

СТЮАРТ ЛУКАС

ЛИЧНОЕ, 0000

СОСТОЯНИЕ

000,000,000

0,000.38

Приумножить
Защитить
Распорядиться

 Банк Москвы

 АЛЬПИНА БИЗНЕС БУКС

Stuart E. Lucas

00,0
0,00 WEALTH 00,000,
0,000,0

**GROW IT, PROTECT IT,
SPEND IT AND SHARE IT**

Стюарт Лукас

ЛИЧНОЕ СОСТОЯНИЕ

**ПРИУМНОЖАТЬ, ЗАЩИЩАТЬ,
РАСПОРЯЖАТЬСЯ**

Перевод с английского



Банк Москвы



Москва
2007

УДК 330.322;330.567.28
ББК 65.262.1;65.050
Л84

Издано при содействии Банка Москвы

Перевод А. Залесовой, И. Евстигнеевой
Редактор Н. Казакова
Выпускающий редактор В. Ионов

Лукас С.

Л84 Личное состояние: Приумножать, защищать, распоряжаться / Стюарт Лукас ; Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 309 с.

ISBN 978-5-9614-0483-8

Неважно, каков размер вашего состояния. Важно то, что с его появлением возникает проблема, проблема управления активами. Как подойти к ее решению? Как не только сохранить личное состояние, но и приумножить его? Как инвестировать? Как распределить активы? Как оценить риски? Как минимизировать налогообложение? Наконец, как спланировать передачу состояния по наследству? Именно на эти вопросы дает ответ Стюарт Лукас, выпускник Гарвардской школы бизнеса, представитель одного из самых состоятельных семейств, потомственный инвестор и опытный финансовый консультант. Воспользуйтесь его принципами. Их немного — всего восемь, но они помогут вам эффективно управлять личным состоянием, увидеть его реальный потенциал.

Книга предназначена для широкого круга читателей, интересующихся вопросами управления личными активами.

УДК 330.322;330.567.28
ББК 65.262.1;65.050

Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами без письменного разрешения владельца авторских прав.

- © Stuart E. Lucas, 2006
Впервые издано Wharton School Publishing
- © Издание на русском языке, перевод, оформление.
ООО «Альпина Бизнес Букс», 2006
Издано по лицензии Doris S. Michaels Literary Agency, Inc., New York, USA

ISBN 978-5-9614-0483-8 (рус.)
ISBN 0-13-236679-7 (англ.)

Технический редактор *Н. Лисицына*
Корректор *О. Богачева*
Компьютерная верстка *Г. Маравин*
Дизайн обложки — студия *designdepot*

Альпина Бизнес Букс
123060, Москва, а/я 28
Тел. (495) 105-77-16
www.alpina.ru
e-mail: info@alpina.ru

Подписано в печать 04.05.2007.
Формат 70 × 100 ¹/₁₆.
Бумага офсетная № 1. Печать офсетная.
Объем 20 печ. л. Тираж 3000 экз. Заказ №

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие к русскому изданию	7
Предисловие	9
Благодарности	13
Об авторе	17
Введение	19
Глава 1	
Как сберечь и приумножить свои активы	29
Глава 2	
Восемь принципов стратегического управления активами	41
Глава 3	
Все начинается с ценностей	57
Глава 4	
Выбираем финансовую цель	79
Глава 5	
Зачарованный лес, тайное общество и инвестиционный кибуц	115
Глава 6	
Выбор инвестиционной стратегии	143

Глава 7	
Как нанять самого важного помощника.....	179
Глава 8	
Налоги как союзники.....	211
Глава 9	
Культура предпринимательского управления.....	235
Глава 10	
Благотворительность как часть инвестиционной стратегии.....	253
Глава 11	
Как объединить долгосрочное планирование и передачу активов	275
Послесловие	299
Приложение	301

ПРЕДИСЛОВИЕ К РУССКОМУ ИЗДАНИЮ



Уважаемые читатели!

Перед вами книга, посвященная вопросу, который интересовал людей во все времена: как создать свое состояние и как им разумно распорядиться. И от этого, возможно, стать более свободным и счастливым человеком.

Тема управления личным состоянием весьма актуальна для россиян. Ведь благосостояние людей растет, а инвестиционная культура в России только начинает формироваться. Именно сейчас многие начинают задумываться о финансовом планировании на относительно долгосрочную перспективу.

Ведущие российские банки в ответ на требования времени уже сегодня предоставляют полный спектр финансовых и инвестиционных продуктов. В них можно разместить средства на депозите или передать в доверительное управление.

Развивается и становится более цивилизованным фондовый рынок. Он все более привлекает людей, располагающих самыми разными финансовыми возможностями. Как следствие активно развивается отрасль коллективных инвестиций: число паевых инвестиционных фондов с разными инвестиционными идеями за последние годы резко увеличилось.

Рецепты управления личным состоянием, предложенные в этой книге, не являются универсальными. Они представляют собой частный опыт. Его ценность в том, что им делится практик, который оперирует не теоретическими рассуждениями, а проверенными жизнью наблюдениями и мнениями.

Автор книги — миллиардер. Горизонты его финансового управления соответствуют суммам, которыми он располагает. Однако независимо от размера личного банковского счета, книга будет полезна любому, кто хочет создать и приумножить капитал. Тем более что российская финансовая действительность предоставляет такую возможность. Именно поэтому книга «Личное состояние: Приумножать, защищать и распорядиться» выходит в свет при поддержке Банка Москвы.

Алексей Сытников
Вице-президент Банка Москвы

ПРЕДИСЛОВИЕ

Когда я поинтересовался у жены, к кому она обратилась бы за финансовой консультацией, если бы мне на голову, как говорится, упал кирпич, ответ не заставил себя ждать. Стюарт Лукас. И я знаю почему. Стюарт умен, и он настоящий профессионал. Он внушает доверие. Прежде чем за что-то браться, он тщательно взвешивает все за и против. Вот уже много лет мы с удовольствием общаемся с ним и его семьей.

Для человека, занимающегося инвестиционным консалтингом, крайне важно внушать доверие. В наше время, когда все пытаются что-нибудь тебе продать, трудно сказать, кто реально ставит твои интересы выше своих. Инвесторам больше всего нужна независимая и объективная точка зрения. Я, как руководитель компании Morningstar, лучше других понимаю, что наш успех невозможен без доверия, которым мы пользуемся у клиентов. Стюарт как раз тот, кто заслуживает доверия. Он независимый консультант, он никому не пытается навязать ни финансовые продукты, ни услуги. Он кристально честен и умеет внятно и доходчиво объяснять сложные вещи.

Наследник Элбриджа Стюарта в четвертом поколении, того Стюарта, что основал в конце XIX века компанию Carnation, Лукас не понаслышке знает о проблемах и ответственности, которых не избежать обладателю крупного состояния. В основу книги «Личное состояние: приумножать, защищать, распорядиться» лег его собственный подход к управлению семейными активами (вряд ли вам удастся где-нибудь еще почерпнуть столь ценный опыт). Автор каждодневно делает со своими деньгами то, о чем пишет, — редкий случай в сфере инвестиционного консалтинга, где рекомендации чаще всего касаются чужих денег. Примеры, взятые из жизни, пригодятся вам независимо от размеров вашего капитала.

У нас со Стюартом похожие взгляды на управление. «Интересы инвестора превыше всего» — таков девиз Morningstar и позиция автора книги. Он дает продуманные, взвешенные рекомендации и пытается вооружить своих читателей знаниями, которые необходимы для принятия мудрых решений.

Первый из восьми принципов управления состоянием, которыми руководствуется Стюарт, гласит: «Берите дело в свои руки». Автор объясняет, на-

сколько важно самому выбрать стратегию и контролировать ее воплощение. Лишь после этого можно прибегать к помощи экспертов. Стюарт приводит реальные примеры, рассказывает, как эту мудрость постигали в его семье. Простая передача управления даже лучшим профессионалам оказывается ошибкой.

Еще один совет, который мне особенно нравится, заключается в том, что владелец активов должен запрашивать у компаний по доверительному управлению «конкурсное предложение». Это стимулирует конкуренцию, помогает понять специфику предоставляемых услуг и получить более выгодное предложение. Запрос конкурсного предложения — очень простая процедура, к которой, однако, редко прибегают.

Мне импонирует комплексный подход Стюарта к управлению состоянием. Он подробно описывает все его составляющие: инвестирование, распределение активов, оценку рисков, минимизацию налогообложения, благотворительность, планирование передачи по наследству. Многие авторы уделяют внимание лишь какому-то из этих аспектов, и читателям приходится самим решать, как объединить их в одно целое. Стюарт, напротив, дает свои рекомендации в рамках понятной и целостной *модели*.

Одна из задач Morningstar — сделать работу взаимных фондов более прозрачной. Я считаю, что книга, которую вы держите в руках, призывает к этому же в области доверительного управления личным состоянием. По сравнению с клиентами взаимных фондов клиентам компаний по управлению активами сложнее сделать правильный выбор, так как в их распоряжении гораздо меньше информации. У них нет ориентира для оценки качества предоставляемых услуг. Безусловно, на рынке работают грамотные специалисты (среди них много клиентов Morningstar), однако однозначно оценить их профессионализм невероятно трудно. Надеюсь, Стюарт Лукас поможет вам разобраться в этом многообразии проблем.

Я думаю, книга заинтересует инвестиционных консультантов, и они в свою очередь предложат прочитать ее своим клиентам. Инвесторы начнут более придирчиво относиться к выбору консультантов, а те будут неустанно повышать свой уровень. Проигравших нет.

Интересы Стюарта сосредоточены на его семье, и на управление активами он смотрит с ее точки зрения. В большинстве книг этот вопрос рассматривается с позиции отдельно взятого человека. Участие многочисленных родственников сильно осложняет ситуацию. Стюарт исследует непростые взаимосвязи между членами семьи и семейным состоянием и подчеркивает, что план управления должен непременно учитывать семейные ценности. Кроме того, он дает советы по таким имеющим отношение к управлению состоянием вопросам, как воспитание детей, образование и карьера.

Мне кажется любопытным то, как автор определяет понятие «состояние». Для него это не только размер банковского счета или портфеля ценных бу-

маг. С его точки зрения, быть состоятельным — значит приносить пользу другим людям и обществу, оставить после себя что-либо значимое, но самое главное — брать на себя ответственность и риск и учить этому своих детей. Другими словами, состояние — это инструмент, помогающий людям выполнять свой гражданский долг. На мой взгляд, именно так надо смотреть на состояние, а не как на возможность купить еще одну яхту.

Я уверен, что книга поможет вам эффективнее управлять своими активами, увидеть их реальный потенциал. Больше всего в концепции Стюарта мне нравится то, что в ее центре находятся личные и семейные ценности, про которые, как это ни печально, нередко забывают. Однако без них у вас не Состояние, а просто деньги.

Приятного чтения!

Джо Мансуэто,
основатель, председатель совета директоров,
генеральный директор Morningstar, Inc.

БЛАГОДАРНОСТИ

Первая книга всегда оказывается тяжелым испытанием, и мой случай не исключение, хотя удовольствие от работы я получил огромное. Особенно хочется отметить помощь и поддержку тех, кто верил в необходимость такой книги и мою способность ее написать. Всем вам большое спасибо.

Когда работа над проектом только начиналась, неоценимую помощь оказал Говард Стивенсон из Гарвардской школы бизнеса, автор замечательной книги о том, как достичь успеха, — «Всего понемногу: как добиться успеха на работе и в личной жизни» (Just Enough: Tools for Creating Success in Your Work and Life). Именно он предложил взять за основу опыт моей семьи и давал советы по содержанию. Пол Штурм, опытный журналист и директор Morningstar, помог мне сориентироваться в издательском мире и познакомил с Дорис Майклс, ставшей моим агентом, и Джимом Бойдом из издательства Prentice Hall. И Дорис, и Джим, которым я глубоко признателен за поддержку, с невероятной дотошностью правили текст книги, придавая ему законченный вид. Кроме того, Джим собрал прекрасный коллектив.

Кейла Даггер и ее команда (Ден ДеПаскуале, Джим Шахтерль и др.) провели блестящую пиар-кампанию, чтобы привлечь читателей. Я был счастлив таким сотрудничеством. То же самое я могу сказать о своем пресс-агенте Лизе Берковиц.

Дорис познакомила меня с редактором Ричардом Кунсом, который в течение полутора лет помогал мне осуществить мечту. С Риком очень приятно сотрудничать. Сильнее всего мы ощущали, что работаем в паре, когда наши позиции расходились. Мы яростно убеждали друг друга в своей правоте, иногда ситуация накалялась до предела. Но во всех этих спорах Рик показал себя как профессионал, умеющий выслушать собеседника и найти компромисс. Вдобавок он невероятно талантливый писатель.

Огромную помощь мне оказали люди, имеющие непосредственное отношение к финансам. Боб Доран из Wellington Management Company на примерах показал, как работает крупная инвестиционная компания, и я благодарен ему за постоянную поддержку. Джеф Томассон, Джон Хёртль и Шелби Ноткин — асы своего дела. Лоррейн Цаварис, Ральф Риттенур, Энди Эбер-

харт, Сьюзан Джонстон, Карен Хардинг и другие сотрудники U. S. Trust и CTC Consulting снабжали меня всеми необходимыми данными. Мой замечательный бухгалтер Марк Огенштайн любезно согласился прочитать несколько глав и сделал очень ценные замечания.

Джо Мансуэто, блестящий игрок в теннис, основатель и генеральный директор компании Morningstar, невероятно занятой человек. Но он так верил в этот проект, что нашел время прочитать рукопись и написать интересное предисловие. Спасибо, Джо.

Хочу поблагодарить Тима Долана за то, что он постоянно заставляет меня думать; Скота Дила, моего друга и бывшего босса в Bank One; Синтию Уомболд за помощь в создании иллюстраций; Джима Экштейна за практические советы. Кроме того, хочу выразить признательность своим друзьям Мартину Олдерсону Смиту, Этьенну Бойо, Теду Хиббену, Трейси Вейсман, Брайану Майнеру, Лайлу Логану, Розенбергам — старшему и младшему, Алексу ДюБюкле и Линде Литнер. Они читали разные главы, подсказывали новые идеи и помогли убедить издательство Prentice Hall заняться этим проектом. Я также хотел бы поблагодарить сотрудников Harvard Business School Personal Finance Group в Чикаго, которые читали черновую версию книги, вносили исправления и всячески поддерживали меня.

С самого начала мой друг и талантливый преподаватель финансового дела Стив Каплан помогал мне совершенствовать стратегию управления активами. Он объяснял мне тактику инвестирования и отвечал на бесконечные вопросы. Боб Макдермотт и его жена Джейн (юрист по профессии) принимали активное участие в финансовых делах моей семьи. На протяжении многих лет мы постоянно обращались к ним за консультациями, которые всегда отличались профессионализмом и практической направленностью. Огромную помощь оказал Джек Ланфар. Более десяти лет назад он помог мне начать осуществление, казалось, несбыточных планов.

Неоценимый вклад в книгу внесли и другие люди. В их числе Кен и Питер Лехман, Пенни Прицкер, Джон Манли, Джек Польски, Ленни Гейл, Робин Стинз, Питер Голдз, Мэтт и Кей Баксбом, Уилл Доуэни. Каждый из них делился со мной своими соображениями, благодаря им я расширил свое понимание тех проблем, с которыми сталкиваются состоятельные люди и их семьи.

Кристофер Эйнсли, Гари Лусидо и Боб Райхблум использовали свой опыт в издательском деле и рекламе, когда мы часами обсуждали, как лучше преподнести главную идею, и вместе оттачивали абсолютно новую модель стратегического управления активами через поколения. Мы подолгу беседовали с Сарой Гамильтон из Family Office Exchange, многие из ее идей нашли отражение на этих страницах. Хочу поблагодарить своего наставника, друга и члена совета директоров благотворительного фонда NPR Foundation Билла Пурвью, одного из моих самых строгих критиков. Билл открыл мне глаза на множество подводных камней, встречающихся в сфере инвестиций, менеджмента,

благотворительности и человеческих ценностей. Его деловая и житейская мудрость вдохновляют меня постоянно.

Самую серьезную поддержку в работе над этим проектом я получил от своей семьи. Два года назад двенадцать человек — мои родители, родные и двоюродные братья и сестры — живейшим образом откликнулись на просьбу о помощи, когда узнали, что я хочу написать книгу об управлении состоянием и рассказать о нашем семейном опыте. Некоторые сомневались в успехе, однако они полностью мне доверяли и во всем поддерживали. Надеюсь, что оправдал оказанное мне доверие.

Я безгранично признателен моему отцу, брату Уильяму и его жене Мелиссе. Мы работаем вместе, и их мнение отражено едва ли не на каждой странице. Надеюсь, у нас впереди еще долгие годы интересной совместной работы.

Отдельную признательность выражаю моей жене Сьюзан и нашим детям. Я ушел в этот проект с головой, но вы ни словом не упрекнули меня и всегда были рядом. О таких близких можно только мечтать!

ОБ АВТОРЕ

Крупное состояние, управление семейными активами, участие в благотворительности и сохранение семейного наследия — обо всем этом Стюарт Лукас знает не понаслышке. Более двадцати лет он жил «двойной жизнью»; будучи членом одной из самых состоятельных семей в США, он работал топ-менеджером ведущих инвестиционных компаний.

Лукас — представитель четвертого поколения потомков Элбриджа Эймуса Стюарта, основателя американской компании Carnation, производителя сгущенного молока без сахара Carnation, корма для кошек Friskies, растительного заменителя сливок Coffee-Mate и продуктов питания с брендом Contadina. В 1985 году Стюарты продали свое детище Nestlé швейцарскому гиганту с мировым именем в области производства продуктов питания.

Сегодня Лукас играет ведущую роль в управлении семейными активами. Начиная с 1988 года он главный партнер семейной фирмы, которая инвестирует капитал в альтернативные фонды. Их внутренняя норма доходности с самого начала составляла 16%. С 1995 по 2004 год он руководил семейным офисом и сейчас делит свои обязанности еще с несколькими членами семьи.

Стюарт Лукас уделяет серьезное внимание общественной деятельности. Он является директором благотворительного фонда Stuart Foundation, который занимается поддержкой образовательных учреждений, охраной детства, реализацией молодежных программ в Калифорнии и Вашингтоне. Помимо этого, он заместитель председателя совета директоров фонда National Public Radio Foundation в Вашингтоне, где участвует в работе финансового, инвестиционного и исполнительного комитетов. Он также входит в состав совета директоров экспериментальных школ Чикагского университета и комитета по развитию. В прошлом Лукас входил в состав консультативного совета Центра Рокфеллера в Дартмутском колледже и Вспомогательного совета Чикагского художественного института.

Прежде Лукас занимал должность старшего управляющего группы Ultra-high Net Worth, которая входит в отделение по обслуживанию частных клиентов в Bank One в Чикаго. Эта группа работала со 150 частными клиентами, доверившими банку управление своими активами стоимостью более 25 млн

долларов. В 1980-х Лукас работал в Wellington Management, специализирующейся на управлении активами. В течение трех лет он был генеральным директором ее европейского филиала, а до этого помощником портфельного менеджера взаимного фонда Forbes Honor Roll.

В 1981 году Лукас закончил с отличием Дартмутский колледж по специальности «История», а в 1989-м — Гарвардскую школу бизнеса. Он дипломированный финансовый аналитик, а кроме того, успешно сдал экзамены на получение сертификатов Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASD Series 7 и 66).

Стюарт Лукас женат, воспитывает троих детей.

ВВЕДЕНИЕ

Вопрос: *Кому легче всего стать миллионером?*

Ответ: *Миллиардеру.*

Из этой книги вы узнаете, как сохранить, приумножить, распределить свое состояние и спланировать его передачу по наследству. Работая много лет в компаниях по управлению активами, я одновременно представлял интересы своей семьи. Теперь я хочу поделиться своим опытом, который ценен тем, что мне удалось побывать «по обе стороны стола».

Неважно, копили вы свое состояние много лет или получили его сразу, оценивается оно в сотни тысяч или в сотни миллионов, большая у вас семья или не очень, — приведенные здесь принципы помогут вам сберечь капитал и, самое главное, использовать его с толком.

Каждый из нас мечтает неожиданно разбогатеть: сделать выгодное вложение, получить наследство или выиграть в лотерею. На деле, однако, большинство создает состояние постепенно. Так или иначе, мы оказываемся перед сложной задачей управления состоянием, объединения компонентов этого процесса в единое целое.

Мне повезло, я родился в состоятельной семье. Моя мечта начала сбываться задолго до моего появления на свет. В 1899 году мой прадед Элбридж Эймс Стюарт основал компанию Carnation со стартовым капиталом в 25 тыс. долларов. Через 85 лет мы продали ее корпорации Nestlé за 3 млрд долларов, и я унаследовал эти деньги. А если умножить эту сумму на 25-летний опыт в области финансового консалтинга, то мое везение иначе как сказочным не назовешь.

Я создал гибкую модель, которую можно подстраивать к потребностям каждого, кого интересует управление личным состоянием.

Но для начала я бы хотел немного рассказать о себе и своей семье.

Отличная идея, провальный старт

Основание Carnation, а также смелость и упорство, с которыми Стюарт-старший взялся за производство молочных продуктов по новой, революционной, технологии, золотыми буквами вписано в анналы американской

истории. Точно так же ее частью стало состояние, которое он создал, поставляя эти продукты сначала к столу ваших бабушек и дедушек, а теперь и к вашему.

В конце XIX века Стюарт мечтал о том, чтобы вкусное и полезное молоко было так же доступно американцам, как сахар и соль. Именно поэтому в 1899 году он стал сооснователем компании Pacific Coast Condensed Milk и выкупил за 25 тыс. долларов права на производство сгущенного молока без сахара.

Поначалу казалось, что предприятие обречено. Молоко в плохо закупоренных банках портилось после выхода за ворота завода, расположенного неподалеку от нынешнего Сиэтла, штат Вашингтон. Местные жители не хотели покупать сгущенку, ведь регион изобилует лугами с зеленой сочной травой, где паслись тучные стада, и свежее молоко было столь же доступно, как и чистая, холодная вода из горных источников.

Однако прадед не сдавался. «Упорство победит. Оно всегда побеждает», — повторял он, совершенствуя процесс производства и технологию консервирования.

Счастливым случаем плюс упорный труд

Прадеду повезло, как говорится, «встретились счастливый случай и трудолюбие». Началась золотая лихорадка, спрос на сгущенку резко подскочил. Через Сиэтл на Аляску хлынул поток золотоискателей, старатели буквально сметали банки с прилавков. К 1909 году у Carnation было уже семь заводов, а продажи выросли до 4 млн долларов, или 40 млн банок в год.

Из цельного молока выпаривалось 60% воды. Его можно было перевозить и хранить без холодильника. Благодаря настойчивости, дисциплинированности, трудолюбию, оптимизму и везению Элбриджа компания стала крупнейшим производителем продуктов питания в мире.

Через три поколения Стюарты снова напали на золотую жилу. В 1985 году международный гигант пищевой промышленности Nestlé купила Carnation по 83 доллара за акцию, или за 3 млрд наличными. Это вдвое выше объявленной несколькими годами ранее стоимости. Кроме того, это была самая высокая цена, по которой когда-либо покупали компанию по производству продуктов питания. Неожиданно наша разросшаяся семья, владевшая 27% акций, оказалась, как заявил журнал *Forbes*, в списке 400 самых богатых семей Америки. Суммарная стоимость наших активов приближалась к 1 млрд долларов!

