегда привлекали «творческие личности, обладающие внутренней целостностью, но с ярко выраженной потребностью в защите». Когда их роман подошел к концу, сердце Кейнса было разбито. И хотя после этого он имел множество новых связей, он никогда не находил в них истинной эмоциональной замены Гранту, пока не встретил Лидию.

Превращение в политического мыслителя

Апостолы и Блумсбери были центрами личной жизни Кейнса до тех пор, пока он не встретил Лидию. Он любил тех молодых людей, потому что они были одаренными, творческими юношами, играющими в очаровательном саду, который символизировал для него цивилизацию. Со временем он принимал на себя управление их инвестициями. В свою очередь они любили его за невероятный интеллект, беспокойный ум и воображение. Однако они непрерывно попрекали его тем, что он не отдается полностью истинно творческой, эстетической жизни. Он был деловым человеком, практиком, и это фактически противоречило идеалам Блумсбери. Его друзья особенно возражали против его роли в Казначействе и на мирных переговорах после Первой мировой войны. Они говорили, что он поддается мирским стремлениям к обладанию властью. И они критиковали его за то, что он был грубым, едким, капризным и толстым.

Пока все эти события происходили в его эмоциональном мире, в его параллельной жизни, в мире Уайтхолла и Кембриджа, Кейнс — интеллектual, политический деятель, экономист — все больше усиливал свое влияние. Все, и поклонники, и критики, были одинаково напуганы его карьерным ростом. В 1908 году он сдавал экзамены для поступления на государственную службу, и его результаты были вторыми в стране. «Я хочу встретиться с первым номером», — сказал он в разговоре с Вирджинией Вольф. Казначейство предложило ему должность, и в 1910 году он взял в Кембридже академический отпуск, чтобы посвятить себя работе в Казначействе. Здесь он наслаждался открытием статистических взаимосвязей. «Подобное удовольствие я получал только от секса», — писал он Дункану Гранту в 1912 году.

В конце Первой мировой войны его послали на Версальскую мирную конференцию в качестве представителя министерства финансов. Он получил право выступить там и с трибуны яростно доказывал, что суровое наказание Германии вызовет экономическую катастрофу и приведет к усилению радикальных элементов.

Однако его статус в английской делегации был слишком невысок, поэтому ему оставалось лишь бессильно наблюдать, как Жорж Клемансо переигрывает в дипломатической борьбе Вудро Вильсона, и традиции гуманизма уступают требованиям политиков, жаждущих мести.

Чувствуя отвращение к результатам конференции и разочаровавшись в политической деятельности, в 1919 году Кейнс ушел в отставку. В том же году он издал книгу «Экономические последствия мира», написанную в гневном стиле и содержащую тонкие предчувствия, которая стала международным бестселлером и снискала Кейнсу мировую известность. Шумпетер охарактеризовал Кейнса и его книгу, как «прорыв к международной известности, пока другие личности, обладавшие подобным мышлением, но меньшей храбростью, а также те, кто мог похвастать не меньшей храбростью, но не столь же глубоким пониманием ситуации, хранили молчание». «Размер контрибуции, которую потребовали союзники, — писал он, — настолько огромен, что в случае ее выплаты Германия будет постоянно пребывать в нищете». Он оказался прав, и мир получил Гитлера.

Кейнс и его хеджевый фонд

Со временем его интеллектуальное влияние росло, он становился более зрелым и более светским человеком. Грубые грани его характера сглаживались. Его манеры улучшились, и он стал лучше одеваться, хотя так никогда и не умерил свое высокомерное отношение к менее острым умам. Его культурные интересы также расширились. В 1918 году, под аккомпанемент немецких пушек, на паническом аукционе в Париже он купил для Британского музея по предельно низким ценам пять картин Каро, Моне, Гогена, Делакруа и Ингреса. Он также приобрел превосходные работы Сезанна, Делакруа и Ингреса для себя. Это приобретение стало началом его очень прибыльной карьеры коллекционера.

Примерно в 1915 году Кейнс начал размышлять об акциях и валютах. В спекулятивном буме после Первой мировой войны он сделал большие деньги, продавая фунт стерлингов «в короткую» по отношению к доллару США, но одновременно открывая «длинные»

позиции по фунту против марки, франка и лиры. Поощренный полученными результатами, в конце 1919 года он совместно со своим другом и брокером Лисье Фолком создал то, что по существу было хеджевым фондом. Фолк был опытным спекулянтом и, в отличие от Кейнса, широкоплечим, красивым, очаровательным мужчиной и прекрасным игроком в гольф. Они собрали весьма существенную сумму денег, при этом среди клиентов фонда были отец Кейнса, шурин, Дункан Грант, а также другие Апостолы и члены Блумсбари. Фонд начал свои операции 1 января 1920 года и уже к концу февраля заработал более 20 % прибыли. В марте и апреле доходность, достигнутая в других инвестициях, была потеряна в результате убытка, который принесла «короткая» позиция по фунту против доллара, когда Банк Англии неожиданно поднял ставку.