Это было потрясающее время. Мы осуществили американскую мечту. Но здесь нас и подстерегали проблемы.

С момента основания Carnation в 1899 году наша семья была тесно связана с компанией. Трое из пяти управляющих — Стюарты. Хотя генеральный

директор Эверетт Олсон не был нашим родственником, в прессе и в деловых кругах все называли Carnation «семейным предприятием».

Конец эпохи

Carnation продали, и все мгновенно изменилось. Деньги семьи, которые чуть ли не целый век были вложены в акции компании, неожиданно стали свободными. Связь с компанией, которая десятилетиями обеспечивала американцев «вкусным молоком от счастливых коров», внезапно прервалась. Объединявшее нас общее дело исчезло, и нам пришлось заново выстраивать отношения друг с другом. Кроме того, возникло сразу несколько проблем: сохранение самобытности, цель жизни, лидерство и наследство. Без малого 90 лет Carnation была смыслом жизни семьи. Что делать теперь, после ее продажи? В начале XX века, когда прадед вознамерился продать Carnation, его сын, унаследовавший должность президента компании, умолял не делать этого. «Если ты ее продашь, я пропаду», — говорил он. И все же в 1985 году продажа состоялась. И нам, наследникам Элбриджа Стюарта, пришлось столкнуться с новой действительностью.

Отсутствие стратегии управления состоянием

В результате сделки с Nestlé возникло три проблемы.

Во-первых, мы оказались не готовы к продаже Carnation и понятия не имели, как подступиться к управлению активами. В начале 1985 года, после завершения сделки по продаже компании, состояние примерно в 1 млрд долларов было разделено между членами семьи. Десятью годами позже семья Стюартов состояла из семи ветвей, каждая из которых преследовала свои собственные инвестиционные цели и по-своему пыталась их достичь. Результаты были очень разными.

Во-вторых, пропала основа самобытности. Семейное наследие и история таяли на глазах. Элбридж Стюарт умер в 1940 году; его сына (отца моей матери) не стало в начале 70-х. Через год после продажи компании никто из нас уже не работал в Nestlé. Связь Стюартов с Carnation превратилась из актива в пассив.

В-третьих, после продажи Carnation полученные средства были вложены в портфели акций и облигаций, которые ежегодно приносили доход. Однако прирост этих новых инвестиций не шел ни в какое сравнение с акциями Carnation, среднегодовой прирост которых составлял в период с 1899 по 1985 г. 13%. Более того, в начале 1990-х доходы начали падать. Вскоре те из нас, кто зависел от инвестиционных доходов, стали делать ставку на

инструменты с фиксированным доходом. Этот шаг неизбежно привел бы к дальнейшему сокращению состояния.

Все это заставило меня более пристально взглянуть на самую близкую мне ветвь Стюартов — на Лукасов: на родителей, братьев, сестер, на наших детей. Окончив Дартмутский колледж, я работал в Wellington Management Company, которая занималась инвестиционным менеджментом и управляла активами стоимостью несколько сотен миллиардов долларов. Постепенно я начал принимать активное участие в инвестиционном и финансовом менеджменте своей семьи.

Навыки, приобретенные в Wellington Management, позволили мне проанализировать состояние семейных инвестиций. Выводы оказались неутешительными. Доходность вложений в лучшем случае была средней.

Тревожные сигналы

С 1987 по 1994 г. фондовый рынок США продемонстрировал колоссальный рост — 133%, а рынок облигаций вырос на 92,4%. Таким образом, наш портфель, 60% которого составляли акции и 40% облигации, за семь лет *должен был* вырасти на 117%. Каково же было мое удивление, когда оказалось, что этого не произошло! Более того, в период интенсивного подъема рынка стоимость основного инвестиционного портфеля семьи увеличилась лишь на 31%. С учетом инфляции наше состояние не выросло вообще.

Обеспечить прирост активов — непростая задача

Так в чем же причина? Прежде всего, я обнаружил, что обладание состоянием — удовольствие недешевое: оно связано со значительными затратами, которые снижают стоимость наших активов. Для поддержания стоимости активов (после распределения примерно 4% годового дохода между членами семьи, уплаты налогов и вознаграждения управляющему и брокерам, учета инфляции) нам нужно было обеспечить их рост приблизительно на 9,5% в год. Однако из-за того, что 40% активов были вложены в облигации, рост акций должен был составлять примерно 12% в год, т.е. почти те самые 13%, которые год за годом, десятилетие за десятилетием демонстрировали акции Carnation!

Но это было еще не все.

Для того чтобы уровень инвестиционных доходов семьи оставался стабильным, нужно было не просто поддерживать стоимость активов на одном уровне, а постоянно ее увеличивать, так как семья росла. У моих родителей четверо детей и девять внуков. Если мы хотели жить так же, как они, то должны были обеспе-

читать рост своего портфеля акций не на 12%, а почти на 17% в год в течение последующих 50 лет. Впечатляющая цифра даже для профи фондового рынка!

Мы думали, у нас достаточно денег, чтобы обеспечить своих потомков. Оказалось, что это иллюзия. Даже если бы мы тратили только полученный доход (за вычетом платы за управление активами, налогов и инфляции), мои дети получили бы на 90% меньше, чем было у моих родителей, просто потому, что семья росла. Мальчишкой я часто слышал выражение «Отцам копить, а детям сорить». Теперь я понимал, что оно значило, и мне это не понравилось.

Конечно, никто не собирался садиться на хлеб и воду. Однако стало ясно, что, если мы не хотим, чтобы труды моего прадеда и деда превратились в дым, надо приложить максимум усилий.

Состояние — это не только деньги

Кроме этого, я понял еще кое-что. Деньги — это не просто наличные. Это символ трудолюбия, преданности своему делу и преемственности поколений, это бесценный подарок прошлого, который необходимо беречь и использовать во благо не только нашей семьи и будущих поколений Стюартов, но и всего общества.

Наш портфель — нам и управлять

Надо было срочно заняться управлением активами. В противном случае вскоре от них не осталось бы ничего, кроме воспоминаний. Что сделать, чтобы вернуть финансовое благополучие? Мне потребовались все знания, полученные в Гарвардской школе бизнеса, и опыт работы в сфере инвестиционного менеджмента. Но сначала я решил обнародовать свои выводы. Вы когда-нибудь собирали большой семейный совет, чтобы обсудить финансовую ситуацию в семье? Я — да, и вы, дочитав эту книгу до конца, поступите так же.

Вырабатываем стратегию

Я убедил родных, что необходимо выработать общий подход к тому, что я называю *стратегическим управлением активами*. Это философия и подход к накоплению активов, который состоит из нескольких элементов, а именно: определение ценностей; определение цели инвестиций; определение временного горизонта управления (одно или несколько поколений); управление активами, пассивами и денежными потоками; контроль над расходами; передача активов; а также налоговое планирование и уменьшение рисков.

Одновременное и согласованное управление всеми этими элементами дает гораздо больший эффект, чем управление каждым из них в отдельности. Стратегическое управление — это всеобъемлющий подход, успех которого зависит от тщательного планирования и целенаправленного использования семейных активов в долгосрочной перспективе (в нашем случае на протяжении жизни нескольких поколений). На семейном совете мы сосредоточились на тех ценностях, которые, как нам казалось, должны стать определяющими при управлении нашим состоянием в будущем. Мы говорили о семейном наследии — наследии, которое основано на трудолюбии, упорстве, несгибаемой воле и христианских ценностях. Мы обсудили нашу готовность к принятию риска, ожидания относительно доходов и долгосрочные цели как семьи в целом, так и ее отдельных членов. По сути, мы обсуждали выбор: постепенное разорение или обдуманый, взвешенный риск ради возможности увеличить свое состояние и состояние своих детей.

Не хозяева, а слуги

В один прекрасный момент мы осознали, что *перестали быть хозяевами своего состояния и стали его слугами*. После продажи Carnation Стюарты стали отдаляться друг от друга. Мы решили, что так дальше продолжаться не может, и договорились вновь объединить активы семьи.

Мы решили принимать решения и выбирать стратегию управления исходя из личных и семейных ценностей. Почему? Потому что именно они являются основой для выбора приоритетов в управлении активами.

Мы решили полностью изменить структуру инвестиций и характер взаимодействия с управляющим, для того чтобы наше состояние работало на нас, а не на чужого дядю. В случае успеха мы бы смогли обеспечить себе желаемый уровень жизни, увеличить капитал и передать его будущим поколениям.

Мы поняли, что для нас жизненно важно сохранить гармонию в семье, поддерживать друг с другом тесные связи и принимать непосредственное участие в управлении состоянием. Для эффективного накопления активов и управления ими необходим профессиональный подход, и вам тоже предстоит это осознать.

Беремся за управление состоянием

На семейном совете было решено отказаться от услуг управляющего, которым уже много лет являлся Midwestern Bank. Это редкое событие в сфере доверительного управления. Как ни странно, банк не стал предъявлять никаких претензий. Напротив, в 2001 году меня пригласили в Midwestern Bank консультантом.

Отказ от существующего доверительного управляющего и решение об активном контроле процесса управления состоянием принесли только положи-

тельные результаты. О них я и собираюсь рассказать. Кроме того, я покажу, как добиться успеха с учетом индивидуальных особенностей и целей любого из вас.

Благотворительная деятельность сплотила нашу семью

Улучшение финансовых результатов, сплоченность семьи, согласованное управление состоянием — вот далеко не полный перечень последствий семейного совета. Мы лучше узнали свою историю, стали больше ценить ее.

Выяснилось, что многие из нас хотят заниматься благотворительностью. Наш первый благотворительный фонд был основан в 1937 году. С тех пор практически каждое поколение Стюартов учреждало свой фонд. Среди многочисленных проблем, которыми сегодня занимаются эти фонды, — помощь пожилым людям, а также детям и подросткам из малообеспеченных и неблагополучных семей. Ежегодно на это тратятся миллионы долларов. Следуя примеру своего прадеда, наша семья тратит на благотворительность личные средства и время, работая как с крупными, так и с малыми некоммерческими организациями. Некоторые из них широко известны и обладают значительным авторитетом, другие — небольшие, но помогают беднейшим слоям населения. В дальнейшем я подробнее остановлюсь на благотворительности как неотъемлемом компоненте управления личным состоянием.

Мы стали ближе

Совместное управление семейным состоянием сблизило меня, моих братьев, сестер и родителей. Оно требует обширных знаний, желания двигаться вперед и незаурядных личных качеств. Кроме того, необходимо стремление к открытому, честному диалогу с остальными родственниками. Нужно прислушиваться к их мнению, даже если вы с ними не согласны. В нынешнем семействе Лукасов это не просто. Но, принимая какое-либо решение или определяя цели, мы должны учитывать потребности и интересы *всех* членов семьи.

Как создал свое состояние Элбридж Стюарт

В детстве мне с братьями и сестрами часто рассказывали об упорстве, которое перед лицом многочисленных неудач проявлял Стюарт, основавший Carnation. Мы до сих пор помним эти истории, и я надеюсь, что и вы смо-

жете извлечь из них полезные уроки и применить их на практике независимо от своего финансового положения и ситуации в семье.

На нашей вилле на полуострове Кейп-Код хранится ящик для заказов, оставшийся от бакалейной лавки Стюарта, которая закрылась задолго до появления Carnation. Он напоминает нам, что для того чтобы чего-то добиться, нужно много работать. Родители приучали нас к труду, хотя было очевидно, что все их состояние перейдет к нам.

История Carnation служит примером не только того, как надо вести дело, но и того, как управлять состоянием, которое это дело принесло. Многие идеи Элбриджа Стюарта легли в основу важнейших принципов, описанных в этой книге.

- *Для успешного развития важно постоянно получать прибыль.* Carnation сохраняла независимость на протяжении 86 лет, она пережила две мировые войны и Великую депрессию, и только три года были для нее убыточными. Причина — разумная диверсификация, расширение полномочий сотрудников и тщательный контроль результатов.
- *Необходим взвешенный и обдуманнный риск.* Готовность к риску и интуиция прадеда были основаны на глубоком знании своего дела.
- *Интересы поставщиков и потребителей — это и ваши интересы.* Стюарт-старший всегда стремился сотрудничать с людьми, а не рассматривать их как своих противников.
- *Берегите свое состояние.* Прадед много работал и был бережлив. Моя мать до сих пор с гордостью говорит, что мы скромные люди.
- *Приносите пользу.* Критерий успеха «по Стюарту» — количество полезных дел.

Цена денег

В 1965 году мы вернулись в США из Европы, где прожили три года. Отец купил недорогой автомобиль — красный «плимут валиант». Проработав в Carnation 17 лет, он стал президентом по международным операциям, однако продолжал ездить все на той же машине. Когда в Лос-Анджелес приезжали руководители зарубежных филиалов, отец возил их не на каком-нибудь сверкающем «кадиллаке» или «линкольне», а на красном «валианте»! Он так любил свой «плимут», что на его 25-й «день рождения», в 1990 году, мы купили специальный номерной знак с надписью «ХЛАМ-65». Когда ХЛАМ-65 развалился, из гаража выкатили древний «мерседес», оставшийся еще от моей бабушки. Ему было лет двадцать. «Еще побегает», — сказал отец.

Выдавший виды «плимут» словно говорил: «Имидж ничто. Цент доллар бережет. Каким бы большим ни было твое состояние, не разбрасывайся им

без необходимости». Своим подчиненным отец таким образом демонстрировал необходимость контроля над расходами.

О книге

Сегодня отношение к деньгам в нашей семье основывается на благоразумии и предусмотрительности, а также на активном и продуманном подходе к управлению семейным состоянием.

Я не предлагаю вам слепо скопировать нашу систему ценностей. Это вещь сугубо индивидуальная. Опыт инвестиционного консультанта и человека, управляющего солидным семейным капиталом, позволил мне собрать под одной обложкой множество различных способов эффективного управления состоянием. Изучив их, вы наверняка сможете выбрать для себя наиболее подходящий.

Я расскажу вам о том, как управлять *своим* состоянием для себя или для будущих поколений, используя проверенные принципы. Мои рекомендации могут пригодиться тем, кто интересуется накоплением и управлением активов, пенсионным планированием и стратегиями долгосрочного управления состоянием. Надеюсь, что книга окажется небесполезной и для предпринимателей, и для специалистов в области инвестиционного менеджмента, которые хотят использовать в своей работе новые методы и подходы для накопления и диверсификации финансовых активов.

Надеюсь, мой личный опыт поможет вам избежать многих ошибок. Большинство предлагаемых идей можно применять независимо от размера состояния, которым вы собираетесь управлять.

Прежде чем читать дальше, запомните: управление состоянием — это не только вложение денег. Управление состоянием — это еще и взаимодействие с людьми, сохранение моральных ценностей, благотворительность и, конечно, учет интересов семьи в целом. Будьте последовательны и мудры. Состояние — это дар, о котором необходимо заботиться и которым нужно разумно делиться с другими.

Стюарт Лукас, июль 2005

0,000 ГЛАВА 1 000,000,000,0
00,00 КАК СБЕРЕЧЬ 000,000,
,000, И ПРИУМНОЖИТЬ 000,
00,00 СВОИ АКТИВЫ 000,000

Решайте свои проблемы.
Не позволяйте им «решать» вас.

Элбридж Стюарт

Что должен делать обычный человек, чтобы эффективно управлять своим состоянием? Как его увеличить, сохранить и распределить? Как обеспечить безбедное существование себе и своим детям?

За четверть века я понял, что эффективность управления не имеет ничего общего с тем, сколько и каким образом вы накопили. Она определяется тем, *как* вы это делаете, а не тем, *сколько* у вас активов. Работая в сфере финансов, а также распоряжаясь значительной частью семейного состояния, я приобрел немалый опыт, который и лег в основу этой книги. Мои советы пригодятся тем, кто решил заняться непростой задачей управления личным состоянием. Уверен, что мой собственный опыт и реальные примеры из жизни моей семьи помогут вам избежать многих неприятностей.

Управление состоянием — это не просто инвестирование средств. Деньги, семья и общество неразрывно связаны друг с другом. Люди платят налоги, копят деньги, тратят их, жертвуют благотворительным организациям, оставляют наследство. Эффективным может быть только одновременное управление всеми этими составляющими.

Передача собственности

Одни создают состояние, откладывая каждый месяц небольшую сумму, и управляют им так, чтобы обеспечить свою старость. Однако сколько бы человек ни накопил, с какими бы консультантами ни работал, ему все равно кажется, что управление его активами недостаточно эффективно, и он продолжает искать пути его улучшения.

Другие обретают финансовую независимость сразу, иногда в драматических обстоятельствах. Получение состояния происходит для них внезапно и сопровождается стрессом. Кто-то продает бизнес, в который были вложены все сбережения. Кто-то выходит на пенсию и должен теперь самостоятельно распоряжаться накоплениями. Некоторые получают состояние в результате развода или смерти супруга. Одно из самых трагичных обстоятельств — смерть родителей. В ближайшие 50 лет в США произойдет самое масштабное перемещение активов за всю историю страны. По оценке исследователей из Бостонского колледжа Джона Хейвенса и Пола Шервиша, стоимость переданного по наследству имущества составит за эти 50 лет от 25 до 65 трлн долларов, или пример-

но 500 млрд — 1,3 трлн в год¹. Во многих случаях люди будут не готовы взять на себя ответственность по управлению состоянием, а само наследство станет для них полной неожиданностью.

Для того чтобы накопить и сохранить состояние, необходимо время. Самое важное — не принимать поспешных решений, которые ведут к потерям. Поэтому не торопитесь, сначала сделайте домашнюю работу и обдумайте свои действия.

Как работают компании по управлению активами

Почему, прежде чем доверить кому-либо управление своим состоянием, важно тщательно все продумать? Дело в том, что для защиты *своих* интересов вам необходима информация. Если вы неактивны, невнимательны и не обладаете достаточными знаниями, то, скорее всего, доверительный управляющий будет действовать не в ваших интересах, а в своих.

1. Финансовые консультанты и их клиенты преследуют, как правило, разные цели. При возникновении конфликта интересов управляющий может поставить собственные интересы выше интересов клиента.
2. Консультант не может полностью понять и учесть ваши особенности и особенности вашей семьи, а ведь именно они являются ключевыми факторами при определении приоритетов, целей, а также выборе стратегий. Кроме того, они влияют (часто негласно) на принятие многих инвестиционных решений.
3. Очень немногие профессионалы являются универсалами, работающими в нескольких областях, или могут предвидеть, как рекомендация одного консультанта может отразиться на рекомендации другого. В идеале рекомендации экспертов должны дополнять и подкреплять друг друга. Однако специализация в сфере профессиональных услуг не всегда позволяет добиться этого.

На управлении *вашим* состоянием зарабатывают брокеры, взаимные фонды, страховые компании, инвестиционные менеджеры, хедж-фонды, юридические фирмы, банки, финансовые консультанты и аудиторы. Большинство компаний ищут баланс между приемлемыми для клиента результатами и собственной прибылью. Как и в любом другом бизнесе, работающем в рыночных условиях, вознаграждение управляющего зависит от того, сколько он принес в компанию. Чем выше ее прибыль, тем больше он получает. Однако высокая прибыль не всегда означает качественные услуги.

Рассчитать, какую стоимость приносит управление состоянием или рекомендация, трудно. Клиент вынужден верить своему управляющему, не имея возможности объективно оценить его работу. Результаты исследований рынка данных услуг говорят о низком уровне удовлетворенности клиентов.

Такая ситуация не выгодна ни одной из сторон, но, к счастью, исправима. Сейчас американские компании по управлению активами пытаются перейти к новой модели предоставления услуг, в которой их качество важнее прибыли. Никто не знает, чем это закончится. Рынок и конкуренция лучше всего решают такие проблемы, однако в процессе перемен может пострадать потребитель. Поэтому я говорю: «Будьте осмотрительны!» и «Дочитайте эту книгу до конца».

Классический подход к управлению состоянием

Большинство поручает управление личным состоянием тому консультанту, который внушает им доверие. Все они люди занятые и хотят, чтобы их делами занимался профессионал. Они либо обращаются к специалисту, который помогал им раньше (возможно, в решении каких-то других вопросов), либо находят нового управляющего. В обоих случаях заказчики выбирают конкретную фирму или проводят отбор, часто не зная, что им нужно и как правильно оценить характеристики и качество каждого предложения. Во время отбора претенденту предлагается рассказать о преимуществах своей компании, а также о том, как осуществляется управление. Заказчик пытается осмыслить предложенную информацию, но так как он весьма поверхностно разбирается в вопросе, то останавливается на самом привлекательном, по его мнению, предложении. При этом он сам не понимает, каких конкретно результатов хочет добиться и возможно ли их добиться в принципе.

Отступление 1.1. Договоримся о словаре

Многие никогда не сталкивались с консультантами по управлению активами. А язык инвестиционного менеджмента кажется им таинственным и пугающим.

Общаясь с собственными детьми, я на себе чувствую, насколько ужасна такая вещь, как «языковой барьер». Взять хотя бы популярнейшую японскую игру «Покемоны». Ее герои — фантастические существа — постоянно воюют между собой. Мой восьмилетний сын играет практически не глядя, а я, мягко говоря, ничего в игре не понимаю. Там действуют сотни существ, у каждого есть множество способностей и слабых мест, одни превращаются в других, а их имена выговорить просто невозможно. «Покемоны» — это не только игра, это игрушки, телешоу, книги,

футболки. Мой отпрыск не только сам знает о них все, но и легко, а главное, аргументированно и доходчиво может убедить вас, что для нормальной жизни вам просто необходимо приобрести парочку уродцев. Во время игры мы с ним беседуем примерно так.

Сын: Пап, сыграй своим Синдаквилом против моего Фералигатра! Синдаквил классный, у него есть синдж-атака, и НР у него целых 50!

Я: А у Аллигатора какая атака?

Сын: Пап, да не аллигатор, а Фералигатр! У него слеш-атака.

Я: Ну ладно. А мой Синдаквил может вместо синдж-атаки использовать слеш-атаку?

Сын: Да нет же, пап. Там же в правилах все написано.

Абракадабра, скажете вы, и будете правы. Через пять минут у меня начинает кружиться голова, и я уже не понимаю, что такое НР, и тем более — хорошо это или плохо, когда НР равно 50. Синдж-атака для меня значит не больше, чем слеш-атака. Кроме того, я плохо знаю правила игры и, даже если что-то помню, то не могу доказать, что прав, так как мой словарный запас, приличествующий случаю, весьма скуден. (Естественно, мой сын чувствует себя во всех этих тонкостях, как рыба в воде.) Вдобавок я не прочитал внизу карточки надпись мелким шрифтом о том, что уязвимость Синдаквила — это слеш-атака. Сын празднует победу, а я понимаю, что он выучил все, что написано мелким и мельчайшим шрифтом на каждом миллиметре той карточки. Выучил!

Когда людям приходится заниматься управлением активами, многие чувствуют себя так же, как я — во время игры со своим сыном. Они должны действовать на вражеской территории, пытаться понять правила и лексику новой для них игры.

Чтобы разобраться с терминологией, ознакомьтесь с приложением «Язык инвестиционного менеджмента» в конце книги. Там говорится о серьезных вещах, хотя известная доля юмора тоже присутствует.

С того момента, как клиент выбрал управляющего, они оба вынуждены ограничиваться теми методами управления, которые может предложить последний независимо от конечных результатов. Большинство консультантов по управлению личным состоянием получают доход только после того, как клиент купит у них тот или иной продукт. С другой стороны, многие клиенты, чтобы чувствовать себя спокойнее, хотят быстрее организовать управление своими активами. По этим двум причинам обе стороны стремятся как можно скорее прийти к соглашению по поводу стратегии управления, которая может и не отвечать долгосрочным интересам клиента.

Большинство клиентов нанимают управляющего, не обдумав предварительно свои финансовые, личные и семейные цели, а также не оценив их ре-

алистичность и приемлемый риск. Эти вопросы за них решает управляющий. Большинство управляющих запрашивают информацию о финансовом и семейном положении клиента, а также о нем самом. Классический подход не обязывает управляющего объяснять клиенту плюсы и минусы всех возможных решений, особенно тех, которые позволяют добиться наилучших результатов при небольших затратах. После разговора с клиентом управляющий выбирает из практикуемых фирмой инвестиционных стратегий ту, которая более всего отвечает пожеланиям заказчика. Затем он выбирает из доступных вариантов то или иное распределение активов. Активы делятся на следующие основные группы (классы): акции, облигации, денежные средства, прямые инвестиции, хедж-фонды, недвижимость. Доли активов должны в сумме составлять 100%. Управляющий определяет менеджеров, которые будут работать с активами клиента, и дает рекомендации относительно каждого из них. Клиент знакомится со списком менеджеров, соглашается с предложениями управляющего и делает необходимые вложения.

Через месяц-другой (или раньше) все предложения реализованы, инвестиции сделаны, управляющая компания начинает получать доход. Отныне управляющий периодически будет встречаться с клиентом, чтобы обсудить эффективность вложений и необходимые улучшения, а также согласовать изменения. Это и есть классический подход к управлению состоянием, от использования которого я хочу вас предостеречь. Его условно можно разбить на пять этапов (рис. 1.1).



Рисунок 1.1. Стандартный подход, который используют большинство инвестиционных консультантов.

Стратегическое управление состоянием

Я не стану тратить свое и ваше время на описание классического подхода. Он напоминает мне стрельбу из пушки по воробьям — цель рассыпается в воздухе. И дело не в том, что он изначально неверен, он просто *неполный*. Я расскажу вам о новом методе, который называю «стратегическое управление состоянием». В отличие от классического здесь за основу берутся *ваши интересы*. В нем рассматриваются все стратегические возможности, а вам позволено выбирать, получая советы о том, как извлечь максимум пользы из ваших консультантов. Ядро стратегии составляют *ваши* ценности, навыки и умения, ресурсы

и внутрисемейные отношения. Они же являются ключевыми элементами модели Strategic Wealth Management Framework® (далее — Модель).

Вы хотите использовать свое состояние в соответствии с вашими ценностями и убеждениями? Воспользуйтесь нашей Моделью. У вас (вашей семьи) есть конкурентные преимущества, которые можно представить на рынке и получить от своих активов более высокие доходы? Модель поможет добиться и этого. Вы хотите передать кому-либо свое состояние и знания, необходимые для управления им? Модель поможет вам и в этом. Какой риск приемлем для вас? С помощью Модели вы определите уровень инвестиционного риска, который наиболее подходит для вашей квалификации, целей и темперамента.

Существуют ли вообще простые, низкокзатратные и эффективные технологии управления, которые позволяют добиться максимального результата при минимальных усилиях? Да, и я вам о них расскажу.

Из рисунка 1.2 видно, что в центре Модели находитесь *вы*. На первых порах использование Модели потребует больше времени и усилий, чем классический подход. Однако она предлагает более продуманную и последовательную технологию, которая позволяет управлять активами в соответствии с личными и семейными целями не только на протяжении жизни одного человека, но и на протяжении жизни нескольких поколений. Кроме того, использование этой модели сделает вас более привлекательным клиентом, а работу ваших менеджеров более эффективной.

На рисунке 1.2 из центра расходятся влево и вправо две стрелки. Они называются «Контекст» и «Инфраструктура». Для того чтобы выбрать стратегию уп-



Рисунок 1.2. Использование Модели для создания интегрированного плана, отвечающего *вашим* целям

равления и последовательно ее придерживаться, необходимо изучить контекст, в рамках которого будет проходить управление, и на его основе создать эффективную инфраструктуру для реализации поставленных целей.

Под внешним контекстом я имею в виду финансовые рынки и институты, которые существуют в их рамках, налоговый кодекс и законодательство, регулирующее процесс наследования имущества. Те, кто занимается благотворительностью, должны включать в контекст и некоммерческий сектор. Очень важно изучить на ранних этапах внешние условия управления, — они играют огромную роль при принятии решений и организации инфраструктуры. Без изучения контекста нельзя правильно определить цели управления и выбрать тех, кто будет реализовывать *вашу* стратегию. Динамично развивающийся сектор инвестиционного менеджмента и сложности внутрисемейных отношений — непростое сочетание для управления состоянием. Для того чтобы облегчить эту задачу для своей семьи и своих читателей, я сформулировал *восемь принципов стратегического управления состоянием*, которые помогают более продуктивно и целенаправленно применять Модель (см. главу 2 «Восемь принципов стратегического управления состоянием»). Когда нужно принять какое-либо решение, эти принципы помогают выбрать из нескольких вариантов самый эффективный. Я неоднократно проверял их на практике, и они ни разу меня не подвели. Используя их, вы сможете:

- принимать правильные, продуманные решения;
- выбирать менеджеров в соответствии с вашими инвестиционными целями и стратегией;
- принимать решения, которые соответствуют вашему инвестиционному опыту, интересам и готовности к риску.

Наконец, благодаря *Модели и принципам*, вы сможете организовать управление состоянием в соответствии с личными и семейными ценностями и достичь конкретных инвестиционных целей — *ваших* целей. Вы не только увеличите свое состояние, но и принесете пользу как собственной семье, так и обществу в целом.

Семья как культурная система

Одинаковых семей не существует. Любая семья, состоятельная или не очень, представляет собой сложный, постоянно развивающийся организм. Культурную систему семьи составляют история, ценности, убеждения, принципы и поведение ее членов. Кроме того, нельзя не учитывать и внешние факторы. С женитьбой и замужеством в семью входят новые люди. Семья болезненно

переживает смерти и разводы. Семья мужа или жены тоже оказывает свое влияние, привнося новые культурные ценности и взаимоотношения.

Еще одним определяющим фактором является само состояние. Деньги могут давать колоссальную власть, но при этом они же могут усложнять внутрисемейные отношения, становиться причиной разлада, озлобленности и зависимости. Неумелое обращение с деньгами способно привести к упадку и даже вырождению рода.

Я убежден, что в состоятельной семье — впрочем, как и в любой другой, — родители должны целенаправленно воспитывать в детях чувство ответственности по отношению к деньгам. В будущем это может сыграть решающую роль для сохранения жизнеспособности семьи! Зачастую родители стараются ни в чем не отказывать своим отпрыскам, а те, в свою очередь, вырастают зависимыми от того, что накоплено старшим поколением, и не готовы нести ответственность, которую налагает состояние. Часто такие дети зависят от родителей до старости. Неудивительно, что многие считают наследство медвежьей услугой детям и обществу.

Итак, финансовая зависимость может оказать значительное влияние на семью. А как вы воспитываете в своих детях правильное отношение к деньгам и состоянию? Я не знаю ни одной семьи, где бы родители не уделяли этой проблеме пристальное внимание.

Состояние — это больше, чем деньги. Управление состоянием подразумевает воспитание личной ответственности и трудолюбия, качества, которые являются залогом здоровья семьи на многие поколения. Отсутствие этих качеств ведет к разрушению семьи и быстрой потере состояния.

Контроль над процессом управления состоянием

Использование Модели стратегического управления требует активного участия с *вашей* стороны. Оно помогает защитить ваши финансовые интересы и укрепить семейные ценности. Вы должны взять на себя полную ответственность за управление состоянием независимо от того, придерживаетесь вы консервативной политики или идете на риск. Неважно, хотите вы создать очередную династию Рокфеллеров, начать новое дело или переложить ежедневную рутину на управляющего, который заслужил право называться *доверенным*, — в любом случае вам необходимо взять на себя роль, которую я называю «Стратег управления».

Иногда эту роль играет один человек, иногда несколько членов семьи. В первом поколении стратегом становится тот, кто создал семейное состояние. В последующих возможен любой из двух вариантов, однако в контексте нескольких поколений очень важно, чтобы действия стратега безусловно

одобрялись всеми. Диктатура — независимо от ее происхождения — сильно расшатывает семью!

Очень важно вовремя передать полномочия стратега от одного поколения к другому. В нашей семье они переходили от моего прадеда к деду, а потом — к отцу. Сегодня обязанности по управлению семейным состоянием лежат на мне, моем брате Уильяме и его жене Мелиссе, но отец по-прежнему участвует в управлении. Мы считаем, что ответственность за семейное состояние нужно передавать от поколения к поколению поэтапно. Вовсе не потому, чтобы позволить старшему поколению как можно дольше сохранить свою власть, а потому, что таким образом легче решить многие проблемы. Время стало нашим союзником при формировании сложных семейных и финансовых отношений. Вам оно тоже может помочь.

Ваша семья только выиграет от того, что у нее есть стратег управления, который тесно взаимодействует с инвестиционными менеджерами. Я сам долгое время был менеджером, и те отношения, которые мне удавалось выстроить со стратегом управления той или иной семьи, намного облегчали работу и повышали ее эффективность. Мы могли оптимизировать сотрудничество. Мы более продуктивно использовали время и в сложных ситуациях принимали решения, основанные на понятных обеим сторонам принципах. Чем лучше вы информированы, тем эффективней можете распределить обязанности между менеджерами и точнее оценить результаты их работы.

Сущность роли стратега управления

Стратег играет ключевую роль при выработке и воплощении на практике стратегии управления семейным состоянием. Он определяет цели и разрабатывает план управления состоянием, а затем контролирует его реализацию и по мере необходимости обеспечивает взаимодействие с инвестиционными менеджерами. Основная функция стратега — интеграция рекомендаций разных финансовых специалистов, обеспечение их соответствия стратегии управления в целом, приоритетам и потребностям семьи.

Стратегу не обязательно иметь глубокие познания в теории инвестирования, имущественном праве или налоговом законодательстве. Но он обязан:

- быть терпеливым и дальновидным;
- поддерживать и укреплять взаимосвязи с остальными членами семьи;
- объективно оценивать свои навыки в управлении состоянием и профессионализм управляющих;
- иметь общее представление о том, как работают компании, занимающиеся доверительным управлением;
- обладать финансовой сметкой и организаторской жилкой.

У нас еще будет возможность более подробно поговорить о функции стратега управления. Сейчас главное уяснить для себя, что он — генеральный директор вашей семьи. Задача этого человека или группы людей заключается в обеспечении эффективного управления семейным состоянием.

Выводы

Итак, вы узнали, что такое *Модель и восемь принципов стратегического управления состоянием*. Кроме того, вы поняли, почему для вас, владельца активов, важно самому контролировать процесс управления. Взяв на себя роль стратега управления и следуя Модели, вы значительно увеличите эффективность работы своих менеджеров и сможете в полной мере реализовать свои инвестиционные цели. Теперь перейдем к следующей главе, в которой я подробно остановлюсь на восьми принципах, составляющих суть эффективного управления состоянием.

Глава 1. Темы для обсуждения

1. Пугает ли вас управление состоянием? Если да, почему?
2. Согласны ли вы с тем, что, прежде чем привлекать инвестиционных менеджеров, необходимо сделать предварительную «домашнюю работу» и тщательно обдумать все свои действия? Если нет, то какими принципами руководствуетесь вы? Чем могут обернуться в перспективе поспешные, необдуманые шаги?
3. Собираетесь ли вы самостоятельно заниматься управлением своими активами? Если да, то сколько времени вы готовы этому посвятить? Если нет, то готовы ли вы соответствующим образом выстроить стратегию управления?
4. Кто является стратегом управления в вашей семье? Почему? Как бы вы поступили при отсутствии выбора или возникновении разногласий в семье?
5. Есть ли в вашей семье взаимопонимание по финансовым вопросам? Как его добиться?
6. Как бы вы описали *культуру* своей семьи? Имеет ли она значение, когда дело доходит до трат/накоплений?
7. Обсуждали ли вы когда-нибудь культуру своей семьи и то, как она должна влиять на планирование управления состоянием?
8. Вы когда-нибудь нанимали кого-либо для управления своими финансами? Вас устроил результат? Если нет, как вы предполагаете избежать подобной ситуации в будущем?
9. Как оценить профессионализм менеджера? Как понять, какие предложения к вам поступили: лучшие из лучших или всего лишь посредственные? (Помните: громкое имя — еще не показатель.) Как вы собираетесь оценивать работу своего консультанта?
10. Какими преимуществами, на ваш взгляд, обладает Модель стратегического управления активами по сравнению с классическим подходом?

ПРИМЕЧАНИЯ

¹ William H. Gates, Chuck Collins, *Wealth and Our Commonwealth*, Beacon Press, 2002, pp. 9–10.

0,000 ГЛАВА 2 000,000,000, 00,00 ВОСЕМЬ 000,000,000, ,000, ПРИНЦИПОВ 000,000,0 00,00 СТРАТЕГИЧЕСКОГО 000 0,000 УПРАВЛЕНИЯ 000,000, 000,0 АКТИВАМИ 000,000,00

Каждое поколение, сделавшее какое-то открытие, должно передать свои знания потомкам. Однако делать это надо осмотрительно, чтобы вместе со знаниями не навязать человечеству свои ошибки. Надо не только передавать детям накопленную мудрость, но учить их отличать истинные знания от искренних заблуждений.

Ричард Ф. Фейнман, лауреат Нобелевской премии в области физики (1965)

Четверть века я занимался управлением активами своих клиентов, своими собственными финансами и состоянием нашей семьи. Я сформулировал восемь принципов эффективного долгосрочного управления состоянием, которые одинаково подходят и тем, у кого миллион долларов, и тем, у кого миллиард. Их можно применять независимо от временного горизонта, размера семьи и склонности к агрессивной или консервативной политике. Эти принципы помогут всем, кто занимается управлением состоянием, достичь стабильности и станут системой отсчета.

1. Не откладывая берите управление в свои руки.
2. Согласуйте семейные и деловые интересы с целями управления состоянием и стратегией.
3. Создайте культуру отчетности.
4. Используйте все ресурсы семьи.
5. Передавайте полномочия, доверяйте и уважайте независимость.
6. Диверсифицируйте не распыляясь.
7. Принимайте простые решения.
8. Воспитайте грамотных преемников.

Выбираю ли я инвестиционного менеджера, занимаюсь ли налоговым планированием или обсуждаю с домашними задачи управления на следующий год, — я всегда отталкиваюсь от этих восьми принципов.

1. Не откладывая берите управление в свои руки

В предыдущей главе я довольно подробно останавливался на первом принципе, когда говорил о функции стратега управления. Модель стратегического управления подразумевает, что вы должны определить ценности, которые станут основой для планирования управления состоянием. Вы должны четко представлять себе финансовое положение семьи, ее активы, расходы, ожидаемый уровень доходов и текущий план передачи имущества по наследству. Кроме того, нужно решить, как структурировать долгосрочные финансовые и семейные цели так, чтобы они были взаимосвязаны и дополняли друг друга.

Для эффективного управления семейным состоянием необходимо контролировать весь процесс с самого начала. В идеале начинать следует *до того, как* в вашем распоряжении окажется значительное количество акций, облигаций и свободных денежных средств. Если у вас уже есть какие-то активы, то времени на раздумья не остается, любое промедление отражается на вашем кармане. Налоги, гонорары и инфляция могут «съесть» капитал даже на рынках, которые растут. По этой причине вы должны сами руководить процессом накопления активов и сами принимать решения, в том числе имеющие долгосрочные последствия.

Когда вы определите семейные ценности, у вас появится база для разработки долгосрочной стратегии. За временной горизонт не обязательно брать продолжительность жизни человека, это может быть жизнь одного или даже нескольких поколений. Всего несколько правильных решений, принятых на ранних этапах, будут определять ситуацию на протяжении десятилетий и формировать семейную культуру «служения». Если вы слепо доверитесь управляющему, то можете получить либо неполную рекомендацию, либо такую, которая приведет к распылению семейных целей вместо объединения. Вам могут предложить хорошие продукты, но без интегрированной стратегии или ресурсов, которые обеспечивают их эффективное использование.

2. Согласуйте семейные и деловые интересы с целями управления состоянием и стратегией

Согласование интересов членов семьи с общими целями — непременное условие эффективного управления. Оно подчеркивает своеобразие и индивидуальность вашей семьи, усиливает ее целеустремленность и дает экономию от роста масштаба. Когда семья объединяется вокруг каких-либо целей, например вокруг целей управления состоянием, она превращается в значительную силу, будь то в бизнесе, политике или благотворительности.

Стратег управления должен уметь улаживать конфликты и находить компромисс. Он должен регулярно сопоставлять цели управления состоянием и достигнутые результаты. Во время семейных дискуссий, когда атмосфера предельно накалена, стратег выступает в качестве переговорщика. Он конструктивно подходит к решению спорных вопросов и в то же время постоянно подчеркивает необходимость сотрудничества и готовность к компромиссам, что, поверьте, нелегко.

Стратег управления руководит семейным советом. Он должен направить дискуссию в нужное русло, поставить вопрос по существу, разобраться в психологических и финансовых мотивах *каждого* члена семьи. Ему необходимо сделать так, чтобы инвестиционная политика строилась с учетом не только ис-

тории семьи и ее ценностей, но и видения будущего. Иногда эта задача оказывается самой сложной, так как людей пугает необходимость изменения «точки отсчета» с «зеркала заднего обзора» (воспоминаний, ностальгии, вчерашних ценностей) на возможности, которые предлагает будущее (социальное и экономическое предпринимательство, общественная жизнь, создание наследия, переход от профессионального успеха к «личной значимости»).

Безусловно, согласование интересов отражается на структуре отношений с консультантами: последствия совместно принимаемых решений должны в равной мере затрагивать всех членов семьи. Управляющие компании, как правило, действуют агрессивно и имеют свои собственные критерии успеха, в которых не всегда фигурируют качество предоставленных услуг и доходы клиента. «Согласованные интересы» — тот самый ориентир, которым вы можете воспользоваться при отборе консультантов и денежных менеджеров, при выстраивании рабочих взаимоотношений. Чем ближе интересы консультанта к вашим собственным интересам, тем больше вероятность успешного долгосрочного сотрудничества.

3. Создайте культуру отчетности

Управление семейным состоянием — это, по сути, своеобразный бизнес, успех которого отчасти зависит от наличия системы отчетности и объективного анализа результатов. Оба эти компонента помогут вам ставить более объективные бизнес-цели и приблизить ожидаемые результаты к реальным. Они повысят эффективность разработанной вами стратегии инвестирования и послужат надежным критерием для оценки вашей работы и работы вашей команды: менеджеров, бухгалтеров, юристов.

Эффективность инвестиционной политики следует оценивать по совокупному доходу. Однако в большинстве случаев о работе консультанта судят по доходности какого-либо одного продукта или по прибыли, которую он принес своей компании. В связи с тем, что это совершенно разные, а иногда и противоречащие друг другу критерии, необходимо четко разграничить функции и ответственность менеджеров и стратега управления. Кроме того, крайне важно заранее оговорить сроки проведения проверки их деятельности и оценки эффективности инвестиций. Как показала практика, создать четкую систему отчетности довольно сложно. Эта проблема актуальна даже для семей с высокой культурой управления, стоимость активов которых составляет сотни миллионов долларов.

Создание культуры отчетности приобретает все большую важность с ростом числа членов семьи, занимающихся инвестированием. Используя объективные критерии, вы избежите обвинений в предвзятости, если у кого-то из ваших родных результаты окажутся ниже среднего. Другими словами, хо-

рошо выстроенная система отчетности позволит вам сказать: «Я тебя люблю, но работаешь ты плохо».

4. Используйте все ресурсы семьи

Согласно закону возрастания энтропии, наша вселенная стремится к хаосу. Иногда мне кажется, что семьи тоже подчиняются этому закону: слишком часто родные люди отдаляются друг от друга. Несколько десятилетий назад это произошло со Стюартами. Однако такую тенденцию можно и нужно преодолевать.

Активы любой семьи постепенно расплываются между родственниками, и возникает непростая задача их объединения, чтобы они работали более эффективно. Уменьшить энтропию можно, используя финансовый потенциал всей семьи, а также объединенные знания, опыт, личные качества и связи, — и все это в условиях меритократии. Однако осуществить такое объединение невозможно без целеустремленного и последовательного стратега.

Отступление 2.1. Как выяснить свои семейные преимущества

Основная задача стратега управления — мобилизация семейных ресурсов: как финансовых, так и человеческих. Вместе они составляют «семейные преимущества». К ним относятся и финансовые активы, и деловые качества, и социальное положение, и личное влияние, которые можно использовать для достижения *общих* целей управления состоянием.

Чтобы понять, чем вы располагаете, задайте близким следующие вопросы:

- Обладает ли кто-то из вас способностями или знаниями, необходимыми, чтобы сохранить и приумножить семейные активы?
- Если да, то как с помощью этих способностей сохранить и увеличить наши преимущества на рынке?
- Как использовать эффект масштаба для повышения инвестиционного преимущества? Что необходимо сделать каждому из вас?
- Выберите из приведенного ниже списка те области, в которых вы разбираетесь.

Право

Инвестиционное планирование

Венчурный капитал

Предпринимательство
Финансы
Экономика
Международные рынки
Бизнес-планирование
Маркетинг
Технические науки
Недвижимое имущество
Другое

- Будем ли мы заниматься благотворительностью и в какой мере?
Если да, то с какой целью?

Правильное использование человеческих ресурсов не менее важно, чем тщательное планирование и расстановка приоритетов. С одной стороны, это помогает развить в людях ответственность, чувство собственности, а также выстроить систему отчетности, с другой — развить такие не связанные напрямую с инвестициями качества, как чувство гражданской ответственности, ощущение семейной принадлежности, собственной значимости и служение (а не владение) состоянию.

Когда финансовые активы распыляются между членами семьи, то, как правило, каждый распоряжается своей долей самостоятельно. Иногда это происходит из-за каких-либо юридических ограничений или из-за несложившихся личных отношений. Однако надо понимать, что раздельное управление активами обходится значительно дороже. Возьмем простой пример: у объединенного пула стоимостью 100 млн долларов инвестиционный потенциал больше, чем у 1 или 10 млн долларов, принадлежащих одному человеку. И вот почему.