Той весной Кейнс, вероятно, был заражен вирусом легкой гордости, поскольку решил организовать для группы своих инвесторов, включая возлюбленного Дункана Гранта, шестинедельный экскурсионный тур по Италии. Кульминационным моментом этой экскурсии был большой званый обед, данный богатым американским художественным коллекционером с целью представить известного английского экономиста Кейнса флорентийскому обществу. Кейнс и Грант посчитали, что будет очень забавно, если Грант выступит перед публикой в роли Кейнса и будет нести всякую экономическую ерунду, в то время как Кейнс притворится Грантом и будет оценивать коллекцию произведений искусства хозяина дома. Когда впоследствии шутка была раскрыта, ни хозяин, ни его гости не были слишком удивлены.

В то время пока Кейнс резвился в Италии, мир начал разваливаться. Послевоенный оптимистичный бум внезапно обернулся банкротством. Уровень безработицы в Англии за следующие шесть месяцев повысился с 4,5 % до более чем 20 % от численности работоспособного населения; оптовые цены начали 45 %-ное снижение, вскоре за ними последовали розничные цены и заработная плата. Спустя неделю после возвращения Кейнса в Лондон его фонд испытал серьезные неприятности. Европейские валюты росли против фунта стерлингов без всякой видимой причины, и хотя этот рост был не слишком сильным, он продол-

жался достаточно долго, чтобы нанести серьезный удар по фонду, который пользовался значительным кредитным рычагом. Личные потери Кейнса более чем в три раза превысили ранее полученную прибыль, и он остался должен своему брокеру существенную сумму денег. Теперь чистая стоимость активов фонда выражалась отрицательными числами. Удивительно, но инвесторы из Блумсбари не упрекали Кейнса. Они никогда не теряли веру в его финансовый гений, и в следующем году он сформировал новый фонд, который в конечном счете возместил потери клиентов и восстановил богатство Кейнса.

В 1920-х годах Кейнс преподавал в Кембридже, был советником Казначейства, читал лекции и писал книги и статьи. В 1921 году он издал «Трактат о денежной реформе», в котором приводил доводы в пользу регулируемости валюты и мер для поддержания ее стоимости. Центральный банк должен понижать процентные ставки, когда цены имели тенденцию повышаться, и поднимать их, когда цены имели тенденцию к снижению. «Инфляция, — говорил он, — наносит большинство ран, перераспределяя капиталы. Ущерб от дефляции связан с замедлением воспроизводства капитала». «Таким образом, инфляция несправедлива, а дефляция нецелесообразна. Из двух этих зол дефляция, возможно, является худшим, если не брать во внимание гиперинфляцию типа той, что имела место в послевоенной Германии, потому что в беднеющем мире лучше вызвать безработицу, чем разочаровать *рантье*!» Позже, когда в период Депрессии уровень безработицы взлетел до критического, он передумал. Именно в этой книге он описал золотой стандарт как «варварский пережиток прошлого» и привел свой известный комментарий о том, что «рассуждения с точки зрения *долгосрочной перспективы* плохо подходят для решения текущих проблем, поскольку в *долгосрочной перспективе* мы все умрем».

Изменения в личной жизни: становление серьезного экономиста

В 1920-е годы драматические преобразования коснулись и личной жизни Кейнса. Лидия Лопухова, которой он был впервые очарован

в 1918 году, была много гастролировавшей российской балериной (почти хористкой). Она была на восемь лет моложе Кейнса и по большому счету довольно простовата, имела «миниатюрную, ладную фигурку» и выдающийся нос. Она также имела мужа, любовника и пестрое прошлое. Кейнс был покорен ее «крестьянским обаянием», но их роман то вспыхивал, то угасал в последующие четыре года. Так, однажды Лидия неожиданно уехала в Россию к своим мужу, любовнику и прочим дорогим для нее людям. В середине 1922 года она и Кейнс вновь пылали взаимной любовью, хотя, как ни странно, при этом Кейнс встречался еще и со своим последним любовником, Себастьяном. Но уже через несколько месяцев его физические отношения с Лидией стали бурно развиваться, и в 1924 году они наконец поженились. Биография Кейнса содержит интимную переписку между супругами, которая свидетельствует об их непосредственных и трогательных отношениях. «Ты действительно не выходишь у меня из головы, Мэйнарочка, — писала она ему, — и я так рада тому, что живу с тобой и чувствую близость твоей души, твоего дыхания и поцелуев». Лидия нежно приобщила Кейнса к гетеросексуальному сексу, и, попробовав однажды, он уже никогда не возвращался к своему прошлому. Ни он, ни она, казалось, не были в какой-либо мере обеспокоены разнородным прошлым своей второй половины.

Скидельски считает, что брак Кейнса и Лидии изменил его жизнь, и я соглашусь с этим. Клуб Блумсбери был слишком экзотической (и эротической) стартовой площадкой для кейнсианской революции в экономической государственной деятельности. Мог бы человек, который был известен как развратный гомосексуалист, который иногда гулял под окнами кембриджского кампуса *вдребезги пьяным*, независимо от того, насколько выдающимися были его способности, возглавить всемирную экономическую революцию? В конце концов Оскар Уайльд за подобные прегрешения был брошен в тюрьму, а домовладелица Кейнса в Лондоне намекала на шантаж. Кроме того, Кейнс мог быть очень груб, надменен и саркастичен. Его коллега сетовал, что он пользовался своим блеском «слишком неэкономно... он никогда не гасил свой огонь». Он часто был нетактичен к чувствам простых смертных. Споря с одним экономистом, Кейнс довел того до слез своими «залпами остроумия, раздражительности, грубости и недобросовестностью аргументов». До женитьбы друзья

по Блумсбари звали его Pozzo*, потому что, как говорили, его мозг был подобен колодцу.