- Как правило, денежные менеджеры не работают с инвесторами, чьи активы стоят менее 5 млн долларов.
- По закону участие в большинстве хедж-фондов и пулов прямых инвестиций начинается с 1 млн долларов¹.
- Чем меньше стоимость активов, тем больше относительный размер платы за использование продуктов взаимных фондов и страховых компаний.
- Крупным клиентам предоставляются большие скидки.
- Крупным пулам активов уделяется больше внимания со стороны членов семьи и поставщиков финансовых услуг.
- Объединенный капитал может быть использован для того, чтобы помочь кому-то из членов семьи начать свой бизнес. (Для одного человека такое вложение может быть довольно рискованным, а в контексте целой семьи это разумная диверсификация активов².)

Таким образом, более легкий доступ к объектам инвестирования, более низкая плата за обслуживание и концентрация могут принести несколько дополнительных процентных пунктов дохода!

В семейственности нет ничего плохого

У американцев к этому явлению отношение неоднозначное. Между родственниками существуют разногласия по поводу того, когда лучше работать вместе, а когда — независимо друг от друга. Мы выросли на историях о тех, кто «сделал себя сам», тем не менее большинству для того, чтобы чего-то достичь, требуется помощь. На мой взгляд, объединение не является признаком слабости или благотворительности. Оно — часть долгосрочных отношений, профессиональных или личных. В любой нормальной семье люди стремятся помогать друг другу.

Так называемое кумовство в разумных пределах способно укрепить семью. Возьмем пример с новым бизнесом. Даже если этим будет заниматься кто-то один, знания, опыт и связи других членов семьи, несомненно, будут очень кстати. Возможно, с их помощью начинающий предприниматель заключит важную сделку, получит кредит на более выгодных условиях или узнает некую информацию, которая даст ему преимущество на рынке.

Многие семьи, занимающиеся инвестированием, пользуются услугами целой сети консультантов: финансовых специалистов, отраслевых аналитиков, венчурных капиталистов, банкиров. Все они консультируют своих клиентов по поводу инвестиционного менеджмента либо до, либо уже после продажи семейного бизнеса. Однако почерпнуть знания, узнать ноу-хау и правила можно и путем анализа соответствующей информации. Такой анализ позволяет заинтересованному человеку выявить существующие тенденции, оценить свои способности и научиться накапливать и передавать активы с минимальными рисками. Чем больше размер ваших активов, чем дальше временной горизонт управления состоянием, тем больший эффект вы получите от сети консультантов.

Наша семья уже многие годы использует в работе принцип семейственности, и мы стараемся его применять по отношению ко всем ветвям нашего рода. Такое сотрудничество зиждется на добровольности, именно в этом случае работа приносит радость и удовлетворение.

В бизнесе семейственность эффективна только в сочетании с меритократической культурой. Продвижение по заслугам помогает избежать застоя, который часто сопутствует кумовству в чистом виде, и служит дополнительным стимулом для наемных сотрудников.

Семейственность и справедливость укрепляют семейные ценности и уравновешивают привилегии и ответственность. Все Стюарты занимаются общественной деятельностью и благотворительностью, поддерживая организации, деятельность которых этого, по нашему мнению, заслуживает.

5. Передавайте полномочия, доверяйте и уважайте независимость

Члены семьи постепенно начинают понимать отличие совместной работы от работы индивидуальной. Я уже говорил о преимуществах коллективной работы, однако нельзя сбрасывать со счетов амбиции и ценности отдельно взятого человека или, если брать масштаб поколения, отдельно взятой семейной ячейки. Вам всем придется находить компромиссы между общими и личными интересами. Уважительное отношение к личным целям близких вселяет в них уверенность и готовность к принятию риска. Кроме того, это замечательный способ научить молодое поколение нести ответственность за свои собственные решения. Поддерживать молодых — значит не только делить с ними радость успеха. Стратегия поддержки должна оставлять место и для неудач, которые закаляют характер. Позднее, испытав взлеты и падения, став более независимыми, молодые принесут неоценимую пользу семье, особенно на лидерских позициях.

Для укрепления семейных связей крайне важно, чтобы все вы понимали и ощущали на практике преимущества совместной работы. Стратегу управления необходимо постоянно стимулировать желание сотрудничать. В идеальной ситуации, особенно при управлении состоянием на временном горизонте нескольких поколений, участвовать в делах в той или иной мере должны все, включая тех, кто вошел в семью после вступления в брак. Иногда участие подразумевает ежедневную напряженную работу, однако такой вариант подходит не всем. Но большинство должно просто быть в курсе событий, без промедления реагировать на управленческие решения и занимать конструктивную позицию в дискуссиях и на семейных собраниях. Стратег выступает в роли арбитра в спорах относительно управления состоянием, внимательно прислушивается к мнению каждого и поощряет стремление к сотрудничеству.

Этот принцип можно применять не только внутри семьи, но и в команде консультантов. После того как вы четко сформулируете задачи и создадите систему отчетности, можно отойти в сторону и передать выполнение некоторых рутинных функций профессионалам. Такой метод способствует установлению весьма продуктивных отношений между клиентом и менеджерами, и последние почтут за честь управлять активами от вашего имени!

6. Диверсифицируйте не распыляясь

Сочетание диверсификации с концентрацией — идеальный подход. Диверсификация позволяет снизить риски, а концентрация — достичь желаемых

результатов. Диверсификация — это фундаментальный принцип рационального управления рисками. Вы спросите почему? Как ни странно, но чаще всего люди быстро делают состояние, когда они вкладывают силы и средства в один бизнес. Однако и теряют накопленное быстрее всего, когда все вложено в одну-две группы активов.

Чтобы защитить свой капитал, вкладывайте его в разные финансовые инструменты. Чуть позже я более подробно расскажу о том, как принцип диверсификации используется в моей семье: мы не ограничиваемся тем или иным видом активов, мы вкладываем средства в недвижимость, развивающиеся рынки, нефть и газ, облигации/ипотечные бумаги, осуществляем прямые инвестиции и др.

Принцип диверсификации можно применять и по-другому. У большинства инвесторов есть налогооблагаемые портфели ценных бумаг и портфели с отложенными налоговыми платежами (например, пенсионный план или отсроченная оплата труда). У некоторых есть план накопительного страхования жизни, который не облагается налогом, а кто-то владеет контрольным пакетом акций. Так как налоговые ставки меняются не одновременно, то стоит подумать о диверсификации налоговых режимов для своих активов.

Этот же принцип следует использовать в кадровой политике. Задавайте себе время от времени вопрос: «Что произойдет, если вдруг от меня уйдут ведущие специалисты?» Сможете ли вы сразу найти им замену? По возможности продумайте, что вы будете делать, если это произойдет с топ-менеджерами, в том числе с вами.

Несмотря на то что диверсификация инвестиций и активов — это довольно рациональный подход к управлению, из личного опыта могу сделать вывод, что гораздо эффективней сосредоточить максимум усилий на решении какой-то одной задачи.

Концентрация и настойчивость являются неотъемлемой частью инвестиционного менеджмента. Кроме того, они «оживляют игру». В США, как и по всему миру, рынки капиталов становятся все более и более конкурентными. Получить конкурентное преимущество³ при размещении капитала — а без этого не добиться роста диверсифицированного состояния, — крайне трудно. Без настойчивого овладения знаниями в области инвестирования увеличить стоимость инвестиционного портфеля практически невозможно.

Концентрация и опыт позволят вам выработать профессиональное суждение. Безусловно, какие-то важные решения принимаются на основе фактов, но бывает, что положиться можно только на свое суждение, ведь далеко не всегда есть возможность получить необходимую информацию в полном объеме. Стратеги управления всегда должны смотреть вперед и учить своих детей доверять собственному чутью и суждению.

7. Принимайте простые решения

Финансовые консультанты обязательно предложат вам россыпь хитроумных вариантов вложения средств. Некоторые могут казаться очень заманчивыми, но я все же советую придерживаться простых стратегий. Даже если вы обладаете большим состоянием, лучше всего привязать инвестиционный портфель к какому-либо индексу или использовать другой несложный, но проверенный и малозатратный метод.

Прежде чем браться за сложные стратегии, попробуйте те, что попроще. Простые решения (например, индексация) не хуже сложных: для них характерна высокая степень определенности, их легче реализовать и легче приспособить к финансовой ситуации и вашим потребностям. Со временем вы научитесь правильно оценивать относительные преимущества и стоимость сложных решений.

На мой взгляд, к сложным стратегиям надо относиться скептически. Они могут быть очень выгодны управляющему, но подвергать инвестора серьезным долгосрочным рискам. Например, какими бы заманчивыми ни казались рекомендации, решающие сиюминутные проблемы, они могут подвести вас через несколько месяцев или лет. Причин тому много: плохое исполнение или неправильные исходные допущения; эффективность лишь при определенных условиях. Чем сложнее стратегия, тем больше переменных вам придется учитывать и тем сложнее свернуть с выбранного курса.

Не хватайтесь за сложную стратегию управления состоянием только потому, что она кажется совершенной. Сначала выясните, *почему* вам предлагают именно ее и чем она лучше более простых вариантов. Убедитесь, что эта стратегия выгодна не только менеджеру, но и вам! Впрочем, иногда сложный план позволяет получить конкурентные преимущества, о которых я подробнее расскажу в следующих главах. Бывает, что метод «чем проще, тем лучше» не работает. Тогда следует руководствоваться принципом: «Принимайте *прозрачные* решения». Порой обсуждение инвестиционной политики требует так много времени и знания настолько специальных вопросов, что нет смысла каждый раз собирать всю семью. Однако вы должны постоянно держать всех в курсе дел и учитывать их мнение.

Самое главное — ничего не скрывайте ни от близких, ни от консультантов, ни от государства! В конце концов это обернется против вас же. За последние десять лет самые серьезные ошибки я совершал, когда пытался что-либо утаить. Мне казалось, что таким образом я могу избежать конфликтов. Однако тайное всегда становится явным, и в результате я сталкивался с гораздо более серьезными проблемами, чем те, которые могли бы возникнуть, будь я более откровенен. Тайны и секреты — это еще одна переменная, которой вам нужно управлять. Они не могут быть частью нормальной семейной культуры!

8. Воспитайте грамотных преемников

Обязательным условием успешного управления состоянием на временном горизонте нескольких поколений является воспитание будущих семейных лидеров.

У каждой семьи есть определенный потенциал: талантливая и активная молодежь, личные связи и опыт, — и его можно использовать для того, чтобы заложить фундамент будущего. Например, стратег может уделять особое внимание тем членам семьи, которые проявляют интерес к тем или иным аспектам управления и обладают соответствующими качествами. Он может постепенно вовлечь их в управление семейными активами, увеличивая ответственность.

Кроме того, стратег управления должен вовлекать молодежь в активное обсуждение целей и стратегий управления состоянием, а также показывать опасность увлечения чрезмерными расходами и эфемерность их отдачи. Участвовать в семейных дискуссиях можно в любом возрасте: это отличная школа, ведь здесь обсуждаются все тонкости процесса управления семейным капиталом.

Я убежден, что нельзя заниматься семейным делом, не имея за плечами как минимум десятилетнего опыта работы в каком-либо другом бизнесе. Приобретя опыт на стороне, человек принесет гораздо больше пользы. Безусловно, такой подход несет угрозу существующим принципам управления и даже авторитету старшего поколения, однако новые, свежие идеи пойдут семейному делу только на пользу. Воспользуйтесь инновациями, которые несет смена поколений. Если уж вы объявляете о поддержке всего, что способствует совершенствованию бизнеса, то начинайте реализацию этого принципа со своего дома.

В 1981 году, когда я окончил колледж, отец не стал препятствовать моему увлечению инвестиционным бизнесом. За 15 лет я многому научился и впоследствии смог применить эти знания на благо семьи.

Мой брат Уильям, прежде чем занять место в семейном офисе, также несколько лет проработал сначала в аэрокосмической промышленности, а потом в инвестиционном банке. Его знания и опытгодились, когда мы стали вести финансовый учет, выстраивать отношения со своими менеджерами, заниматься налогами и различными юридическими вопросами.

Жена брата, Мелисса, довольно долго проработала в инвестиционной компании и только потом стала вместе с нами заниматься семейным капиталом. Как инвесторы мы всегда конструктивно сотрудничали друг с другом и получали от этого удовольствие. Теперь же нам следует подумать о воспитании следующего поколения семейных лидеров.

Модель Strategic Wealth Management Framework®



© 2005 Стюарт Лукас

Рисунок 2.1. Стратег управления в центре Модели стратегического управления

Как использовать принципы стратегического управления в рамках Модели

Стратег управления занимает позицию в центре Модели (см. рисунок 2.1). В его задачу входит реализация на практике восьми принципов управления, а именно: определение семейных ценностей, идентификация и систематизация семейных ресурсов, постановка финансовых целей и выбор таких профессиональных услуг, которые позволят реализовать поставленные цели. Стратег управления должен уметь делать несколько дел одновременно и каждое — одинаково хорошо.

Сформулируйте конкретные финансовые задачи

Стратег управления не только организует идентификацию ценностей и семейных ресурсов, ему еще необходимо согласовать стратегию достижения финансовых целей с членами семьи и консультантами. Он должен найти ответы на следующие вопросы.

- Сколько я и моя жена/муж можем тратить на пенсии, не нанося ущерба состоянию, которое должно достаться нашим детям?
- Как помочь ребенку и при этом не избаловать его?
- Как выработать общие цели, если интересы отдельных членов семьи нередко прямо противоположны?

- Каким должен быть процесс финансирования и контроля бизнеса и личных увлечений каждого члена семьи?
- Как убедиться в том, что *мои* консультанты действуют в *моих* интересах? Как не допустить обратной ситуации?

В задачи стратега входит анализ обоснованности инвестиционных целей семьи. Он должен разбираться в рынках и налоговом законодательстве, уверенно ориентироваться в сфере финансовых услуг. Он должен уметь анализировать инвестиционные инструменты и понимать взаимосвязь между рисками, потенциальной доходностью, налогами и затратами. Он должен использовать все ресурсы семьи — финансовые и человеческие — для достижения лучших результатов.

Контролируйте работу консультантов

Для того чтобы соединить профессионализм консультантов с интересами вашей семьи, необходим *интегрированный* подход к управлению состоянием. Одним из первых шагов в его реализации является привлечение финансового администратора. На деловом языке финансовый администратор — это директор по операциям, контролирующий каждодневную деятельность консультантов по реализации инвестиционной стратегии, которую выбрал стратег управления. Стратег и администратор совместно контролируют деятельность консультантов, в том числе юристов, бухгалтеров, инвестиционных менеджеров, банкиров и страховых агентов. Эти специалисты могут быть как из одной, так и из разных фирм. В шестой и седьмой главах подробно рассказывается, как подобрать финансового администратора и ключевых консультантов и выстроить с ними отношения.

Снижайте риски

Минимизация риска — еще одна задача, которую придется решать стратегу управления. При отсутствии должного контроля между отдельными элементами управления может образоваться нежелательная взаимозависимость. Привести в действие эту цепочку может любое неожиданное событие, и тогда под угрозой окажется стратегия в целом. Например, чрезмерно большой долг в сочетании с более низкими, чем ожидалось, доходами и внезапной неликвидностью активов способны запустить необратимую цепную реакцию. Если вы будете следовать шестому и седьмому принципам, то вероятность такого исхода значительно снизится.

Минимизация рисков также относится к операционным аспектам управления состоянием. Стратег управления должен быть постоянно начеку. Например, следует избегать:

- ухудшения отношений в семье;
- неадекватного страхования;
- самоуверенности в инвестиционной сфере;
- чрезмерных расходов.

Капля за каплей — и вы не заметите, как окажетесь посреди океана проблем. По отдельности каждая из них, казалось бы, пустяк, но вместе они неминуемо приведут к снижению эффективности инвестиций и ухудшению вашего финансового положения.

Выводы

Роль стратега нелегка, однако очень важна. Трудности, связанные с этой ролью, с лихвой перекрываются выгодами — финансовыми, семейными и социальными, — которые может приобрести его семья в результате эффективного управления состоянием. Восемь принципов, сформулированные в этой главе, пригодятся для оценки любого решения, касается ли оно семьи, финансов или затрагивает вопросы интеграции. Они не дают расслабиться членам семьи и консультантам, а также являются залогом эффективного менеджмента не только в настоящем, но и в будущем. Восемь принципов стратегического управления должны стать вашей второй натурой. В сложных, постоянно меняющихся условиях они послужат ориентиром, который поможет точно следовать намеченному курсу. Моя семья уже проверила их эффективность, и я уверен, что и вам эти принципы помогут достичь целей.

Глава 2. Темы для обсуждения

1. Кто в семье может претендовать на роль стратега управления: вы или кто-то еще? Кто для этого больше подходит?
2. Какие основные проблемы, касающиеся вашей семьи, нужно учитывать при определении стратегических целей управления состоянием? Как вы будете выходить из положения, если возникнут разногласия?
3. Какие финансовые проблемы необходимо учитывать при формулировании стратегических планов и целей управления состоянием?
4. Какие интеграционные проблемы возникают при формулировании стратегических планов и целей управления состоянием?
5. Согласовали ли вы семейные и профессиональные интересы с целями и стратегиями управления состоянием? Если нет, то что надо для этого сделать?
6. Есть ли у вас система оценки деятельности стратега управления и профессиональных консультантов?
7. Какие возможности открывают рост масштаба в результате объединения ресурсов и использование родственных связей? Будьте конкретны.
8. Что вы делаете для передачи полномочий и поддержки независимости членов своей семьи и консультантов?
9. Насколько эффективно вы диверсифицировали финансовые активы своей семьи? Что еще нужно сделать? Как сосредоточить семейные ресурсы на решении конкретных задач?
10. Что вы делаете для воспитания будущих семейных лидеров, которые возьмут на себя управление семейным состоянием?

ПРИМЕЧАНИЯ

- ¹ Комиссия по ценным бумагам и биржам США выделяет две группы частных инвесторов, продажа которым финансовых продуктов не требует такого же жесткого регулирования, как продажа продуктов на общедоступном рынке. Первая группа — это так называемые аккредитованные инвесторы, вторая — квалифицированные покупатели. Чтобы попасть в первую группу, размер финансовых активов должен составлять не менее 1 млн долларов, а во вторую — не менее 5 млн. Большинство хедж-фондов и фондов прямых инвестиций могут работать только с инвесторами этих групп.
- ² Самая распространенная структура для этого — полное товарищество. Мы использовали товарищества для вложения средств и в отдельную взятую компанию, и в диверсифицированные портфели активов. Количество партнеров у нас менялось от четырех до одиннадцати, но их может быть и меньше, и больше.

³ Термин стал широко использоваться после выхода в 1980 году книги Майкла Портера «Конкурентная стратегия» (пер. с англ. — 2-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2006). Он был введен для того, чтобы помочь предпринимателям в разработке более эффективной стратегии конкуренции и использовании своих структурных преимуществ. Я считаю, что этот термин можно с успехом применять и в сфере инвестирования. Обширные знания и организованность инвестору необходимы, однако их недостаточно. Эффективность инвестиций во многом определяется наличием конкурентных преимуществ, например более низкой стоимостью капитала, развитой сетью консультантов, наличием специальных знаний и пр. Однако те, у кого эти преимущества есть, далеко не всегда умеют разглядеть их.

0,000 ГЛАВА 3 000,000,000, 00,00 **ВСЕ** 000,000,000,000, ,000, **НАЧИНАЕТСЯ** 000,000,0 00,00 **С ЦЕННОСТЕЙ** 000,000,

За каждым словом стоит ответственность, за каждой возможностью — обязательство, за любой собственностью — долг... Я верю в святость обещания и в то, что слово человека должно быть таким же крепким, как его кость; в то, что незаурядный характер — а не богатство, или власть, или статус — это самая великая ценность.

Джон Д. Рокфеллер-младший,
из надписи на мемориальной доске
в Рокфеллер-центре

Вы уже решили с родными, в чем ваше предназначение и как вы предполагаете распорядиться своим состоянием? Договорились, какую роль ваши ценности должны играть в вашем будущем? Кстати, у вас вообще принято обсуждать финансовые вопросы с родственниками?

Материальные и денежные вопросы — очень скользкая тема, особенно когда дело касается родных. Однако ее невозможно обойти, когда занимаешься планированием управления состоянием, выбираешь стратегию и инструменты, определяешься со сроками. Прочитав эту главу, вы сможете более точно сформулировать свои ценности, которые лежат в основе Модели стратегического управления. Для начала ответьте на десять вопросов.

1. Чего вы хотите добиться в жизни с помощью своего состояния?

Одни вкладывают состояние в новый бизнес или благотворительность. Другие мечтают облететь Землю на космическом корабле, побродить по пампам Патагонии, подняться на Тибет или осесть где-нибудь в тиши, где всегда тепло. Третьим (и мне в том числе) нравится заниматься инвестированием. Мы получаем удовольствие, решая сложные задачи и создавая состояние для своих детей и внуков.

Существует семь основных вариантов использования средств, при этом ни один из них не исключает другого.

- Обеспечение безбедной старости.
- Инвестирование в выгодные предприятия.
- Простая трата.
- Создание особого места, где может собираться вся ваша семья.
- Коллекционирование.
- Благотворительность (средства и/или время).
- Забота о близких.

Обеспечение безбедной старости

Одна из задач управления состоянием заключается в том, чтобы подготовить почву для ухода на пенсию. Однако зачастую ее не могут решить даже мульти-

миллионеры. Неэффективные инвестиции и большие расходы способны уничтожить даже очень солидное состояние. Кроме того, свежеепеченные пенсионеры вовсе не стремятся активно заниматься инвестированием. Они уходят от дел, слагают финансовые полномочия и не собираются взваливать на себя новые. В результате их активам не уделяется должного внимания, их постепенно съедают налоги, плата за управление и инфляция.

Если вы относитесь к этой категории людей, то у меня есть для вас две новости — хорошая и плохая. Плохая новость состоит в том, что вам придется взяться за управление активами, если вы хотите жить в достатке до конца дней и передать кое-что наследникам. Хорошая новость — управление активами можно сделать не слишком обременительным.

Инвестиции в выгодные предприятия

Сделав свои активы ликвидными, вы столкнетесь с невообразимым разнообразием вариантов их размещения. Вы можете:

- продолжить развитие своего бизнеса или карьеры;
- начать/приобрести новый бизнес;
- вложить средства в предприятие друзей;
- сделать вложения в перспективную технологию;
- профинансировать исследование, которое может привести к революции в области медицины;
- стать «ангелом» для страдающего от недостатка средств бизнеса, который вам интересен или потенциально перспективен.

Хочу еще раз обратить ваше внимание на два очевидных момента.

Во-первых, *никогда*, повторяю, *никогда* не вкладывайте весь капитал в *одно* предприятие. Всегда, *всегда* диверсифицируйте инвестиции, чтобы свести к минимуму риск крупных потерь. Собрались вкладывать средства? Замечательно. После тщательной проверки предприятия вложите в него 10–20% своих активов и посмотрите, будут ли они приносить доход. Кстати, если вы решили продолжить карьеру, относитесь к ней тоже как к финансовому активу.

Во-вторых, оставшуюся часть активов распределите между объектами, не относящимися к вашей карьере и к упомянутому выше рискованному предприятию. Тогда есть шанс не остаться ни с чем, если дела вдруг пойдут плохо. Лучше постепенно наращивать активы, чем в один момент все потерять, особенно если дело идет к пенсии.

Если не знаете, что делать дальше, возьмите тайм-аут. Передышка позволит изучить ситуацию и определить наиболее выгодные варианты размещения активов. Мой опыт говорит, что неудачные инвестиционные решения чаще всего и сильнее всего подрывают состояние, особенно новоиспеченное. В следующих главах я расскажу об этом подробнее.

Простая трата

Когда в руки попадает много денег (например, после продажи бизнеса), трудно не поддаваться соблазну красиво их истратить, особенно если вы долго и много работали и отказывали себе в удовольствиях.

Однако приобретение предметов роскоши связано со скрытыми затратами, о которых вы можете не подозревать. Например, если сегодня, в 45 лет, вы купите новую спортивную машину стоимостью 60 000 долларов, то ваш пенсионный счет уменьшится на 232 000 долларов. Именно в такую сумму превратятся через 20 лет 60 000 долларов, вложенные под 7% годовых.

Радость от покупок недолговечна, я знаю немало людей, которые уже через пару лет жалели о своей расточительности. Невозможно одновременно сорить деньгами и сохранять состояние. Более того, нельзя воспитать в детях разумное отношение к деньгам, швыряясь ими направо и налево.

Создание особого места, где может собираться вся ваша семья

Недвижимость может быть прекрасным объектом вложения средств, но для многих людей место, где они проводят отпуск, это не просто второй дом: например, летом там может собираться вся семья. Это укрепляет семейные узы, дает людям возможность почувствовать себя частью одного целого и отдохнуть от спешки и забот.

Когда я был маленьким, мы каждое лето проводили на Атлантическом побережье. Я с нежностью вспоминаю то время. Мы купались в заливе Кейп-Код, играли и просто общались друг с другом. До сих пор я езжу туда, чтобы встретиться с родителями, братьями и сестрами, их семьями. На несколько недель в году этот дом становится нашим убежищем от повседневной суеты. Мы приезжаем сюда восстановить силы, «подпитаться» энергией.

Во время таких летних «набегов» мы с женой максимально отстраняемся от внешнего мира. За газетой нужно идти пешком до соседнего городка. Телевизор и компьютер мы включаем только в ненастные дни, но чаще играем в настольные игры, читаем, собираем пазлы, просто разговариваем — одним словом, живем. Перед домом большой двор, за ним — покрытый галькой пляж, прохладный сверкающий океан и необъятные просторы для велосипедных прогулок. За ужином собирается три поколения, больше дюжины человек, мы едим свежие овощи и рыбу, и каждый закат прекрасней предыдущего.

Такое место для отдыха (летний дом, коттедж, маленький домик или палаточный лагерь) удивительным образом воздействует на *любую* семью — состоятельную или не очень. Там вы сможете пообщаться с теми, кто вам дорог, оживить в памяти прошлое.

Коллекционирование

Многим нравится что-либо собирать. Этим вопросом даже заинтересовались психологи. Собирательство — своего рода интеллектуальное состязание. Люди получают удовольствие, приобретая какие-то редкие предметы, которых нет у других. Кроме того, это занятие предполагает определенный социальный статус.

Например, в Чикагском художественном институте, Метрополитен-музее в Нью-Йорке и Музее Жана Пола Гетти хранятся богатейшие собрания импрессионистов. Все они были собраны частными коллекционерами, людьми, обладающими художественным чутьем.

Иногда коллекционирование становится единственным смыслом жизни. Несколько лет назад весь мир узнал о супружеской паре из Нью-Йорка — Герберте и Дороти Вогель, которые всю жизнь скромно жили на зарплату почтового клерка и библиотекаря. За 35 лет Вогели собрали небольшую, но ценную коллекцию современной живописи. Они хранили картины 49 современных художников в своей крохотной квартирке на Манхэттене, а в 1991 году передали их в дар Национальной художественной галереи в Вашингтоне.

Есть много причин начать целенаправленно окружать себя предметами искусства или чем-то еще. Главное — чтобы процесс доставлял вам удовольствие. Некоторые пытаются таким способом накопить состояние. Если вы хорошо разбираетесь в предмете и готовы потратить немало средств, времени и сил, то постепенно стоимость коллекции значительно возрастет, и ваши вложения будут оправданы. Нередко частные собрания привлекают к себе внимание музеев, и в таких случаях многие считают за честь безвозмездно отдать или завещать свои собрания. Налоговое законодательство поощряет такие поступки. В результате вы не только делаете щедрый подарок обществу, но и вписываете свое имя в историю.

Благотворительность (средства и/или время)

Большинство тех, кому посчастливилось накопить или унаследовать крупное состояние (и даже те, кто не был столь удачлив), со временем стараются «вернуть долги». Помогая друг другу, мы укрепляем общество, в котором живем, и делаем его лучше для будущих поколений. Твердая гражданская позиция является традицией в Соединенных Штатах. Состоятельные граждане принимают активное участие в жизни общества: они помогают нуждающимся, финансируют программы по реконструкции городских зданий, стимулируют развитие культуры.

После продажи семейного бизнеса благотворительность нередко превращается в способ приложения своих знаний и энергии. Она укрепляет такие семейные ценности, как преданность служению обществу и просветительству, духовное родство и приверженность традициям. Только представьте,

что за последние несколько десятилетий сумели сделать с помощью своих денег Форды, Рокфеллеры, Прицкеры и Ротшильды. Благотворительность — широкое понятие, которое включает в себя и учреждение фондов и учебных заведений, и меценатство, и защиту окружающей среды.

В десятой главе «Благотворительность как часть стратегии управления состоянием» я более подробно остановлюсь на том, как объединить свои финансовые интересы с желанием помочь другим.

Забота о близких

Дарить подарки приятно. Деньги, собственность, дорогие вещи или семейные ценности значат гораздо больше, когда за ними стоят особые отношения между людьми, а дарящего и дарителя что-то связывает.

Многие вписывают друзей и родных в завещания, и эти завещания имеют не только материальный смысл. Это способ сказать: «Помни обо мне и том, что мы вместе пережили». Или просто: «Ты замечательный, и мне очень дорог. Спасибо, что ты есть». Бывает так, что наследство, полученное от родителей или друга, открывает перед людьми возможности, которых до этого у них не было. Такие подарки особенно ценны.

Если вы хотите, чтобы и после вашей смерти управление семейным состоянием продолжалось, настоятельно советую провести четкую границу между передачей состояния наследникам и более сложной и интересной задачей — управлением им через поколения. Последнее подразумевает наличие определенных ценностей и установок. Но прежде чем передать детям управление состоянием, вы должны привить им семейные ценности и соответствующую культуру.

Передача активов «через поколения» и обычная передача состояния наследникам — это разные вещи. Необходимо составить *договор о ценностях*, которого в будущем должны придерживаться ваши потомки, распоряжаясь семейной собственностью и культурным наследием.

2. Как долго ваши ценности должны определять развитие семьи?

Эффективное управление состоянием начинается с определения временного горизонта — одно поколение или несколько поколений. Именно в этот момент нужно решить для себя, в какой мере ваши ценности должны затрагивать развитие будущих поколений.

Ваши ценности неизбежно окажут влияние на взгляды ваших детей и внуков, даже если вы не оставите после себя золотые горы. Семейная культура, в основе которой лежат идеи трудолюбия, образования, целеустремленности, бережливости и заботы о детях, будет служить «системой координат» для мно-

гих поколений. Вспомните таких великих людей, как Вашингтон, Франклин, Джефферсон, Линкольн, Рузвельты (Теодор, Элеанора и Франклин) и Мартин Лютер Кинг. Их идеи до сих пор находят поддержку среди миллионов американцев, а сумма их накоплений как-то даже и не обсуждается.

Если в основе семейной культуры лежит потребление и только оно, то существование такой семьи полностью зависит от наличия денег: нет денег — нет полноценной семьи. Вот почему я постоянно подчеркиваю: при определении финансовых целей и стратегии управления состоянием в первую очередь нужно исходить из культуры семьи и ее ценностей.

3. Что для вас важнее при инвестировании: «сладко есть» или «спокойно спать»?

Задавая этот вопрос, я пытаюсь понять, на какой риск и к каким жертвам готовы инвесторы ради обеспечения постоянного роста своих активов.

Толерантность к финансовому риску, оцениваемая по способности человека морально выдерживать нестабильность финансовых показателей, зачастую проявляется только после того, как личные активы становятся ликвидными. Иными словами, когда ответственность за управление активами, которые на протяжении многих лет были вложены в акции или управлялись кем-то другим, ложится на плечи владельца и когда активы начинают зависеть от ежедневных колебаний финансовых рынков.

У новоиспеченного владельца состояния сочетание нестабильности финансовых показателей, ликвидности активов и постоянных изменений стоимости имущества может вызывать эмоциональные взлеты и падения. Однако, как показывает практика, больше всего настроение даже опытных инвесторов зависит от ценовых *тенденций*. Я встречал и любителей, и профессионалов, которые обожали рисковать на бычьем рынке и не переносили риска на медвежьем рынке.

Такие предпочтения значительно усложняют поиск вариантов инвестиций с ограниченным риском и высокой доходностью и в определенной мере объясняют, почему большинство частных инвесторов покупают вблизи максимумов и продают вблизи минимумов.

У профессионалов противоположная реакция на неустойчивость финансовых рынков. Они знают, что на медвежьем рынке есть возможность заработать деньги. С другой стороны, рост бычьего рынка не вечен, поэтому нужно успеть вовремя выйти из игры.

Предположим, у вас больше нет сил наблюдать, как скачет стоимость ваших активов. Что делать? Я всегда говорю своим клиентам, что есть два пути

решения этой проблемы: «Можно сократить риск и волатильность инвестиционного портфеля и спокойно спать по ночам. А можно выбрать стратегию, которая позволит вам “сладко есть”, и использовать инвестиционные риски, чтобы “на вашем столе было больше еды”, или, другими словами, чтобы повысить стоимость своих активов».

При управлении состоянием на временном горизонте нескольких поколений использование принципа «сладко есть/спокойно спать» усложняется. Для успешного управления и приумножения состояния выбрать один из этих двух подходов недостаточно. Есть третий путь, который сочетает ограничения на расходы с агрессивным инвестированием и готовностью жить скромнее, чем вы можете себе позволить. Именно этим принципам вы должны следовать изо дня в день, и именно их вы должны привить своим детям и внукам.

4. Есть ли у ваших близких таланты, которые можно использовать для управления семейным состоянием?

Чтобы достичь цели, необходимо научиться извлекать пользу из всего, что есть под рукой. Подумайте, как использовать свои связи, опыт, деловые навыки, влияние — не только для того, чтобы начать новый бизнес или вложить капитал, но и для того, чтобы чего-либо добиться в других сферах, например в политике, общественной жизни, образовании, спорте, шоу-бизнесе или искусстве. Деньги — продукт массовый, а талант — уникальный ресурс!

Воспитывая подрастающее поколение, прививайте ему уважение к своим ценностям. Мы с женой приучаем детей к мысли о том, что каждому воздается по заслугам.

Воспитывая в детях *ответственность, целеустремленность, направленность на достижение результата и стремление к самосовершенствованию*, вы приобретаете очень важное конкурентное преимущество. Кроме того, это прекрасный способ научить новое поколение собственников эффективно управлять семейным состоянием. (Более подробно эта тема обсуждается в девятой главе.)

Однажды я попросил одного из консультантов Джейкоба Ротшильда поделиться секретом двухвекового успеха династии в банковском деле. Однако он ни слова не сказал ни о конкурентных преимуществах этой семьи, ни о том, что в 1815 году, после блестящей победы англичан в сражении при Ватерлоо, Натан Ротшильд сколотил немалое состояние на Лондонской фондовой бирже. Консультант сформулировал основной принцип этой семьи: в каждом из Ротшильдов воспитывается стремление быть лучшим. Неважно, в чем: банковское дело, искусство и культура, образование, виноделие или что-то другое. Так сложилось, что, начиная с основателя династии Мейера Амшеля Ротшильда (кон. XVIII века), в каждом следующем поколении был по край-

ней мере один успешный банкир. Сегодня потомки первого Ротшильда контролируют несколько крупных европейских банков и играют не последнюю роль во многих других сферах.

Существует множество возможностей увеличения семейного состояния и карьерного роста. Например, если семья контролирует какой-либо бизнес, то его конкурентное преимущество можно использовать для создания новых предприятий или развития новых направлений. Кроме того, профессиональный успех (и социальный статус) в одной сфере может благотворно повлиять на создание абсолютно нового предприятия или развитие карьеры в другой области. Например, популярный телеведущий Мервин Гриффин стал крупным владельцем недвижимости. Если вы не хотите заниматься бизнесом, то профессиональное положение и деловые связи дадут вам шанс реализовать свои способности в политике, общественной или благотворительной деятельности.

Возможно, у вашей жены или мужа, братьев или сестер, детей или внуков есть какие-либо уникальные способности. Они могут быть прекрасными бизнесменами, талантливыми организаторами и музыкантами, прирожденными ораторами. Подумайте, как это развить и использовать. Например, мы, разрабатывая инвестиционную стратегию, учитывали сильные стороны моего отца, брата, его жены и мои собственные. Наш семейный офис отличается тем, что в нем на постоянной основе трудятся многие члены семьи. Я считаю, что именно это является самым важным нашим преимуществом. У каждого из нас свой характер, но при похожих взглядах и солидном опыте мы научились находить компромиссы и много работать. Благодаря этому за последние двадцать с небольшим лет наша семья обрела серьезное конкурентное преимущество. Мой брат Уильям создал великолепную систему управленческой отчетности и информирования. Я, мой отец и невестка много времени уделяем общению с консультантами, постоянно накапливаем опыт в области распределения активов, оттачиваем мастерство в сфере маркетинговых исследований и контроля. В то же время мы передаем специалистам выполнение многих управленческих функций и решение вопросов, связанных с налогами, бухгалтером, законодательством и подбором акций. Мы благодарны им за профессионализм и преданность.

5. Как вы воспитываете культуру отчетности в семье и среди инвестиционных консультантов?

Позвольте привести пять наиболее распространенных причин, по которым люди считают необязательным строгий учет при управлении состоянием.

1. *Богатство якобы позволяет не думать о расходах.* Многие отождествляют богатство с возможностью беспрепятственно тратить деньги, не задумываясь о последствиях. Необходимость отчитываться за расходы перед супругом, родителями или другими членами семьи нередко приводит к конфликтам. Этого можно избежать, воспользовавшись помощью авторитетного и дипломатичного финансового консультанта, который будет играть роль беспристрастного арбитра (и проводника дисциплины).
2. *Некоторые осознают необходимость учета расходов, но не имеют времени/условий для его ведения.* Простая стратегия управления состоянием — простой учет расходов. И наоборот, сложная стратегия может очень быстро завалить вас ворохом бумаг!
3. *Многие не знают, как оценивать работу консультантов.* Большинство консультантов предоставляют информацию о результатах работы отдельных менеджеров и не говорят о результативности всего портфеля, особенно если в него входят такие непохожие активы, как недвижимость и прямые инвестиции. Кроме того, консультанты измеряют результативность в процентах, которые могут вводить в заблуждение, поскольку не отражают денежные потоки и налоги.
4. *Многих финансовые консультанты пугают.* Необходимость оценивать работу консультанта может привести в уныние кого угодно, особенно того, кто считает себя недостаточно компетентным. Консультанты сыпят цифрами и пользуются профессиональным сленгом. Неудивительно, что инвесторы отдадут предпочтение тем, кто понятно изъясняется и дает однозначные рекомендации относительно инвестиций — неважно, полные они или нет!
5. *Не существует стандартного способа оценки эффективности решений или рекомендаций консультанта, особенно с учетом налогообложения¹.* Институциональные инвесторы регулярно сравнивают совокупные результаты своей деятельности. Например, сравнивая средний пенсионный фонд с аналогичными учреждениями, можно оценить его положение. Крупные фонды оцениваются как по средним показателям, так и по сравнению с фондами Гарвардского и Йельского университетов. Однако среди частных инвесторов такие сравнения не делаются. Более того, очень немногие компании по доверительному управлению предоставляют своим клиентам данные о совокупной результативности их инвестиционного портфеля. Таким образом, у вас нет возможности оценить эффективность одного консультанта по сравнению с другим. По инвестиционным менеджерам достаточно информации, вас просто засыплют привлекательными показателями, но если вы попросите сравнить долгосрочную совокупную доходность их реальных портфелей с каким-либо

ориентиром (наиболее точный способ оценить решения консультанта), окажется, что сделать это невозможно.

Чтобы решить вышеупомянутые проблемы, потребуется определить критерии, по которым можно оценивать вашу работу, работу остальных членов семьи и консультантов. Более сложная стратегия управления усложняет отчетность и повышает риск того, что ваш инвестиционный план в конечном счете не будет реализован.

Система учета также повышает значимость ключевых целей и приоритетов управления состоянием семьи. Это своего рода «система показателей» для оценки результатов деятельности всех, кто принимает участие в управлении состоянием, в том числе стратега управления. В ее основе должны лежать конкретные критерии, выработанные вами и консультантами с учетом выбранной стратегии и поставленных задач.

Хорошая система учета не беспокоит вас при нормальном состоянии дел, сигнализирует об ухудшении ситуации и помогает выявить источник проблем. Когда система подает тревожный сигнал, очень важно знать, в каких ситуациях следует принимать меры и какими эти меры должны быть. Здесь вам потребуется экспертное суждение, которое приходит с опытом и знаниями.

По мере того как ваша семья растет и число владельцев семейных активов увеличивается, все сложнее прийти к компромиссу по поводу системы учета, а также поддерживать ее функционирование. В этом случае серьезным преимуществом является наличие в семье культуры инвестиционного менеджмента. Эффективная система учета помогает наладить открытое общение в семье, особенно между поколениями. Когда активами владеет несколько человек (как, например, в семейном бизнесе), успех предприятия в долгосрочной перспективе зависит от умения вести конструктивный диалог и обучить этому молодых.

6. Вы оптимист или пессимист в отношении глобальной экономики, бизнеса и инвестиций?

Сегодня, несмотря на угрозу международного терроризма, большинство инвестиционных компаний США смотрят с оптимизмом на будущее Америки и на развитие экономической и политической ситуации в мире. По результатам проведенных исследований такие проблемы, как политическая нестабильность, мировая война, дефляция или безудержная инфляция, экономические последствия террористических актов и экономический изоляционизм, воспринимаются от силы как умеренные угрозы. Исследователи указывают на то, что в современном мире США — единственная сверхдержава и что пос-

ле окончания Гражданской войны на территории Америки не было других войн. Все больше и больше стран выбирают демократический путь развития, который приносит с собой экономическое оживление и желание жить в мире. Особенно подчеркивается, что связи между странами настолько тесны, что крах американского образа жизни практически невозможен. Я согласен с этими утверждениями, но с несколькими оговорками. Во-первых, как показывает история, сильное, мощное и, казалось бы, стабильное государство может пасть жертвой недооцененных политических, экономических и военных факторов. Это случилось с Римской, Османской, Британской империями и Советским Союзом.

Во-вторых, если крупнейшие экономические и политические системы начнут испытывать серьезные трудности, то вряд ли финансовые консультанты смогут вовремя отреагировать и предотвратить падение стоимости ваших активов. Невозможно с точностью предугадать, когда и где произойдут политические перевороты, стихийные бедствия и стратегические изменения на финансовых рынках, в бизнесе, коммерции и технике. В-третьих, будущее неопределенно. Советую относиться скептически к тем, кто утверждает обратное. Выдающиеся инвесторы Уоррен Баффетт, Джон Нефф, Питер Линч, Говард Маркс и Сет Кларман — тоже скептики. Ищите новые возможности, хеджируйте риски и диверсифицируйте активы!

В-четвертых, попытайтесь понять, как на вашем портфеле отразятся крупные экономические спады, политические изменения, техническое развитие, появление новых игроков или неожиданных факторов в мировой экономике. Обратите внимание: все изменения можно разделить на продолжительные (постепенные) и скачкообразные, например Азиатский финансовый кризис 1998 года, теракт 11 сентября 2001 года или понижение кредитного рейтинга облигаций компании General Motors в 2005 году.

Хочу предостеречь вас от двух крайностей: излишнего оптимизма или пессимизма по поводу ситуации на рынке. В какой-то степени долгосрочное управление состоянием — это гонка на выживание и тест на удачу в моменты наибольшего спада и подъема. Я постоянно слежу за международной обстановкой. Это помогает вовремя увидеть и учесть всевозможные изменения и надеяться на лучшее, когда ситуация кажется безнадежной, и предвидеть возможные риски, когда остальные их не замечают.

7. Угрожает ли что-либо вашим активам?

Угрозой для ваших активов могут стать и люди, и события: развод, пожар, недовольный бенефициар траста, сотрудники, соседи или водитель машины, с которой вы случайно столкнулись. Кроме того, активами могут попытаться завладеть кредиторы, налоговая служба или любой, с кем у вас есть

договор, письменный или подразумеваемый. И, конечно, опасность представляют крупномасштабные политические и экономические потрясения.

Существует два основных способа обезопасить свои активы: страховка и защита от кредиторов.

Как правило, люди прибегают к страхованию — здоровья, имущества, жизни — с целью обеспечить себя денежными средствами. Некоторые покупают страховку даже на случай небольшого ущерба, например незначительно травмы или мелкого ДТП. Мне кажется, термин «страхование» не совсем точен. Я бы назвал это «подпиской». Приобретая страховку, вы заранее оплачиваете (с учетом комиссии) то, что в любом случае произойдет, с целью стабилизации денежного потока.

Состоятельным людям следует уделять меньше внимания защите месячного денежного потока и больше заботиться о защите более значимого — своих активов. Это значит, что владелец крупного состояния должен пересмотреть свой взгляд на страхование. Начните с увеличения размера убытка, оплачиваемого страхователем. Это позволяет сэкономить массу денег и создать собственный страховой фонд для покрытия небольших потерь. Но намного важнее то, что сэкономленные деньги заменяют страховку, которая защищает от редких, но катастрофических убытков. В дополнение к основной страховке купите полис «зонтичного» страхования ответственности, чтобы покрыть неохваченные риски. Поскольку требования по таким полисам относительно невелики, невелика и их стоимость, однако сумма страхового покрытия значительна.

Для защиты активов от кредиторов попробуйте воспользоваться каким-либо из перечисленных ниже способов.

- Создание траста, компании или товарищества с ограниченной ответственностью — эти организационно-правовые формы используются для ограничения личной ответственности.
- Подписание брачного контракта (особенно в случае повторного брака), в котором должно оговариваться распределение активов в случае развода. Конечно, такой шаг не слишком романтичен, однако разумная предосторожность никому не повредит.
- Различные варианты защиты жилья. В некоторых штатах, например, вы можете владеть жильем как «нераздельные совладельцы», что надежно защищает ваш дом от кредиторов. Если один из совладельцев проигрывает иск, то дом не может быть использован для его удовлетворения без согласия супруга.

Стоимость инструментов защиты активов может сильно варьировать. Я перечислил лишь те, применение которых связано с низкими первоначальными и административными затратами. Создание траста или компании с ог-

раниченной ответственностью, например, обходится всего в несколько тысяч долларов. Возможно, вы захотите более решительно защищать личные активы, хотя лично я не являюсь сторонником жестких инструментов в связи с их порой шатким юридическим статусом и возможным перемещением активов. Вот некоторые из таких методов.