Чтобы быть воспринятым в роли экономического спасителя цивилизации, Кейнс должен был предстать перед мировой общественностью в более приемлемом образе. Кроме того, ему также требовался более безопасный духовный и физический базис, который обеспечивала ему Лидия. Всю свою жизнь он провел в поисках привязанности и близости, но его прошлые связи никогда не давали ему уверенности в том, что нашел именно то, что ему было нужно. С Лидией он был в безопасности и духовно, и физически. Брак смягчил Кейнса и сделал его более человечным, более обычным и менее причудливым. Его талант засиял с новой силой. Было ли это следствием влияния среды или заслугой Лидии, но брак разблокировал его творческий потенциал, и вслед за этим последовали самые плодотворные годы его жизни.

Инвестиции Кейнса во время Великой депрессии

Кейнс, как и остальные инвесторы, не ожидал биржевого краха на Уолл-стрит в 1929 году, и он недооценил тот эффект, который это событие окажет на американскую и мировую экономику. Его опыт эффективного использования кредитных денежных средств, полученных под низкий процент в период депрессии 1920–1922 годов, заставлял его надеяться на то, что этот фокус может сработать снова. В конце 1929 года он предсказал, что сокращение процентных ставок восстановит бизнес во всем мире, и что цены на сырьевые товары вскоре должны оправиться. Но оказалось, что серьезный крах общего уровня цен в 1930 году полностью сокрушил любой эффект «дешевых денег», поскольку *реальные* процентные ставки даже повысились, в то время как номинальные ставки упали. Эти события поколебали веру Кейнса в способность монетарной политики ликвидировать серьезные резкие спады экономики, сопро-

* Pozzo — в переводе с итальянского означает колодец, шахта, скважина. — Примеч. пер.

вождающиеся дефляцией. Одного только понижения процентных ставок было недостаточно. Должна была быть активизирована еще и налоговая политика. Потребителям необходимо было сделать переливание крови. Банку Японии и министерству финансов следовало бы вспомнить этот урок в 1990-х годах.

Богатство Кейнса, накопленное за 1920-е годы, активно уничтожалось последствиями биржевого краха, но вовсе не потому, что он инвестировал средства в американские акции. К концу 1920-х годов он уже в течение многих лет весьма успешно занимался торговлей сырьевыми товарами и стал достаточно богатым человеком. В начале 1929 года, когда цены на сырьевом рынке внезапно рухнули, он был в «длинных» позициях по каучуку, зерну, хлопку и олову. Потери в товарных позициях вынудили его начать продавать акции по падающим ценам, чтобы выполнить требования об увеличении залога. Затем цены на товарных рынках упали еще ниже, нанеся по благосостоянию Кейнса серьезный удар. К концу 1929 года он не имел ничего, кроме некоторых остатков и массивной позиции в акциях Austin Motor Company, цена которых с начала года обрушилась с 21 до 5 шиллингов. Чистая стоимость активов Кейнса снизилась на 75 % от своего максимума и сократилась даже еще больше в 1930 году.

Несколько лучше обстояли дела в хеджевом фонде, которым управлял Кейнс. Они все еще были партнерами с Фолком, но разделили капитал фонда на две части, решив, что это пойдет на пользу эффективности управления. В 1929 году доля активов, которой управлял Кейнс, подешевела на 15 %, но Фолк потерял все 63 %. К сожалению, Фолк, державший «медвежьи» позиции в 1928 году, пренебрег советами Кейнса и возвратился в американские акции летом 1929 года.

В конце концов Кейнс вынужден был выставить на продажу свой загородный дом. Годом позже Кейнс настолько нуждался в наличных средствах, что попытался продать лучшие картины из своей коллекции, но в итоге отказался от этой затеи, потому что предложенные за них цены выглядели жалко. Все эти неприятности демонстрируют, что в период сильных долгосрочных «медвежьих» трендов, охватывающих как финансовые, так и сырьевые рынки, у инвесторов не остается никакой спасительной гавани. Личные

отношения в трудные времена тоже подвергаются испытаниям. Долгая дружба и сотрудничество Фолка и Кейнса дали трещину. Их отношения ухудшались с развитием Великой депрессии. То же самое происходит в мире хеджевых фондов и сегодня. Неправильные решения, разногласия и потери разрушают связи, которые в более благоприятные рыночные периоды казались несокрушимыми.

В сентябре 1931 года, незадолго до того, как долгосрочный «медвежий» рынок достиг своего «дна», Кейнс написал заметку, посвященную обсуждению будущей инвестиционной политики Национальной взаимной страховой компании, председателем которой он в тот момент являлся. Некоторые члены правления придерживались идеи устроить распродажу акций, но Кейнс считал, что «решительная чистка инвестиционных портфелей будет ошибкой». Его меморандум включает в себе четко сформулированные мысли, касающиеся некоторых классических дилемм институционального портфельного управления. Вот его основные тезисы:

- дефляционная тенденция рано или поздно приведет к появлению очень «дешевых денег»;
- некоторые события, которые я неопределенно предчувствую, например конец света, относятся к нестрахуемым рискам, и волноваться о них бесполезно;
- если мы убедим себя в том, что нам уже никогда не удастся достичь прежних высот, мы, несомненно, опоздаем к тому моменту, когда рынки начнут восстанавливаться. Если же восстановление действительно никогда не наступит, то ничто уже не будет иметь значения;
- с точки зрения нашего кредита и т. п. вещей, оставаться вне рынка во время его восстановления — это худшее, что можно себе представить;
- я сомневаюсь в правильности доктрины о том, что инвестиционные компании, спеша опередить друг друга, должны распродавать свои активы, усиливая тем самым падение рынка, поскольку всеобщая распродажа невозможна по своей природе... и привела бы к краху всей системы. Я полагаю, что бывают периоды, когда каждый волен оставаться пассивным наблюдателем процесса и не пытаться выскочить на ходу.

Неудачи в период биржевого краха изменили инвестиционные принципы Кейнса. В 1920-х годах он считал себя биржевым игроком, который, используя научный подход, спекулирует валютами и сырьевыми товарами. Он знал, что использование кредитного рычага может быть опасным, но считал себя достаточно ловким для того, чтобы обойти любое бедствие. Однажды, в период падающих цен, он даже должен был принять поставку пшеницы из Аргентины. Он начал строить планы, как разместить этот груз в часовне Королевского колледжа, но в конце концов, придравшись к качеству товара, смог отказаться от приема этого неудобного груза, зная, что его очистка займет примерно месяц. К счастью, к тому времени цена поднялась, и он закрыл позицию. Однако после 1930 года он разочаровался в торговле на сырьевых рынках, называя ее «игрой для дураков», потому что рациональный анализ там мог быть побежден «радикальной неопределенностью» случайных событий. После биржевого краха он сконцентрировался на акциях, ценность которых могла быть идентифицирована, и здесь он вел себя как долгосрочный фундаментальный инвестор. Тем не менее он всегда использовал кредитный рычаг, чтобы получить большую прибыль.

Поскольку в 1930-е годы фондовые рынки то повышались, то понижались, Кейнс решил следовать инвестиционной стратегии покупки, а не продажи в те периоды, когда инвесторы паниковали и цены упали. Следует идти против психологии толпы и покупать акции хороших недооцененных компаний с сильным руководством, которые не пользовались на рынке серьезным спросом. Он также решил концентрировать свои активы в немногих, тщательно исследованных акциях, которых он называл своими любимыми домашними животными, и продолжал держать выбранные позиции при любых обстоятельствах, предпочитая совершать сделки как можно реже. В 1932 году он покупал американские акции, в особенности привилегированные акции крупных коммунальных компаний, которые, как показывал его анализ, были сильно недооценены. Когда Южная Африка отказалась от золотого стандарта, он приобрел акции южноафриканского золотого рудника, которым управлял его старый знакомый. В 1930-е годы он также сделал немало очень успешных инвестиций по принципу «покупай и держи» в произведения искус-

ства, манускрипты и редкие книги, поскольку цены на них сильно упали.

Однако, несмотря на свои благие намерения, Кейнс никогда не отказывался окончательно от своих рыночных предпочтений. На финансовых рынках он всегда был активным спекулянтом. Казалось, он не понимал, что использование кредитного рычага и его психические атаки, которые он обычно применял, когда цены падали, противоречили его новому инвестиционному принципу «покупай и держи». Кроме того, ему плохо удавалось распознавать наличие иррационального изобилия и развороты рынка после достижения ими своих пиков. Все это не могло не привести к тому, что он хорошо «попал» при наступлении очередного «медвежьего» рынка 1937–1938 годов.

Крупные ставки и инстинкт игрока

Вкладывал ли Кейнс свой капитал с таким азартом потому, что он нуждался в получении дохода? Судя по всему, его неинвестиционные доходы позволяли ему жить в достатке, но, возможно, не так роскошно, как он хотел бы. Кроме того, он любил азарт игры по-крупному. В своей самой важной работе «Общая теория занятости, доходности и денег» он применил следующую обличающую сентенцию. «Профессиональная биржевая игра невыносимо скучна и сверхтребовательна к любому, кто полностью лишен инстинкта азартного игрока; в то время как тот, кто обладает таким инстинктом, должен заплатить за свою увлеченность соответствующую цену». Кейнс любил биржевую игру, потому что она заставляла его мобилизовывать свой интеллект и интуицию в борьбе против рынков. Он был прав в том, что игра всегда невыносимо скучна и требовательна к тем, кто ее не любит. Я знал множество инвестиционных профессионалов, которые действительно не любили игру, и все без исключения они были в лучшем случае подмастерьями. Что касается использования неоправданно огромных кредитов, Кейнс отдавал себе отчет в том, что он делает, поскольку ему пришлось не менее трех раз: в 1920–1921, 1928–1929 и 1937–1938 годах — заплатить за свои пристрастия к высоким ставкам высокую цену.