- Переезд в другой регион, например во Флориду, для того чтобы получить более выгодную позицию при банкротстве, или в Неваду, чтобы сократить подоходный налог.
- Учреждение слепых офшорных трастов в таких «налоговых убежищах», как Каймановы острова, Бермуды или Багамы.
- Бегство от налогов — переезд в другую страну, чтобы скрыться от налоговых служб.

В любом случае вам потребуется юридическая консультация. Кроме того, вам придется взять на себя расходы, связанные с регулярной оценкой принятых мер. И хотя такие оценки могут ни на что не влиять, для душевного спокойствия поручите их эксперту.

Если вы решили использовать нестандартные методы защиты активов в связи с высокими рисками или угрозой судебных исков, взвесьте все. Поспешная организация защиты под угрозой судебного разбирательства малоэффективна. Суды США имеют право аннулировать ее.

8. Как разговаривать друг с другом о семейном состоянии?

В обсуждении политики управления состоянием должны принимать участие все члены семьи. Делать это надо честно и уважительно. В дискуссиях должны участвовать даже самые юные (разумеется, в доступной форме). Знаете ли вы, что Федеральная резервная система США выпускает специальные комиксы, посвященные финансам и управлению состоянием?

Выполняя роль стратега управления, вы должны обмениваться информацией с членами семьи по двум причинам. Во-первых, в процессе управления семейным состоянием необходимо поддерживать чувство семейного единства, постоянно идентифицируя и подчеркивая общие интересы и цели. Сделайте управление семейным состоянием и процесс инвестирования прозрачными для заинтересованных лиц. Прислушивайтесь к мнению тех, кто хочет принимать участие в управлении. В долгосрочной перспективе такая модель коммуникации еще сильнее объединяет. В то же время нельзя забывать об индивидуальности и личных устремлениях своих близких. Помогайте им в реализации личных и профессиональных планов. Вам придется выработать определенные правила: порядок использования семейных акти-

вов, порядок получения доступа к ним, обязанности, возникающие у молодых собственников, которые получают доступ к семейным активам, и т. д.

Между полномочиями и правами очень тонкая грань. Привилегии, которые дает богатство, неразрывно связаны с обязанностями. Вам придется научить детей брать на себя ответственность не только за культурное наследие своей семьи, но и за семейное состояние, которое досталось им. Уникальность роли стратега управления заключается в том, что именно он передает семейные ценности следующему поколению. И в этом смысле он влияет на жизнь и характер не только своих современников, но и далеких потомков.

9. Хотите ли вы воспитать семейных лидеров, которые смогут управлять состоянием на протяжении жизни многих поколений?

Это еще одна тема, которая является не «светским разговором», а обязательным условием, если вы хотите, чтобы ваше состояние жило в поколениях.

Каждая семья должна понять, что у тех ее членов, которые лучше других могут справиться с задачей сохранения состояния, всегда есть выбор: заняться семейными активами или строить успешную карьеру на стороне. Порой приходится уговаривать молодых посвятить себя семейным финансам. Управление семейным состоянием может стать настоящей проверкой их профессиональных качеств. Например, выбор стратега(ов) поможет подчеркнуть особенности конкретной семьи и объединить всех ее членов вокруг общих целей².

Не так-то просто серьезно разговаривать о том, кто в семье лучше подходит на роль управляющего. Однако рано или поздно об этом придется говорить. Чтобы сразу направить обмен мнениями в объективное русло, задайте вопросы, которые помогут вам оценить потенциал семьи.

- Кто в семье проявляет интерес (компетентен) к распределению капитала и достиг успехов в этой сфере?
- Кто дорожит семейной культурой и системой ценностей, а также обладает умением *слушать и слышать* других?
- Кто обладает качествами и навыками, необходимыми для улаживания семейных конфликтов?
- Кто готов отчитываться перед остальными за свою работу?
- Кто обладает деловой хваткой и может построить карьеру вне семейного бизнеса?
- Кто обладает предпринимательскими способностями или умеет воплощать идеи других?

- Кто сможет справиться с неизбежными физическими и психологическими нагрузками, связанными с управлением состоянием?

Для управления через поколения крайне важно найти компетентных и заинтересованных членов семьи. Это связано в первую очередь с тем, что профессиональные консультанты и «наемные лидеры» не обладают такой же заинтересованностью, как собственники. К тому же при наличии семейных лидеров консультанты работают намного продуктивнее.

Я уверен, что в большинстве случаев выбрать одного или нескольких человек, подходящих на роль стратега управления, можно, ответив на вопросы, которые я привел выше.

В некоторых случаях вам придется полностью довериться профессионалам, хотя, безусловно, это не лучший вариант. Подбором специалистов может заниматься семейный офис или совет директоров вашей компании. Кроме того, для оценки профессионализма кандидатов вы можете обратиться к специалисту по подбору управленческого персонала или воспользоваться услугами специализированного кадрового агентства. Помните, что стратегом управления может быть как член вашей семьи, так и человек со стороны. В любом случае, прежде чем сделать выбор, четко сформулируйте свои требования и убедитесь, что ваш «избранник» им соответствует. В дальнейшем это придаст решениям стратега управления необходимый вес и поможет ему преодолеть разногласия с членами семьи.

10. Насколько для вас важна налоговая эффективность? Будут ли ваши дети стремиться к ней?

Оптимизация налогов — основная составляющая стратегического управления. Она влияет на вашу инвестиционную стратегию и планирование передачи по наследству. Налоги — это либо первая, либо вторая статья расходов. Пытаясь минимизировать выплаты, некоторые подходят к управлению налогами так же агрессивно, как и к управлению инвестициями. С помощью юристов и бухгалтеров они выстраивают сложные стратегии и готовы при необходимости поспорить с налоговой службой. Такие люди идут на многое, чтобы отстоять свой налоговый статус. Некоторые переезжают в другой город, штат или даже страну, чтобы меньше платить. Иногда это довольно легко сделать, но порой переезд негативно сказывается на детях и семье в целом, что, безусловно, является серьезным аргументом против такого решения. Бухгалтерские и юридические фирмы неустанно совершенствуют схемы минимизации налогов, которые предусматривают создание офшорных трастов, товариществ, использование производных ценных бумаг и страхо-

вания жизни. Некоторые схемы действительно превращают краткосрочный прирост капитала в долгосрочное наращивание.

Кто-то стремится полностью избежать выплаты налогов. Иногда для этого завышают стоимость актива, чтобы при передаче его в дар получить значительный налоговый вычет. В других случаях намеренно занижают стоимость актива, чтобы уменьшить налог на дарение и наследование. Такие схемы могут быть довольно сложными в реализации и достаточно дорогими. Однако, *если они законны*, с их помощью можно значительно сэкономить.

За применением подобных схем бдительно следит Служба внутренних доходов США. Учитывая растущий бюджетный дефицит, налоговые органы решительно борются с теми, кто уклоняется от уплаты налогов сам и помогает в этом другим. Недавно налоговики провели несколько акций против фирм, помогающих клиентам снижать налоги. Среди них были известные бухгалтерские и юридические конторы с хорошей репутацией. Однако схемы снижения налогов приносят такую прибыль их изобретателям, что трудно устоять перед искушением рискнуть еще и еще.

Некоторые выбирают более простой подход к достижению налоговой эффективности. Они покупают активы и держат их длительное время. Таких людей интересует другое: увеличение стоимости своей компании, карьера или просто рыбалка. Иногда оптимизация налогов является побочным продуктом деятельности в каких-либо других сферах. Но довольно часто это сознательные шаги.

На самом деле многие гордятся званием налогоплательщика. Это символ успеха и возможность отблагодарить государство за этот успех. Чего хотите вы?

От вашего отношения к оптимизации налогов зависит выбор и воплощение стратегии управления. Кроме того, оно может сказаться на ваших братьях и сестрах, их родственниках и ваших детях. Например, во многих семьях небольшая группа людей принимает решения «за всех». В такой ситуации стиль инвестирования — умеренный или, наоборот, «наступательный» подход к оптимизации налогов — оказывает влияние на всех членов семьи. Агрессивный метод может стать причиной конфликтов. В связи с этим стратег управления и инвестиционные консультанты должны решать вопросы налоговых выплат в широком семейном контексте. Зачастую это приводит к тому, что последующие поколения становятся более консервативны, чем их предки. И это правильно.

Выбор метода управления налогами — личное дело каждого. Принимать это решение необходимо самостоятельно. Однако стратегу следует думать не только о том, какое влияние окажут его решения по налогам на финансовое положение семьи, но и о том, насколько органично эти решения вписываются в модель стратегического управления состоянием. Не забывайте и о том, что у сложной стратегии практически всегда есть более простая альтернатива. Она может и повлечет за собой более высокие налоговые платежи, но взамен

даст низкие затраты, меньше стрессов и большую гибкость. Более подробно я расскажу о налогах и о том, как сделать их своими союзниками в управлении состоянием, в главе восьмой.

Десять ответов, или трансформация семейных ценностей в финансовые цели

Крайне важно, чтобы ваши финансовые цели отражали и укрепляли семейные ценности. Согласовав первые и вторые, вы скорее осуществите свой инвестиционный план, а главное, получите удовлетворение от достигнутых результатов. Внимательно посмотрите на рис. 3.1. В его верхней части находится стрелка «Распределение»—«Накопление». Она символически представляет все многообразие финансовых целей. Под строкой «Финансовые цели» расположен ряд аспектов, которые я рассматривал в этой главе, а рядом — возможные подходы, также представленные в виде стрелок. Чаще всего подходы выбираются на основе ваших ценностей, однако в некоторых случаях, например в случае «Финансовых рисков» или «Оптимизации налогов», нужно исходить из условий, в которых осуществляется управление активами. Изучите рисунок и отметьте на стрелках свои ответы. Здесь нет правильных или неправильных вариантов. Полученные результаты будут отражать *ваши* ценности и помогут правильно сформулировать *ваши* цели.

Посмотрите, где стоит большая часть ваших пометок. Если слева, значит, вы ориентируетесь на *распределение* активов. Если справа, то вы ориентируетесь на *увеличение* активов. Результаты, полученные с помощью такого анализа, не бесспорны. Это скорее ориентир, но никак не догма и не аксиома. Возможно, дочитав книгу до конца, вы захотите вернуться к рисунку.

Если вы попали в категорию тех, кто ориентируется на распределение активов, значит, ваша финансовая цель заключается в постепенном использовании состояния и обеспечении своей старости без особой заботы о последующих поколениях.

Если вы в категории «Накопление», значит, ваша цель — обеспечить себе достойный уровень жизни и при этом сохранить или увеличить свои активы для потомков.

На рис. 3.1 видно, что у каждого из нас свой подход к управлению состоянием и разные ожидания и цели. Те, кто хочет без лишних управленческих сложностей ни в чем себе не отказывать, определенно попадут в категорию «распределение». Те, для кого характерны дальновидность, культура экономии, хорошие отношения между членами семьи, готовность идти на риски и кто собирается строить жесткую систему учета, попадут в категорию «накопление». Многие окажутся где-то посередине. В следующей главе я более подробно расскажу о подгруппах внутри этих двух категорий. В конце кон-

Как трансформировать свои ценности в финансовые цели

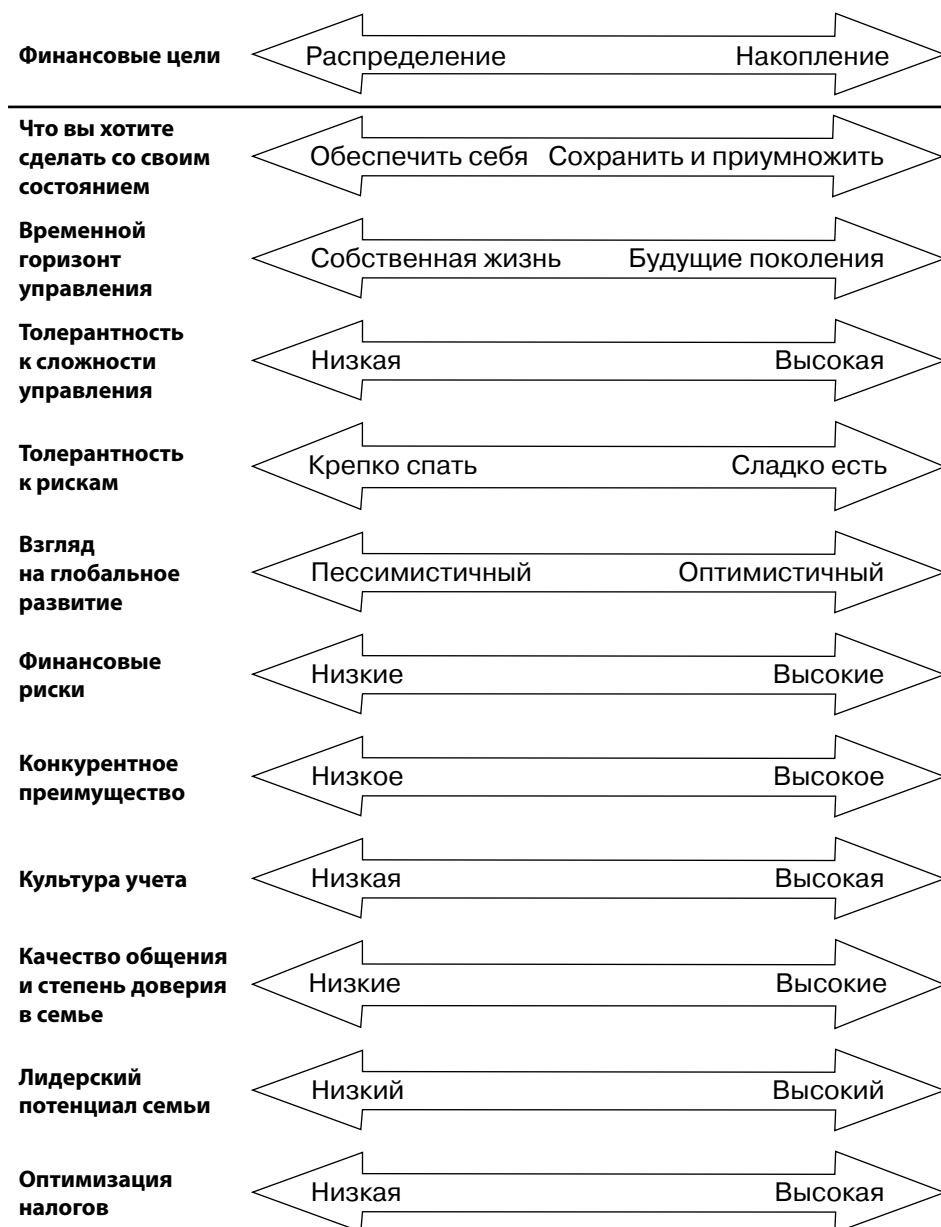


Рисунок 3.1. Отметьте на стрелках свои предпочтения по каждому из аспектов под линией «Финансовые цели». Соответствуют ли в целом ваши финансовые цели вашим ценностям?

цов вы сможете ставить перед собой финансовые цели, которые будут отражать ваши собственные ценности и соответствовать обстоятельствам, в которых осуществляется управление.

Выводы

Мы обсудили, насколько важно понимание того, что вы хотите получить от своего состояния. Я подчеркнул роль стратега управления, который руководит инвестированием, помогает своим близким определить семейные ценности и следит за соблюдением *восьми принципов эффективного управления*. Именно общие ценности и взаимопонимание должны лежать в основе эффективной финансовой политики и развития семьи в целом. К сожалению, не только они могут повлиять на результаты управления. Неправильное отношение к состоянию или внутрисемейные разногласия могут привести к отрицательным результатам и оставить вас ни с чем.

После продажи семейного бизнеса (или других важных событий) вам придется решить, как поступить с семейными активами и научиться ими управлять. Безусловно, для этого нужно время. Десять вопросов, которые я привел в этой главе, потребуют от вас тщательного изучения, самоанализа и честности, а иногда и необходимости обсуждать трудные темы. Если эти задачи кажутся вам неподъемными, наймите специалиста. Мы поступили именно так и не жалеем об этом. Специалист направит дискуссию в нужное русло и поможет каждому из вас более точно сформулировать свою позицию. Кроме того, он может выполнять работу секретаря и записывать все высказывания и принятые решения, что поможет вам лучше понять друг друга. Следите только за тем, чтобы этот специалист не оказался представителем индустрии финансовых услуг или лицом, заинтересованным в тех или иных решениях семьи. Если вас волнует вопрос конфиденциальности, предложите подписать соглашение о неразглашении.

Лично я — сторонник управления семейным состоянием «через поколения». Однако такая позиция подходит далеко не всем. У кого-то нет детей. Кто-то считает, что родители должны только вырастить, выучить и любить своих чад.

Надеюсь, что, прочитав эту главу, вы получили общее представление о факторах, влияющих на выбор стратегии управления. Четко сформулировав ценности своей семьи, вы поймете, какой должна быть *ваша* модель стратегического управления состоянием и как выстраивать отношения с консультантами. Вы будете знать, что лежит в основе их решений, сможете точно оценить их профессионализм и вклад, который они способны сделать в управление.

В следующей главе я расскажу о том, как трансформировать ваши ценности в финансовые показатели, понятные консультантам, чтобы они могли в соответствии с ними работать и отчитываться за свои решения.

ПРИМЕЧАНИЯ

- ¹ Сегодня взаимные фонды обязаны предоставлять стандартные отчеты о результатах деятельности после налогообложения. Однако, хотя эти данные облегчают сравнение одного фонда с другим, налоги физических лиц будут отличаться от тех, которые приводятся в стандартных отчетах. Кроме того, закон не обязывает других управляющих предоставлять подобную информацию, чем большинство из них и пользуется. На сегодняшний день в рамках существующих в США систем оценки сопоставление результативности различных активов после налогообложения невозможно.
- ² В семейном бизнесе всегда есть опасность того, что члены семьи, которые не хотят или не могут полноценно участвовать в работе компании, будут занимать ответственные позиции и получать высокое вознаграждение. Советую не допускать подобной ситуации, так как она может помешать достижению ваших целей. От нее пострадают и семейные отношения, и отношения с наемными сотрудниками. Последние всегда остро чувствуют несправедливость, так как сразу видят, кто чего стоит. Синдром «папенькиного сынка» негативно сказывается на всех, кто работает на семейном предприятии, поэтому старайтесь его избегать.

0,000 ГЛАВА 4 000,000,000,
00,00 ВЫБИРАЕМ 000,000,00
,000, ФИНАНСОВУЮ 000,000
00,00 ЦЕЛЬ 000,000,000,000

Для того чтобы сделать состояние,
нужно быть очень смелым и очень осторожным.

Натан Майер Ротшильд

Определившись с ценностями, преобразуйте их в финансовые цели. В предыдущей главе я показал, что исходя из ценностей можно разделить финансовые цели на две большие категории: либо вы ориентируетесь на распределение своих активов, либо стремитесь их сохранить и накопить.

Определять выбор в первую очередь будут ваши жизненные ценности, привычка обращаться с деньгами и готовность идти на риски.

Управление финансами, направленное на распределение активов

- Горизонт планирования не превышает двадцати лет.
- Вы можете позволить себе тратить значительные средства, так как сохранение состояния для передачи его по наследству детям или внукам, если они у вас есть, не является для вас первоочередной задачей.
- Вы не требуете высокой доходности от активов, так как они должны обеспечивать только вас.
- Вы применяете относительно простые подходы к инвестированию, налоговой оптимизации и планированию наследства.
- Благотворительные взносы делаются в виде пожертвований благотворительным организациям и финансирования некоммерческих проектов. Вы не вкладываете средства в учреждение частных или семейных долгосрочных благотворительных фондов.

Если вы решили тратить деньги, то у вас есть возможность выбрать один из двух подходов: *поддержание покупательной способности* или *обеспечение стабильного дохода*.

Вариант 1. Поддержание покупательной способности

Целевой уровень расходов после налогообложения

4,0–5,1% финансовых активов в первый год управления, однако в результате инфляции расходы ежегодно возрастают

Максимальный уровень расходов после налогообложения

15% финансовых активов в год

Требуемая доходность инвестиций	4,5–6% годовых
Конкурентное преимущество	Незначительное
Толерантность к рискам	Спокойно спать в течение примерно 15 лет
Налоговая эффективность	От низкой до средней

Если вы стремитесь обеспечить себе высокий уровень жизни в ближайшие 20 лет, то вам подойдет инвестирование, направленное на поддержание покупательной способности. Эта стратегия довольно консервативна, и ее легко реализовать.

Цены на товары и услуги растут в результате инфляции. Основная задача «поддерживающей» стратегии заключается в том, чтобы темп прироста средств, которые вы можете потратить, был не меньше темпа инфляции. В противном случае ваш уровень жизни постепенно снижается. Представим, что в год вы тратите 100 тыс. долларов (после налогообложения), а ваши активы составляют 2,2 млн. Через десять лет при инфляции 3% ваши расходы должны увеличиться до 135 тыс. долларов, если вы хотите сохранить уровень жизни прежним. (Вдобавок вы будете платить налоги и комиссию за управление активами.)

Стоимость активов будет довольно стабильной, однако и существенного роста ждать не стоит. Скорее всего, сумма расходов, налогов и вознаграждений, которые вы платите финансовым консультантам, превысит годовой доход от инвестиций, и таким образом, ваши активы все равно постепенно будут уменьшаться. На самом деле многие люди хотят потратить свой последний доллар на свои же похороны. По мере увеличения расходов и уменьшения активов доля первых также будет увеличиваться, и через 15 лет она может достигнуть до 15% ваших активов в год. Вы не сможете поддерживать расходы на таком уровне постоянно, так как через несколько лет ваши активы истощатся. Вряд ли вы захотите в конце жизни остаться на нуле.

Учитывая, что средняя продолжительность жизни постепенно увеличивается, данный подход таит в себе опасность, несмотря на минимальные финансовые риски. Если к моменту, когда вы решите применять эту стратегию управления, доля ваших годовых расходов будет превышать 10%, настоятельно рекомендую как можно быстрее сократить траты. А еще лучше изыскать дополнительный источник доходов. Еще один выход — пересмотреть свою инвестиционную стратегию в пользу вариантов 2, 3, 4 или 5.

Вариант 2. Обеспечение стабильного дохода

Уровень расходов после налогообложения	2,6–5,8% финансовых активов в год
Требуемая доходность инвестиций	4,5–8% годовых
Конкурентное преимущество	От незначительного до среднего

Толерантность к рискам

Спокойно спать

Налоговая эффективность

От средней до высокой

Данная финансовая задача предполагает обеспечение стабильного дохода в течение всей жизни. Цель — постоянный уровень расходов при сохранении активов. Со временем инфляция уменьшает покупательную способность, однако сторонники этой стратегии считают, что с возрастом сократятся и потребности. Возможно, они откажутся от кругосветных путешествий, купят дом поменьше или перестанут пользоваться машиной. Те, кому за пятьдесят, могут рассчитывать на наследство от родителей, выплаты по программам социального страхования или пенсионному плану.

Владелец активов, как правило, устанавливает для себя определенный уровень расходов, который привязан к стоимости активов (например, 4% в год). В эту сумму также входят налоги и плата консультантам, например за составление налоговой декларации и планирование наследства.