Брак Кейнса оказался счастливым, и в 1930-е годы он стал вести еще более спокойный образ жизни. Но в то же самое время его работы становились все более креативными и важными. В 1936 году была издана «Общая теория занятости, доходности и денег». Книга должна была произвести огромный эффект. Он призвал экономистов стать практиками вместо того, чтобы быть сухими теоретиками. Мир в 1930-е годы характеризовался ужасным беспорядком, периодически разорялся депрессиями, дефляциями и необузданными инфляциями. Экономические катаклизмы стали первопричиной масштабных социальных беспорядков, которые расшатывали устои Европы и даже Соединенных Штатов. Кейнс предупреждал об этом в своих «Экономических последствиях мира», и теперь мир пожинал бурю, возникшую в результате политических ошибок. Проблема, к которой Кейнс обратился в своей новой книге, заключалась в вопросе, подходят ли унаследованные от прошлых поколений методы для лечения современных экономических болезней.

Его ответ был категоричен — нет! Кроме того, Кейнс сделал мощный и оптимистический вывод. Мировая экономика и социальная система разрушены не злом, а плохим экономическим управлением и глупым соблюдением устаревших доктрин, которые он назвал «классической теорией». «Те экономисты, — писал он, — которые полагают, что они полностью свободны от любых интеллектуальных влияний, обычно являются рабами идей некоего другого, давно умершего экономиста. Безумцы, находящиеся у власти, которые слышат потусторонние голоса, черпают свое безумие из некоторого академического источника, созданного каким-то бумагомарателем несколько лет назад».

Книга была чрезвычайно спорной и вызывала бурные эмоции. Молодые экономисты в Гарварде, Йельском университете и Кембридже хвалили ее, в то время как старшие традиционалисты, видя нападки на их религию, были глубоко встревожены предлагаемыми радикальными экономическими методами и отвергали их, как ересь. Артур Пигу выразился следующим образом: «Мы наблюдали стрелка, целящегося в луну. Отбросив суждения о его меткости, мы можем восхититься его виртуозностью». Пол Самуэльсон 10 лет спустя писал: «Это ужасно написанная и плохо структурированная книга... Она представляет собой выплеск высокомерия, злобы и спорных выводов... Она изобилует недоговоренностями и беспо-

рядочностью... Вспышки проницательности и интуиции теряются среди утомительной алгебры. Если же удастся продраться через все эти недочеты, мы обнаруживаем, что выводы автора очевидны и в то же самое время блещут новизной. Короче говоря, это работа гения».

Книга выступила против идеи стимулирования экономики дефицитом финансовых средств. Кейнс утверждал, что полная занятость в зрелых капиталистических экономиках может быть обеспечена только с помощью увеличения правительственных расходов. В периоды экономических спадов правительства должны сознательно увеличивать бюджетные расходы, чтобы создавать спрос на продукцию. Бюджет правительства не должен существовать исключительно ради обычного финансового планирования расходов и доходов, а быть главным инструментом для стабилизации национальной экономики. Дефициты и профициты должны использоваться для регулирования роста экономики. Кейнс заявил, что дефицит бюджета — это далеко не всегда плохо, какой бы ересью ни считали это мнение многие экономисты. Он утверждал, что проекты, создающие рабочие места, способствуют увеличению доходов и стимулируют спрос. Эта идея, называемая ее поклонниками *методом захоронения денег*, а ее критиками *параграф о мусоре*, вызвала многочисленные споры.

Почему бы Казначейству не заполнить старые бутылки банкнотами, захоронить их на подходящей глубине в вышедших из употребления шахтах, которые доверху заполнены городским мусором, и позволить частному бизнесу без каких-либо ограничений со стороны властей выкапывать спрятанные деньги... это приведет к созданию новых рабочих мест, увеличению реальных доходов населения и росту капитализации.

На ход мыслей Кейнса и его анализ, безусловно, повлияла Великая депрессия. Он приписывал большую часть вины за депрессию и дефляцию, которые потрясли мир, непотраченным сбережениям, что получило название *парадокс бережливости*. «Чем более мы добродетельны, тем выше уровень нашей бережливости, чем более ортодоксально наше отношение к национальным и личным финансам, тем сильнее сокращается прибыль, когда процентные ставки повышаются относительно предельной эффективности капитала».

В здоровой экономике инвестиции должны осуществляться непрерывно. «Древние египтяне, — писал он, — приняли вдвойне удачное решение о строительстве пирамид и поиске драгоценных металлов. Плоды их труда не могли использоваться и удовлетворять человеческие потребности, а, значит, не позволяли экономике набирать вредный жир изобилия». То же самое можно сказать и о строительстве соборов в Средние века. Но, как говорил Кейнс, две пирамиды и две панихиды вдвое лучше, чем одна, «чего нельзя сказать о двух железных дорогах от Лондона до Йорка». Ключевой мыслью в этих рассуждениях было утверждение о *вреде изобилия*.

Идеи Кейнса легли в основу современной макроэкономики, и фактически вся последующая работа в этой области была направлена на их развитие. Мозговой центр Рузвельта интуитивно понял его концепцию бюджетных расходов, стимулирующих спрос и занятость. Последователи Кейнса, опираясь на его труды, стали движущей силой процесса, который привел американскую экономику от депрессии к полной занятости. Соединенные Штаты, в свою очередь, реанимировали мир. Хотя скептики утверждают, что мировую экономику спасло не кейнсианство, а Вторая мировая война.