Вольно или невольно люди ориентируются на получение стабильного дохода. Их преимущество в том, что при условии грамотного управления и тщательного контроля над расходами (не более 4–4,5% в год) владелец состояния может передать его по наследству членам своей семьи, общественным учреждениям, некоммерческим организациям и т. д. Кроме того, они могут обеспечивать сохранность активов и придерживаться бюджета сколь угодно долго, за исключением непредвиденных обстоятельств, когда приходится изменить курс на поддержание покупательной способности.

Возврат от второго варианта к первому

Тем, кто все-таки решил сделать ставку на пожизненный стабильный доход, нужно решить ряд проблем. Со временем инфляция снижает покупательную способность, и это негативно отражается на образе жизни. Порой это может привести к действительно серьезным трудностям, например если речь идет о пожилых людях в возрасте 80–90 лет.

Дело не только в том, что на протяжении нескольких десятилетий после ухода на пенсию трудно сохранить стабильность дохода. В преклонном возрасте люди часто сталкиваются с существенными медицинскими расходами. По словам сенатора Расса Фейнголда, «из-за высокой стоимости лечения происходит более половины банкротств людей старше 50 лет»¹.

Справиться с растущими расходами можно, переключившись с обеспечения стабильного дохода на поддержание покупательной способности. На мой взгляд, лучше лишиться части состояния, чем испытывать финансовые трудности. В конце концов, не для этого вы так долго работали.

Тем не менее большинство людей, начавшие применять описанный выше подход к управлению состоянием довольно рано, могут надолго сохра-

нить свое состояние и создать финансовый резерв на случай непредвиденных расходов.

Управление финансами, направленное на накопление активов

- Временной горизонт составляет несколько десятилетий и, как правило, охватывает несколько поколений.
- Вам необходима доходность инвестиций выше среднего. Это требует умелого управления активами, готовности к нестабильности инвестиционных доходов и приводит к более низкой вероятности достижения желаемых результатов.
- Вы должны контролировать подоходный налог и налог на прирост капитала. В противном случае вам придется ставить перед собой еще более сложные задачи по увеличению доходности инвестиций.
- Вам следует контролировать расходы, это гораздо проще, чем, скажем, налоговые ставки и доходность инвестиций.
- Оптимизация налога на передачу имущества, особенно когда речь идет о крупном состоянии, может быть довольно сложной и включать в себя долгосрочное участие в благотворительности.

Если вы ориентируетесь на *накопление*, то у вас есть три дополнительных подхода к управлению.

- Сохранение реальной стоимости активов и покупательной способности.
- Поддержание размера состояния из расчета на одного члена семьи на протяжении жизни поколений.
- Постепенное увеличение состояния.

Для реализации всех трех вариантов вам необходима последовательность. Кроме того, ваши годовые расходы не должны превышать 3,8% от активов (а лучше еще ниже).

Вариант 3. Сохранение реальной стоимости активов и покупательной способности

Уровень расходов после налогообложения	0,0–3,8% финансовых активов в год
Требуемая доходность инвестиций	5,2–10,5% годовых
Конкурентное преимущество	От среднего до значительного

Толерантность к рискам	Сладко есть (степень: от средней до высокой)
Налоговая эффективность	От средней до высокой

Если вы успешно реализуете все вышеназванные задачи, то сможете надолго защитить свои доходы от негативных последствий инфляции. Для этого придется сократить расходы и идти на значительные инвестиционные риски. Затянув потуже пояс и пожертвовав спокойным сном, вы добьетесь стабильности реальной стоимости вашего состояния.

Если вы хотите рано уйти на пенсию (в 50–60 лет), то имеет смысл выбрать именно эту стратегию управления независимо от того, собираетесь вы оставлять наследство или нет. Не исключено, что вы (и/или ваш супруг) проживете еще 30–40 лет, в течение которых инфляция съест более половины покупательной способности, если вы будете пытаться *обеспечить стабильный доход* (вариант 2). Если вы остановитесь на первом варианте управления, то рискуете уничтожить активы задолго до своей кончины.

Математика здесь предельно простая: чем больше вы тратите, тем больше надо заработать, особенно если вы хотите сохранить реальную стоимость своего состояния и покупательную способность. Если ваш уровень расходов после налогообложения самый высокий по шкале третьего варианта управления (3,8%), то доходность инвестиций должна превышать 10% годовых. Доходы должны покрывать не только расходы, но также инфляцию, налоги и стоимость управления состоянием. Для этого вам потребуются незаурядные способности или невероятное везение, а лучше и то и другое сразу. Однако на везении далеко не уедешь. Если вы не сильны в управлении состоянием, то вам следует держать расходы на уровне не выше 2,2%.

Прекрасный пример семейной пары, успешно реализовавшей этот подход к управлению, — моя двоюродная бабушка Этель и ее муж Оскар, президент семейного предприятия по производству строительных материалов. Они зарабатывали немного, но сэкономили средства, тщательно обдумывали расходы и серьезно подходили к инвестированию. И, конечно, им сопутствовала удача.

Этель руководила местным культурно-спортивным центром, который финансировала компания Standard Oil из Нью-Джерси. В качестве оплаты труда она получала, в частности, акции этой компании, которая позже была переименована в Exxon. На дивиденды Этель покупала другие бумаги из разряда голубых фишек, формируя таким образом портфель ценных бумаг.

Мои предки не обольщались относительно каких-то конкурентных преимуществ в инвестировании. Они знали: чтобы сохранить реальную стоимость активов и покупательную способность, им придется тщательно контролировать свои расходы.

Через несколько десятилетий стоимость их портфеля ценных бумаг в целом (и акций Еххон в том числе) выросла. Поскольку Этель не продавала акции, ей не нужно было платить налог на прирост капитала, хотя он вырос во много раз. Еххон довольно долго добивалась впечатляющих результатов на фондовом рынке. Когда бабушка умерла (она пережила мужа на двадцать лет), акции Еххон составляли более половины ее портфеля. Благодаря последовательной инвестиционной политике и относительно однородному портфелю бумаг, состояние оказалось неожиданно внушительным.

У Этель был прекрасный вкус, но скромные запросы. Она считала, что дружба значит гораздо больше материальных ценностей. В свои девяносто с лишним лет она обладала хорошим здоровьем и умерла на своей постели в доме, который достался ей в приданое, когда ей было 19 лет.

Этель сумела осуществить свою мечту и стала миллионером. Она могла этого и не добиться, если бы обстоятельства были другими или ее работу оплачивали бы другими акциями. Но она в любом случае обеспечила бы себе финансовую безопасность. Вот в чем заключается преимущество бережливого отношения к своим средствам.

Вариант 4. Поддержание размера состояния из расчета на одного члена семьи на протяжении жизни поколений

Уровень расходов после налогообложения	0–2,9% финансовых активов в год
Требуемая доходность инвестиций	8,8–12,8% годовых
Конкурентное преимущество	Значительное
Толерантность к рискам	Сладко есть (степень: высокая)
Налоговая эффективность	От средней до высокой

Иногда финансовое планирование осуществляется для очень далекого временного горизонта: три, четыре или даже пять поколений. Благодаря такому подходу будущие поколения будут получать от своих активов такой же доход на человека (с учетом инфляции и других факторов), что и их предки.

Именно эту цель ставила перед собой наша семья. На первый взгляд такую стратегию несложно осуществить. Однако учтите, что со временем любящая семья растет! У моих родителей девять внуков. Это значит, что на протяжении семидесяти лет мы должны с учетом инфляции увеличить свои активы в девять раз, или на 3,1% в год². Одновременно нам нужно нейтрализовать то, что я называю утечкой денежных средств. Имеются в виду расходы, налоги, комиссионные, благотворительные взносы, инфляция, убытки в результате проигранных судебных исков, краж или нанесения ущерба здоровью, которые не были застрахованы.

На протяжении последнего десятилетия утечки в совокупности составляли 8,5% в год. А ведь мы контролировали расходы очень жестко! Сложите утечки с требуемым приростом наших активов в 3,1%, о котором я говорил выше, и получится, что доходность наших инвестиций должна превышать 11,6% годовых³. Подобная финансовая задача не так уж и проста. Чтобы ее решить, мы приобрели такие знания в инвестиционной сфере, которые давали нам конкурентное преимущество на рынке.

Вариант 5. Постепенное увеличение состояния

Уровень расходов после налогообложения	Менее 2% финансовых активов в год
Требуемая доходность инвестиций	Более 8,8% годовых
Конкурентное преимущество	Значительное
Толерантность к рискам	Сладко есть (степень: высокая)
Налоговая эффективность	От средней до высокой

Это еще один «накопительный» подход. Успешные предприниматели иногда не только владеют и управляют бизнесом, но и выделяют довольно значительные ликвидные активы, которые с целью диверсификации вкладывают в другие сферы. Для таких людей собственное дело или карьера в какой-либо другой сфере после продажи своего бизнеса являются прекрасной возможностью осуществить свои планы.

Отличным примером семьи, которая на практике применила такой подход, являются Джонсоны. В 1886 году Сэм Кертис Джонсон основал компанию S. C. Johnson, которая сегодня производит известные во всем мире хозяйственные товары: средства для чистки и полировки мебели и полов Johnson Wax, пищевая пленка Saran Wrap, освежители воздуха Glade®, гели для бритвы Edge, моющее средство для стекла Windex® и многое другое.

В 1966 году президентом компании стал правнук ее основателя Сэмюэл Джонсон. Он дружил с моим отцом еще со времен учебы в Гарвардской школе бизнеса. Сэм-старший умер в 2004 году, и сейчас семейным делом управляют наследники: Фиск Джонсон, Кертис Джонсон, Хелен Джонсон-Лейполд и Уинни Джонсон-Маркарт. Фиск — председатель совета директоров и генеральный директор. Кертис принимает активное участие в развитии зарубежных филиалов и руководит департаментом коммерческих бумаг. В июле 2004 года Хелен стала председателем Johnson Financial Group, компании стоимостью 3,2 млрд долларов, которая была основана ее отцом и сейчас оказывает финансовые услуги по всему миру. Уинни — президент благотворительного фонда Johnson Family Foundation.

Очевидно, что потомки Сэмюэла Кертиса Джонсона посвятили себя семейному бизнесу, чтобы приумножить свое состояние. Они не стали почитать на лаврах предков, каждый занял ответственный пост. На сегодняшний день S. C. Johnson является крупнейшей частной компанией США, которая уже более 116 лет гордо называется, как написано на ее веб-сайте, «семейным предприятием».

Разные планы — разные результаты

Возможно, вы захотите применить какой-то из пяти подходов к управлению состоянием. Чтобы более наглядно продемонстрировать возможные финансовые результаты, я составил диаграмму (см. рис. 4.1).

Во всех случаях владелец активов стоимостью один миллион долларов успешно осуществляет тот или иной инвестиционный план в течение 20 лет. Начальный уровень годовых расходов варьирует в зависимости от цели: максимальные расходы 45 тыс. долларов предусмотрены в первом варианте управления «Поддержание покупательной способности», и постепенно они снижаются до 20 тыс. долларов в пятом варианте («Постепенное увеличение состояния»). На диаграмме результаты управления представлены двояко. Первый столбик показывает, во что превратился исходный капитал в 1 млн долларов через 20 лет. Второй столбик показывает совокупные расходы каждого инвестора за этот же срок. Несмотря на различия в начальном уровне расходов, совокупные расходы каждого за 20 лет отличаются мало. Однако если взглянуть на цифры внизу, то очевидно, что годовой уровень расходов в конце срока управления отличается больше, чем в первый год. Сильнее всего эта разница выражена у того, кто придерживался стратегии постепенного увеличения состояния. Вначале именно его расходы были самыми низкими, зато через двадцать лет их уровень значительно превысил показатели остальных. В результате откладывания расходов и эффективного управления этот человек может позволить себе тратить гораздо больше, чем другие. Вы тоже можете достичь таких результатов. И если это удастся, то вы оставите своим близким внушительное наследство.

Две рыночные силы и их влияние на подход к управлению состоянием

Каждый из пяти подходов к управлению состоянием имеет свои преимущества. В то же время существуют два фактора: утечки и рост, требующие особого обсуждения.

Сравнение результатов различных подходов к управлению состоянием

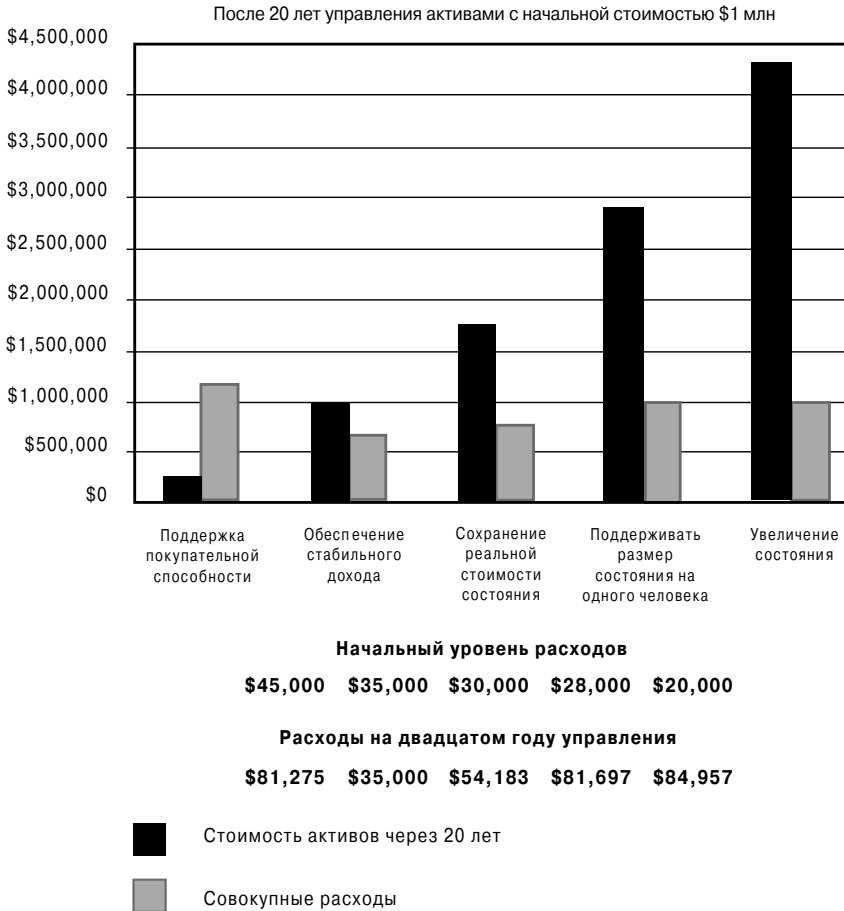


Рис. 4.1. Ничто не дается бесплатно. Варианты 3, 4 и 5 помогут вам сохранить или увеличить реальную стоимость активов и покупательную способность, однако они предполагают значительные риски и неопределенность. Варианты 1 и 2 менее рискованны, однако через 15–20 лет инфляция сведет их преимущества на нет.

Утечки

О них я уже вскользь упоминал, говоря о возможных причинах сокращения состояния: наиболее очевидной статьёй утечки являются расходы. Помимо них надо назвать налоги и затраты, связанные с управлением состоянием. Любые убытки, которые вы несете в результате судебных споров, обмана, краж, разводов и требований третьих лиц, являются утечками. (К сожалению, все

эти события часто приводят и к моральным потерям.) Благотворительные взносы — тоже вид утечек. К ним, однако, не относятся взносы в ваши семейные фонды (до тех пор, пока они не распределяются дальше). В контексте управления на протяжении жизни многих поколений может появиться еще один вид утечки: распределение активов между детьми. Хотя сумма активов не меняется, вашим детям (если их как минимум двое) достанется по крайней мере на 50% меньше того, что было у вас.

Вы можете контролировать все утечки, за исключением одной — инфляции, которая медленно, но верно уменьшает стоимость ваших активов. Поговорите об этом с любым пенсионером, который живет на фиксированный доход хотя бы лет десять.

Рост

Здесь существенную роль играют четыре фактора.

1. Доход и увеличение капитала (благодаря развитию бизнеса/карьеры).
2. Широкое и эффективное распределение активов, которое позволяет воспроизвести среднюю доходность финансовых рынков (это также называется пассивным менеджментом или инвестированием в индексы).
3. Способность получить доходность выше средней от конкретных активов или групп активов при помощи активного управления, или, как я это называю, активного альфа-инвестирования.
4. Незапланированные доходы (наследство, брак/развод, приемная семья).

Фактор роста № 1. Доход и увеличение капитала (благодаря развитию бизнеса/карьеры). Многие состоятельные люди продолжают работать даже тогда, когда в этом нет финансовой необходимости. После того как их активы становятся ликвидными, они делают карьеру в какой-либо другой сфере или начинают новый бизнес, продолжая приумножать свое состояние.

Отступление 4.1. Задумывались ли вы о том, как повлияет новый бизнес или работа на ваш инвестиционный план?

Когда ваши активы станут ликвидными, вам следует оценить доходы, которые вы сможете получать в будущем благодаря своим профессиональным навыкам. Как и инвестирование, пути построения карьеры связаны с различными рисками и имеют различные временные горизонты.

Для того чтобы понять, куда вложить финансовые активы, необходимо сделать две вещи. Во-первых, оценить риск полной зависимости от существующих активов. Затем ввести в расчет потенциал *нового* состояния, которое вы можете приобрести, сделав карьеру в новой сфере.

Если обстоятельства, которые позволили создать капитал первый раз, не могут быть воспроизведены еще раз (например, спортсмены, актеры, звезды шоу-бизнеса зарабатывают довольно много, но успех — вещь непостоянная, к тому же многое зависит от возраста), вам стоит выбрать консервативный подход к управлению состоянием. Накопленные средства позволят вам нормально жить, когда возможности заработка иссякнут.

То же можно рекомендовать, если факторы, благодаря которым вы получили шанс создать состояние, оказывают влияние на финансовые рынки. Выбирайте финансовые инструменты, которые относительно устойчивы к рыночным колебаниям. Например, в 1990-е годы, когда на фондовом рынке наблюдался быстрый рост, инвестиционным банкирам и интернет-компаниям следовало бы вложить часть своих активов в сферы, не связанные с акциями. Такой ход значительно снизил бы их профессиональные и финансовые риски.

С другой стороны, *сегодня* владельцы крупной недвижимости могут счесть инвестиции в фондовый рынок (в том числе в компании, работающие с нанотехнологиями) хорошим способом диверсификации активов.

Те, кто владеет крупным состоянием или рассчитывает получить значительное наследство, не чувствуют себя зависимыми от своей работы. В этом есть свои преимущества и свои недостатки. С одной стороны, можно идти на профессиональный риск, не подвергая опасности благополучие семьи. Однако начало новой карьеры может быть чревато осложнениями. Например, преуспевающие топ-менеджеры пытаются стать предпринимателями, владельцами спортивных команд, начинают свой бизнес в новых для них сферах или делают инвестиции в развивающиеся компании. Все это нередко заканчивается разочарованием.

Всегда есть способы сведения рисков к минимуму, получения ценного делового опыта и значительной прибыли от новых предприятий без вложения в них излишне большого личного капитала. Обсудите эти вопросы со своим консультантом.

Фактор роста №2. Широкое и эффективное распределение активов, которое позволяет воспроизвести среднюю доходность финансовых рынков (инвестирование в индексы). Начиная с эпохи Возрождения западная цивилизация в целом поступательно развивалась, несмотря на периодические спады. Сегодня

наша культура и экономика более стабильны, чем сто и даже пятьдесят лет назад. После Второй мировой войны в экономике развитых государств (США, Англия и Германия) наблюдается постоянный, относительно медленный рост. Для таких стран, как Китай, Индия, Бразилия, Чили и Корея, рынки которых часто называют развивающимися, характерны нестабильность и более высокие темпы роста.

Инвестирование в индексы (см. главу 6 «Выбор инвестиционной стратегии») обеспечивает широкое участие в финансовых рынках через акции, облигации, сырьевые товары и недвижимость и выгодно в том смысле, что ваш финансовый результат отражает экономический рост в вышеупомянутых странах. При индексировании инвестор покупает акции или выбирает индексный фонд, ориентируясь на какой-либо широкий фондовый индекс, например S&P 500, Wilshire 5000, Russell 2000. Задача инвестора — распределить активы по индексам так, чтобы в совокупности они давали результат, соответствующий выбранной финансовой цели. Это называется стратегическим распределением активов. Затем инвестор выбирает финансовые инструменты, которые обеспечивают доходность индексов, и вкладывает в них свои активы.

Фактор роста № 3. Способность получить доходность выше средней от конкретных активов или групп активов (активное альфа-инвестирование). Многие преуспевающие инвесторы убеждены, что своим успехом обязаны собственной интуиции. Финансовые консультанты тоже гордятся своей интуицией, полагая, что их особый дар позволяет заработать для клиентов больше денег с теми же или меньшими рисками, чем у широких рынков, представленных индексами.

Именно желание применить эту интуицию на практике подталкивает многих к попыткам «переиграть рынок» и увеличить стоимость инвестиций. У одних это получается, у других нет (в отличие от индексирования, или пассивного менеджмента, где у всех одинаковые возможности). Такой метод управления называется активным инвестированием, а меру добавленной стоимости называют коэффициентом альфа.

Что такое коэффициент альфа? Это разница между доходностью инвестиционного портфеля и рыночного индекса, которые обладают одинаковыми профилями риска. Если альфа инвестиционного портфеля положительна, значит, его доходность выше доходности рыночного индекса и наоборот.

Поведение финансового рынка, отражаемое индексом, определяется суммой операций со всеми инвестиционными портфелями на этом рынке, многие из которых управляются активно с целью получить более высокий доход.

Однако если альфа одного инвестиционного портфеля положительна, то у другого она должна быть отрицательной. Теоретически сумма всех отрицательных и положительных коэффициентов равна нулю. Однако на практике она отрицательна из-за операционных издержек, к которым относятся брокерская комиссия и плата за управление. Иными словами, в среднем инвести-

ционные портфели, которыми управляют активно, менее доходны, чем соответствующие рыночные индексы. В связи с тем, что 90% рыночных операций совершается институциональными инвесторами, добиться от своего портфеля положительной альфы очень трудно. Таким образом, если вы хотите заниматься активным инвестированием, то сначала подумайте, как попасть в узкий круг тех, чьи портфели приносят доход, а не стать для них лакомой добычей.

Нередко путают хорошую доходность относительно какого-либо индекса с альфой. Это обычно происходит, когда риски «активного» инвестиционного портфеля значительно превышают риски высокодоходного индекса, с которым его сравнивают. Многим знакомы печальные последствия такого заблуждения. В конце 1990-х акции «роста» резко пошли вверх, а акции «стоимости» плелись в самом хвосте. Менеджеры, у которых было много акций роста и которые оценивали свои результаты по широким фондовым индексам (например, S&P 500), выглядели в период с 1995 по 1999 год великолепно. Не только многим инвесторам, но и их консультантам казалось, что они генерируют высокую альфу. Когда в 2000–2002 гг. рынок развернулся, оказалось, что так называемая положительная альфа — это не более чем рыночная волатильность. Она была выгодна инвесторам во время повышения курсов и негативно сказалась на портфелях, когда началось обратное движение. В то же время стоимость портфелей акций стоимости во время коллапса рынка акций роста возросла.