Кейнс полагал, что в богатом обществе капиталовложения не будут адекватны росту экономики из-за ярко выраженной склонности людей к накоплению. Он также был пессимистически настроен в отношении падающего коэффициента рождаемости в 1930-х годах. Этот факт заставлял его волноваться о возможности наступления «долгосрочного застоя» и неспособности зрелых экономик выдержать восстановление. Обе этих проблемы и сегодня все еще представляют серьезную опасность для Европы.

Может быть, серьезное падение рождаемости в Японии, которое сейчас является причиной столь пессимистичных взглядов на долгосрочные перспективы экономического роста этой страны, является следствием 15 трудных лет? Кейнс в своей комментарии, сделанном в 1933 году во время инаугурации Рузвельта, не минимизировал серьезность угроз для экономики в период Великой депрессии. «Даже я вряд ли бы знал, что следует сделать для спасения, если бы был президентом, хотя я надеюсь, что если это все-таки случится, я смогу справиться с задачей». В 1933 году Кейнс написал президенту открытое письмо, которое было опубликовано в *New York Times*. В этом обра-

щении он защищал идею увеличения национальной покупательной способности за счет бюджетных ассигнований, финансирования займов, то есть уже упоминавшуюся выше идею закапывания денег в мусоре.

В теории Кейнса заложено блестящее понимание фондового рынка, который он сравнил с гипотетическим конкурсом красоты, по условиям которого главный денежный приз достанется тому участнику, который точно предскажет, какое из представленных на фотографиях лиц будет признано наиболее красивым.

Это не тот случай, когда претенденты на приз должны выбирать тех, чье лицо по их субъективному мнению является самым симпатичным, ни даже тех, чье лицо является таковым по усредненным стандартам. В данном случае мы переходим на третью ступень, где наш интеллект направлен на то, чтобы выявить, каковы усредненные оценки ожидаемых усредненных мнений других участников этого соревнования. И я вполне допускаю, что в этой игре есть те, кто в своих стратегиях достижения успеха взбирается и на четвертую, и на пятую, и на более высокие ступени анализа.

Кейнс достиг и интеллектуального, и финансового благосостояния в 1930-х годах. Его доход как академика, лектора и писателя был скромным и, вероятно, составлял максимум 200 тыс. долл. в год в сегодняшних масштабах цен. Покупая качественные акции, когда цены на них существенно падали, он смог сколотить солидный капитал. Правда, к концу 1929 года он потерял большую его часть, но к 1936 году его личное благосостояние возросло до более чем 500 тыс. фунтов стерлингов или примерно до 45 млн долл. в сегодняшних ценах. Чистая стоимость его активов с 1930-го и до конца 1936 года увеличилась в 23 раза. За этот же период американский фондовый рынок утроился, а британский лишь незначительно приподнялся. Инвестиционные портфели его клиентов, которыми он управлял, и среди которых были фонд Кембриджа и страховые компании, по своей доходности также значительно превзошли фондовые индексы и показатели других управляющих. Чем больше свободы предоставлялось Кейнсу в вопросах управления клиентскими инвестициями, тем лучших результатов ему удавалось достичь. Однажды он пожаловался, что убеждение членов инвестиционного комитета одной из страховых

компаний в достоинстве тех или иных акций занимает у него столько времени, что к тому моменту, когда они наконец давали свое согласие на сделку, совершать ее было уже слишком поздно.

Материальные и личные проблемы в конце 1930-х годов и во время Второй мировой войны

В середине 1937 года Кейнс перенес сердечный приступ, и восстановлению его здоровья явно не способствовало наступление очередного серьезного падения рынка 1937–1938 годов. Экономическая ситуация в Британии и Соединенных Штатах вновь резко ухудшилась, а над Европой сгустились тучи новой войны. Цены акций на основных рынках обрушились в ноябре 1937 года. Кейнс в это время имел объемные «длинные» позиции, взятые с кредитным плечом как на рынке в Нью-Йорке, так и в Лондоне. Его здоровье ухудшалось вслед за сокращением инвестиционного портфеля. Он пытался придерживаться своей стратегии инвестиций в излюбленные акции, кредит пожирал его активы. «Я не дошел до того, чтобы стать “медведем”, — писал он своему другу в сентябре того года, — но я потерял всякое желание покупать акции с использованием кредитного рычага. Но закрывать маржинальные позиции — весьма утомительный и трудный процесс». Те, кто имеет представление об управлении хеджевым фондом, легко поймут его мучения!

Двадцать первого октября 1937 года Кейнс написал: «...мне кажется, что сейчас котировки достигли своего “дна”». Девять дней спустя на Уолл-стрит произошло очередное падение, и к марту, когда цены опустились еще ниже, он признал, что было благоразумно сократить величину долга, даже если для этого пришлось бы продавать «голубые фишки». К концу 1938 года его капитал составлял 140 тыс. фунтов стерлингов, сократившись на 62 % по сравнению с концом 1936 года, а, учитывая, что к этому времени рынки несколько приподнялись, его потери в момент максимального падения были даже более значительными. Это был третий случай, когда он был близок к полному банкротству, и он часто жаловался Лидии на приступы депрессии и нервных припадков.

В последующие годы, и особенно в период Второй мировой войны, его инвестиции были менее активными, но его портфель стал даже более ориентирован на акции. Он никогда не мог сопротивляться желанию купить потенциально прибыльные акции. К моменту своей смерти в 1946 году он имел портфель ценных бумаг стоимостью приблизительно 400 тыс. фунтов стерлингов или 32 млн долл. в пересчете на современный масштаб цен. Кроме этого, ему принадлежала коллекция художественных произведений и книжных раритетов, оцениваемая в 80 тыс. фунтов. Другими словами, он уже никогда не смог вернуться к высшей точке своего капитала, достигнутой в конце 1936 года.

В 1938 году, когда «медведи» все еще властвовали над рынком, Кейнс не считал необходимым закрывать «длинные» позиции и обращался к своим клиентам, также понесшим существенные убытки, со словами: «Я не чувствую никакого стыда за то, что все еще нахожусь в акциях, когда рынок приближается к своему «дну». Я мог бы вытерпеть и более глубокое падение. Я полагаю, что любой серьезный инвестор время от времени сталкивается с ситуацией, когда он должен стойко и хладнокровно переносить неудачи». Даже в самые тяжелые моменты 1940 и 1941 годов Кейнс был убежден, что Англия и Соединенные Штаты победят в войне, и что послевоенный мир, если он будет должным образом организован, будет процветать. Если бы этого не случилось, было бы совершенно не важно, владеет ли фонд акциями или нет. Когда председатель Национального взаимного фонда и другие члены правления посчитали такие рассуждения неподобающими, Кейнс ушел в отставку.

Состояние его здоровья оставалось нестабильным в период войны, но он продолжал занимать свою должность в Казначействе, а затем после того, как война окончилась, в качестве британского представителя вел переговоры с Соединенными Штатами. Это было трудное время. Он был слаб, и Лидия нормировала его рабочее время. Он не любил Генри Моргентау и считал, что Соединенные Штаты были слишком категоричны в своих требованиях к Великобритании. Кейнс яростно доказывал, что Англия сражалась за себя в одиночку и в процессе борьбы за мир довела себя до банкротства. Британская экономика была разрушена, и страна стояла на грани классовой войны. В конце концов он победил.

В июле 1944 года Гарри Декстер Уайт, который представлял американское Казначейство, Кейнс и другие должностные лица встретились в Бреттон-вуде, Нью-Хэмпшир, чтобы создать новый экономический порядок для послевоенного мира. Кейнс утверждал, что до 1914 года Банк Англии в течение 50 лет умело управлял международной валютной системой. Мировая торговля процветала. После Первой мировой войны Великобритания настолько ослабела, что была неспособна выполнять роль финансового лидера, в результате образовался вакуум, который дестабилизировал международную торговлю и валютные рынки. «Новая система должна была быть создана, — говорил Кейнс, — чтобы вывести послевоенный мир из застоя и дефляции». Кейнс и Уайт разработали принципы нового мирового порядка, основанного на твердых валютных курсах, долларе и регулировании цен на золото. Они создали Международный банк и Международный валютный фонд. В следующей четверти века их модель вместе с планом Маршалла успешно реализовывалась. Объем международной торговли, который существенно сократился в 1930-е годы, рос более чем на 7 % в год. Мировое производство в то же время прирастало на 5,6 % в год. Таким образом, Кейнсу и Уайту удалось поставить точку в истории Великой депрессии.

Как ни странно, эти двое мужчин терпеть не могли друг друга. Кейнс, к тому времени лорд Кейнс Тилтон, английский аристократ, считал Уайта неприятным и грубым человеком. «Он не имеет ни малейшего понятия о правилах цивилизованного поведения», — писал он. Уайт за спиной Кейнса называл его «Их королевское высочество». Однажды, отвечая на чей-то вопрос, Кейнс назвал Уайта «чудаком». Уайт возразил в том смысле, что ему странно слышать такие эпитеты от человека, который сам является большим чудаком. Они оба имели свои собственные порочные тайны (Уайт был советским агентом), но фактически вместе они работали довольно успешно.

Наследие Кейнса продолжает жить и поныне. Второе поколение экономистов, проникшихся идеями Кейнса, которые заняли влиятельные посты и в правительственных, и в международных институтах после избрания президентом Джона Кеннеди, управляли мировой экономикой в течение многих лет. Рецепты Кейнса для восстановления больных экономик стали общепризнанными, и их

преобладающее влияние было увенчано известным утверждением Милтона Фридмана в 1965 году о том, что «мы все теперь являемся кейнсианцами».

Джон Мэйнард Кейнс умер от рака в 1946 году. Ему было всего 63 года. Лидия, которая была для него возлюбленной, наперсницей, а иногда и нянькой в течение последних 25 лет его жизни, прожила еще 30 лет. Без интеллектуального воздействия Кейнса ее жизнь постепенно изменялась. Через некоторое время она вернулась к простому образу жизни российского крестьянства, превратившись в затворницу и живя исключительно воспоминаниями о прошлом.

В этой книге я попытался описать многих блестящих и выдающихся личностей в сегодняшнем мире хеджевых фондов, но Кейнс превосходит их всех. Современные хеджеры, несомненно, оценили бы его по достоинству. А вот что он думал бы о нас?

Заключение

Возможно, многие со мной не согласятся, но я считаю, что инвестиции — это в большей степени искусство, нежели наука. Интеллект, опыт, усердие, знание биржевой истории, открытое мышление и одержимость характера — все это важные составляющие успеха любого хеджера наряду с интуицией, воображением, гибкостью ума и, возможно, долей прозорливости. В какой пропорции должны быть смешаны все эти качества, чтобы получить оптимальный состав, я не знаю. Не существует никакого единственного сочетания.

Инвестиционный успех, по моему мнению, никак не зависит от возраста. Как выразился старый циник Джордж Бернард Шоу: «Люди мудры пропорционально не своему опыту, а способности вместить в себя опыт». Я пытался объяснить на страницах этой книги, что не существует никакого шаблона, никакой единственно правильной модели поведения инвестора, но я действительно считаю, что для того, чтобы процветать, профессионал должен подпитываться духом интеллектуального соперничества и быть способным контролировать свои действия в критических ситуациях. Инвестиции — игра не для малодушных и интеллектуально ленивых людей. Руководствоваться жадностью недостаточно; необходимо, чтобы инвестиционный управляющий по-настоящему любил эту игру и был очарован ее сложностью. Однако из того, что я описал, становится очевидно, что эта игра уничтожает некоторых из своих наиболее преданных приверженцев и любителей, так что инвестор должен быть готов к изнурительной борьбе за выживание.

Быть хеджером трудно, и совсем не просто быть клиентом хеджера. Все, что я могу к этому добавить — это пожелать вам удачи.

Рекомендуемая литература

Baruch, Bernard M. *My Own Story*, New York: Holt, Rinehart, & Winston, 1957.

Bawl Street News, New York: June, 1974.

Behrman, S.N. Duveen: *The Intimate Portrait of a Fabulous Art Dealer*, Harmony Books, 1951.

Chancellor, Edward. *Devil Take the Hindmost*, New York: Farrar Strauss and Giroux, 1999.

Churchill, Winston. *Great Contemporaries*, Simon Publications, London: 2001.

Graham, Benjamin, and David Dodd. *Security Analysis, Principles and Technique*, New York: McGraw-Hill, 1951.

«The Dollar's Recent Slide,» *The Economist*, December 30, 2003. Janis, Irving. *Groupthink: Psychological Studies of Policy Decisions and Fiascoes*, 2nd ed., Boston: Houghton Mifflin, 1983.

Kindleberger, Charles P. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, New York: Basic Books Revised Edition, 1989.

Kondratieff, Nikolai. *The Long Wave Cycle*, New York: Richardson & Snyder, 1984.

Lefevre, Edwin. *Reminiscences of a Stock Operator*, George H. Doran & Co., 1923.

Loeb, G.M. *The Battle for Investment Survival*, New York: Simon and Schuster, 1957.

Mackay, Charles. *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, London: Richard Bentley, 1841.

Moreland, Miles. *Various Blakeney Management Letters*, London.

Skidelsky, Robert. *John Maynard Keynes: The Economist as Savior 1920–1937*, New York: Macmillan, 1992.

Skidelsky, Robert. *John Maynard Keynes: Fighting for Freedom 1937–1946*, Penguin, 2000.

Skidelsky, Robert. John Maynard Keynes: Hopes Betrayed 1883–1920, New York: Macmillan, 1983.

Smith, Adam. The Money Game, New York: Vintage, 1976.

Sobel, Robert. Panic on Wall Street, New York: Macmillan, 1968.

Stern, Fritz. Gold and Iron, New York: Vintage, 1979.

Swensen, David F. Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment Management, New York: Free Press, 2000.

Taleb, Nassim Nicholas. Fooled by Randomness, New York: Texere, 2004.

Trotter, Wilfred. Instincts of the Herd in Peace and War, London: Macmillan, 1915.

Winkelman, Barnie F. Ten Years of Wall Street, New York: John Winston Company, 1932.

*Перевод с английского В. В. Ильина
Под общей редакцией председателя Совета директоров
«ТИКОМ Менеджмент» В. Ф. Зазовского*

Главный редактор	<i>И. В. Андреева</i>
Зам. главного редактора	<i>М. В. Трушкова</i>
Руководитель редакционного отдела	<i>Ю. П. Леонова</i>
Проект-менеджер	<i>Е. И. Зенина</i>
Редактор	<i>И. В. Степанцова</i>
Технический редактор	<i>Е. Д. Колесникова</i>
Художественный редактор	<i>Н. М. Биржаков</i>
Верстка	<i>Е. В. Матусовская</i>
Корректоры	<i>Л. Н. Макарова, М. Ю. Никитина, Е. В. Чудинова</i>

Подписано в печать 24.08.2006
Формат 60×90/16. Бум. офсетная. Печ. л. 25
Заказ № 1923

Учредитель:
Консультационно-финансовый центр «Актин»

ООО «Вершина»
127994, Москва, ул. Суцеская, д. 21–23, стр. 1, АБВ
Тел./факс: (495) 783-59-82, 967-86-25
www.glavbukh.ru, www.vershinabooks.ru

Изготовление форм и печать ОАО «Типография «Новости»
105005, Москва, ул. Фридриха Энгельса, 46