Финансовый рычаг в инвестиционном портфеле, например заимствования на марже или игра на производных ценных бумагах, также увеличивает волатильность. Она помогает повысить результаты, когда цены на активы растут, и оказывает негативное влияние, когда они падают. Однако рычаг *не* прибавляет альфу на растущих рынках.

Фактор роста № 4. Незапланированные доходы (наследство, брак/развод, приемная семья). Незапланированные доходы никогда не бывают некстати. Самым распространенным их источником сегодня становится наследование. Капитал, накопленный в стране только за последние двадцать лет, поистине колоссален. Через несколько десятилетий по наследству от родителей к детям перейдут триллионы долларов.

Передача наследства и приемная семья принесли пользу в моем собственном случае. Э. Х. Стюарт, сын основателя компании Carnation и мой дед, удочерил мою мать, и таким образом она стала одним из его прямых наследников. В семье моего брата также есть приемные дети, и они наравне с другими родственниками имеют право на часть его состояния.

Иногда преуспевающие родственники возражают, если кто-то из семьи женится или выходит замуж за «неровню». В мезальянс и брак по расчету поверить проще, чем в большое и светлое чувство. Семья моей жены, напротив, опасалась, что богатство и роскошь вскружат ей голову и она отвернется от своих близких. Родители переживают за детей. Взрослые дети ищут финансовый подвох во втором браке родителей. Все это приводит к тому, что де-

нежные вопросы служат отговоркой, чтобы избежать разговора о проблемах (реальных или надуманных), которые могут возникнуть вокруг брака, развода, усыновления и других важных моментов в жизни семьи.

Взаимосвязь роста и утечек

Определяя для себя финансовые цели, уделите серьезное внимание взаимосвязи факторов роста и потенциальных утечек. Концентрация лишь на одном аспекте не принесет положительных результатов, это все равно что пытаться хлопнуть в ладоши одной рукой. Если план ваших расходов не соответствует финансовым возможностям, вам не добиться успеха. Работая над увеличением альфы, подумайте о том, как ваша стратегия отразится на налоговой эффективности и расходах. Иначе в итоге вы заработаете намного меньше, чем ожидаете. Чем больше горизонт планирования, тем серьезнее вы должны относиться к управлению состоянием и тем продуманней подходить к росту активов и утечкам.

Особенно тщательно расходы необходимо контролировать тем, чей временной горизонт управления выходит за рамки одного поколения. Чтобы было что передать потомкам, вам придется ограничить себя в расходах. Даже кратковременное их сокращение приведет к тому, что в дальнейшем вы сможете получать более высокий доход от инвестирования и накопите больше активов.

Разные семьи, разные люди, поэтому нельзя придумать единую схему для всех. В этой книге нет правильных или неправильных подходов к управлению. Есть — разные. Тем не менее важно понимать преимущества и недостатки того или иного подхода и выбирать его в соответствии со своими возможностями и целями.

Цифры и стратегии

Эффективное управление состоянием — это сложная задача, требующая комплексного подхода и согласованной работы всех участников. Для того чтобы лучше понять взаимосвязь между ростом активов и их утечкой, внимательно посмотрите на рис. 4.2. На горизонтальной оси графика отложен уровень годовых расходов после налогообложения, на вертикальной — годовой валовой доход, необходимый чтобы поддерживать соответствующий уровень расходов. График учитывает дополнительные расходы, в том числе выплаты комиссии, налоги и инфляцию. Четыре восходящие слева направо линии соответствуют финансовым целям, обсуждавшимся в этой главе, за исключением пятой «Постепенное увеличение состояния». Пятая линия может находиться в любом месте, выше и левее линии «Поддержание размера состояния из расчета на одного члена семьи».

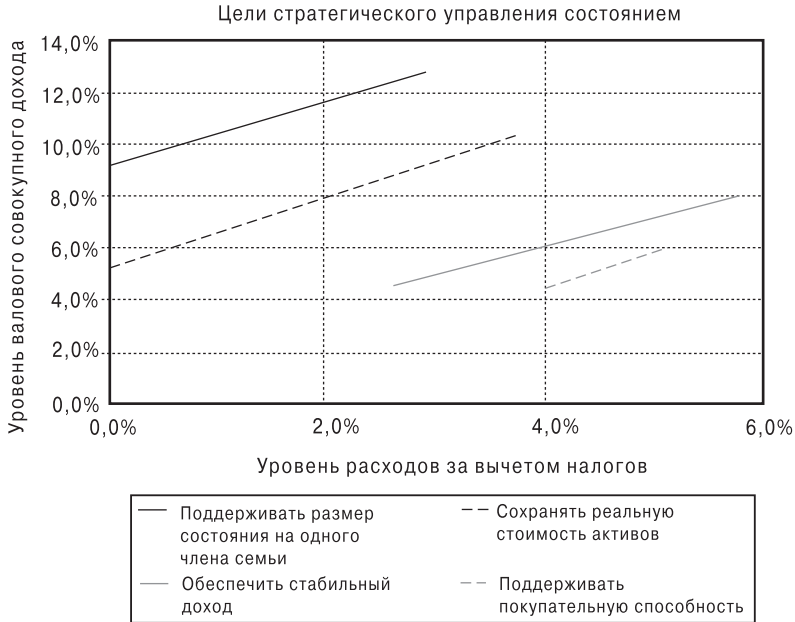


Рис. 4.2. Чем выше ваши расходы, тем меньше возможностей увеличить инвестиционные доходы и сохранить состояние

Отступление 4.2. Допущения, принятые при расчетах

Целевая доходность инвестиций, показанная на рис. 4.2 и далее, получена с учетом пяти видов утечек, которые, с одной стороны, являются неотъемлемой частью нашей действительности, а с другой стороны — финансовым выражением личных целей инвестора в долгосрочном управлении состоянием. При построении графика я учитывал следующие утечки.

1. *Расходы* (после налогообложения). Кроме оплаты товаров и услуг, в эту категорию входят пожертвования и подарки.
2. *Подходный налог и налог на прирост капитала* (федеральные и на уровне штата). Налоги взимаются с прироста активов. Диапазон чистой налоговой ставки составляет приблизительно 20–30% в зависимости от стратегии управления. При этом федеральный налог на долгосрочный прирост капитала принимается равным 15%, а подходный налог — 35%. Портфели с низкой целевой доходностью считаются эффективными с точки зрения налогообложения, однако на инвестиционный доход приходится высокая доля совокупного дохода. Инвестиционные портфели с валовой доходностью выше

7,5% облагаются по ставке 24–25%. Хотя здесь доля дохода ниже, такие портфели управляются более активно и содержат больше хеджевых фондов и других не отличающихся налоговой эффективностью активов. Более высокие ставки федеральных и местных налогов требуют повышения предполагаемого уровня налогообложения.

3. *Комиссионные платежи.* В них входит плата за юридическое, бухгалтерское сопровождение инвестиций, консалтинговые услуги и управление активами. Их объем может сильно варьировать в зависимости от стратегии управления: от 0,5% при наиболее консервативном подходе к инвестированию до 1,3%, если используется агрессивный подход. Плата за управление прямыми инвестициями не учитывается при подсчете валового инвестиционного дохода, поэтому в мои расчеты она не вошла. Во многих случаях возможность вычета платы за управление состоянием из налогооблагаемой базы ограничивается, эти ограничения я также не принимал во внимание.
4. *Инфляция.* Этот показатель определяется по индексу потребительских цен. За последние 50 лет средний уровень инфляции в США составил 4,1%. Я использовал показатель, равный 3%.
5. *Фактор роста семьи.* Среднестатистическая семья со временем растет. Допустим, в первом поколении было двое детей, и те в положенный срок вступили в брак. Их супруги в среднем менее состоятельны, а значит, их вклад в рост семейных активов тоже меньше. Затем в каждой новой семье во втором поколении появляется еще двое детей, которые тоже создают семьи. Если третье поколение хочет, чтобы у них на каждого члена семьи приходилось столько же активов, сколько в первом, и если временной разрыв между первым и третьим поколениями составляет 30 лет, то семейное состояние должно увеличиться в четыре раза за шестьдесят лет, что равнозначно росту в 2,3% годовых. Если в каждом поколении детей трое, то этот показатель увеличивается до 3,7%. В модели, представленной выше, я использовал показатель роста в 2,5%, принимая во внимание различные семейные ситуации и средние темпы роста обеспеченных семей.

Как видно из рис. 4.2, уровни доходов и расходов зависят друг от друга и изменяются одновременно. Например, если вы хотите сохранить состояние из расчета на одного члена семьи, то уровень доходов, равный 11%, соответствует расходам после налогообложения в 1,5%, но не в 2% или 3%. Для того чтобы увеличить расходы до 2,3%, вы должны иметь валовую совокупную доходность в 12%. С другой стороны, если у вас есть доход, на который можно жить, не расходуя состояние, то требуемая доходность снижается до 8,8%.

При расчете я не учитывал налог на передачу собственности (в том числе налог на наследование). Если принять его во внимание, то у владельцев крупного состояния требуемый уровень доходов (рис. 4.2) без сомнения вырастет. Сегодня существует море схем по снижению налога на передачу, в названиях которых сам черт ногу сломит (например, GRAT, ILET или CRT). Однако чем крупнее состояние, тем больше налогов вам придется платить. Я не учитывал в графике налог на передачу по той простой причине, что на сегодняшний день его расчет и применение очень сильно зависят от конкретных условий.

Помимо этого, я не учитывал убытки в результате проигранных судебных процессов, незастрахованных краж, развода, выплаты алиментов и других случаев, которые не имеют отношения к инвестициям и которые, как мы все наивно надеемся, с нами не произойдут.

Как видите, в любом случае с увеличением годовых расходов должны расти и ваши доходы.

Если внимательно присмотреться к рисунку, можно заметить, что по мере повышения амбициозности финансовых целей (от «Поддержания покупательной способности» внизу справа до «Поддержания размера состояния из расчета на одного члена семьи» сверху слева) я постепенно снижаю максимально допустимый уровень годовых расходов. Это объясняется необходимостью компенсировать дополнительные риски, которые сопутствуют более амбициозным финансовым целям и спекулятивным (волатильным) инвестициям, а также необходимостью компенсировать сокращение активов в результате расходования средств, особенно на понижающихся рынках. И наоборот, по мере того как финансовые цели становятся менее амбициозными (т. е. чем ниже и правее располагаются линии на рисунке), сокращается требуемый уровень валового инвестиционного дохода, а ваши расходы могут увеличиваться.

Теперь взгляните на рис. 4.3. Я убрал координатную сетку из рис. 4.2 и добавил две горизонтальные линии, ограничивающие диапазон доходности, который большинство экспертов считают реальным при долгосрочном инвестировании средств в диверсифицированные портфели акций и облигаций. Эти линии проведены, исходя из предположения, что средняя годовая доходность акций составляет 8,5%, а облигаций — 4%. Некоторые считают эти показатели заниженными, и будем надеяться, что это действительно так. Однако, принимая во внимание современные темпы инфляции в 2–3% в год, можно с уверенностью утверждать, что цифры, использованные в графике, лишь немного ниже реальных долгосрочных средних показателей, хотя заметно отстают от пиков пока еще не забытого бума. В целом они соответствуют росту прибыли и дивидендов в корпоративной Америке. На момент написа-



Рис. 4.3. Если вы хотите сохранить состояние и ежегодно тратить свыше 1,5–2% от его стоимости, недостаточно просто вложить капитал в диверсифицированный портфель, которым будут управлять финансовые консультанты. С другой стороны, если вы подойдете к инвестированию обдуманно и найдете действительно профессиональных специалистов, у вас есть шанс обеспечить свою финансовую безопасность до конца жизни

ния этой книги доходность долгосрочных облигаций с высоким рейтингом составляла примерно 4%.

На рис. 4.3 верхняя горизонтальная линия обозначает примерную доходность в годовом исчислении, которую можно ожидать от типичного «агрессивного» портфеля, состоящего из 80% акций и 20% облигаций. Напомню: при определении показателей я использую цифры, о которых говорил в предыдущем абзаце. Нижняя горизонтальная линия обозначает примерную доходность, которую можно ожидать от типичного «консервативного» портфеля, состоящего из 80% облигаций и 20% акций. Я считаю, что портфель, на 80% состоящий из одного класса активов, недостаточно диверсифицирован. Скорее всего, большинство стандартных портфелей окажутся где-то посередине между двумя горизонтальными линиями.

Доходность в диапазоне 4,9–7,6% и есть та самая заветная цель, к которой стремятся большинство управляющих компаний и на которую вы вправе рассчитывать в течение следующих одного-двух десятилетий. На более высокие результаты рассчитывать не стоит.

Как наша семья определила свою финансовую цель

Теперь, когда вы познакомились со стратегиями инвестирования, я расскажу, как делали свой выбор мы. Возможно, мой личный опыт поможет вам понять, как действуют на практике принципы, которые я описывал в этой главе.

Взгляните на рис. 4.4. В начале 1990-х мы ежегодно расходовали в среднем 2% своих активов после налогообложения. Наш инвестиционный портфель состоял из 60% акций и 40% облигаций.

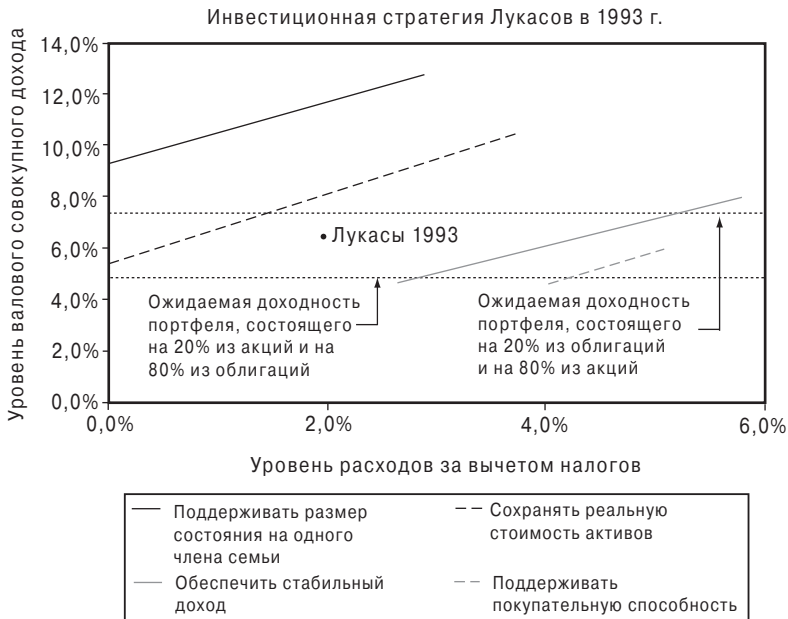


Рис. 4.4. В 1993 году мы существенно ограничили расходы, однако угроза постепенного обесценивания состояния сохранялась

В то время доверительное управление большей частью портфелей осуществлялось именно таким образом. На графике наша позиция обозначена точкой «Лукасы 1993». Из рис. 4.4 видно, что мы ориентировались преимущественно на сохранение номинальной стоимости состояния, но со временем такая стратегия привела бы к снижению реальных доходов и реальной стоимости активов.

Примерно за год до того, как я активно включился в работу семейного офиса, некоторые члены семьи стали ратовать за увеличение годовых расходов с 2% почти до 3%. В ответ управляющий изменил соотношение акций и облигаций с 60:40 на 50:50, так как облигации приносили больший доход. Эти изменения позволили увеличить размер денежных средств, распределяемых между членами семьи. Тогда удалось поднять доходы, однако в долгосрочной перспективе подобные шаги вели к снижению реальной стоимости состояния. На рис. 4.5 видно, что инвестиционная стратегия сместилась к цели «Обеспечение стабильного дохода».

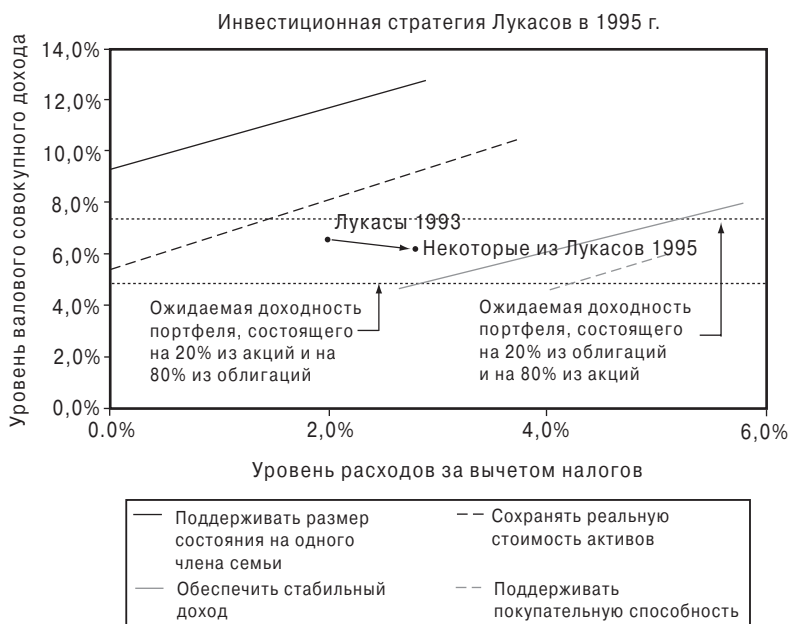


Рис. 4.5. Изменение стратегии управления грозило ускорить снижение стоимости семейного состояния, но в то время мы еще не осознавали, что происходит

Хотя предпринятые шаги сразу увеличили доходы нашей семьи, через 20 лет их покупательная способность не могла не снизиться под влиянием инфляции. Кроме того, подобное решение части членов семьи (я их назвал «Некоторые из Лукасов 1995») разрушило единство семейной стратегии инвестирования, так как в результате были рассеяны инвестиционные ресурсы и смещен фокус управления.

В начале 1995 года мы обсудили сложившуюся ситуацию. Я убедил родных в необходимости пересмотреть недавно принятые решения и задуматься об их долгосрочных последствиях и угрозе уменьшения семейных активов. После долгих размышлений и многочисленных дискуссий мы сошлись

на том, что наша стратегия была ошибочной, и определили три приемлемые для всех инвестиционные цели.

1. Мы попытаемся сохранить на протяжении жизни поколений размер состояния из расчета на одного члена семьи. (Для этого мы должны переместиться на рисунке влево и вверх.)
2. Мы сокращаем расходы до уровня, необходимого для достижения поставленной цели, роста активов и получения приемлемого совокупного дохода.
3. Мы возьмем на себя более высокие инвестиционные риски (рискнем спокойным сном) в расчете на более высокие доходы от инвестиций в долгосрочной перспективе.

Остановившись на этих целях, мы сделали ставку на то, что у нас реально есть опыт, ресурсы и интуиция, которые необходимы для получения доходности выше средней на протяжении длительного времени. Новые цели предотвратили наметившийся раскол и сплотили нас в 1995 г. Наша позиция изменилась (см. рис. 4.6, точка «Лукасы 1997»).

Более активная политика привела к тому, что мы поднялись намного выше горизонтальных линий, которые ограничивают диапазон обычной доходности даже агрессивного портфеля акций и облигаций. Кроме того, это значило, что мы стали управлять нашим состоянием совершенно иначе, чем в последние десять лет.

Мы долго вникали в тонкости инвестиционного менеджмента и пришли к двум важным выводам, о которых нередко умалчивают финансовые консультанты.

1. Если вы хотите сохранить и увеличить свое состояние и в то же время тратить ежегодно более 1,5–2% своих активов после налогообложения, то вам, скорее всего, не подойдут методы инвестирования большинства финансовых компаний.
2. Тратя более 3,5–4% активов в год, вы вряд ли сможете обеспечить свою финансовую безопасность на пенсии.

Преимущества единого подхода к управлению состоянием

Я очень горжусь тем, что в середине 1990-х наша семья решила выработать единую стратегию, благодаря которой мы укрепили свое конкурент-

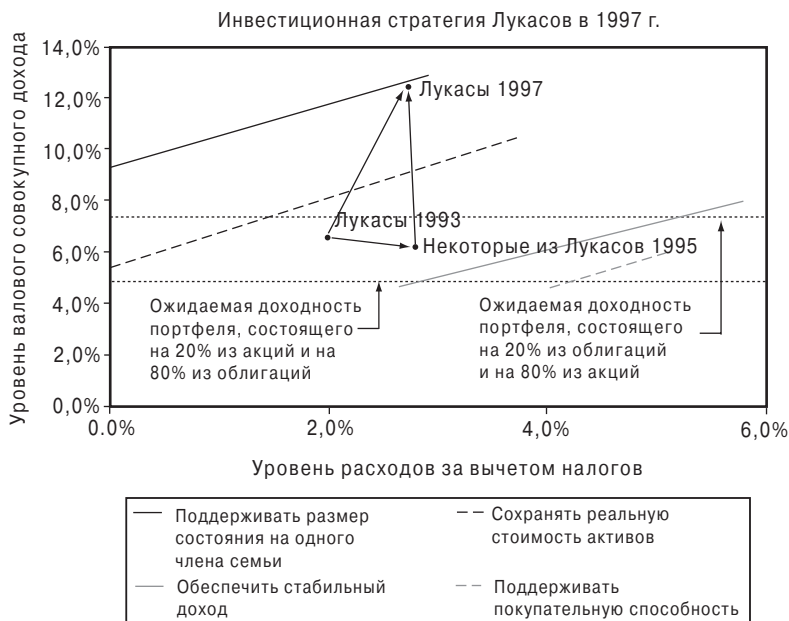


Рис. 4.6. В результате пересмотра стратегии на основе Модели стратегического управления активами мы выбрали более разумные инвестиционные цели. Оставалось их реализовать

ное преимущество и внутрисемейные отношения. Стоимость того решения равнялась многим миллионам долларов. Но гораздо важнее, что сегодня мы как никогда хорошо понимаем друг друга. Мы можем открыто говорить о своих проблемах, обсуждать их и вместе работать над их решением. Это не значит, что у нас не бывает разногласий. Но мы знаем, как сбалансировать наши общие цели с личными целями и интересами каждого члена семьи.

Например, у моей сестры нет детей, поэтому она не очень заинтересована в стратегии, рассчитанной на многие поколения. Но наша модель управления достаточно гибка, чтобы учитывать ее индивидуальные потребности в той мере, какая приемлема для всех.

Впрочем, не каждая состоятельная семья захочет последовать нашему примеру. Необходимо трезво оценить ситуацию. В семье должны быть здоровые и конструктивные отношения, вы должны быть готовы к компромиссу, регулярному обмену мнениями и совместной работе — все это элементы, составляющие основу эффективного инвестирования. Управление объединенными активами принесет значительно лучший результат по сравнению с инвестированием средств, распределенных между отдельными семейными группами.

Активы с отложенным налогообложением

Большинство инвесторов держат свои активы в пенсионных планах, аннуитетах, полисах страхования жизни или планах отсроченной оплаты труда, которые дают возможность контролировать, как работают их активы. Поскольку рост активов в этих планах не облагается налогами, их стоимость при прочих равных условиях увеличивается быстрее, чем стоимость активов на налогооблагаемых счетах. Однако это справедливо только до тех пор, пока вы не расходуете вложенные средства. Когда же дело доходит до расходования средств, вам приходится снимать более крупные суммы по сравнению с теми, что снимаются с налогооблагаемого счета, которым эффективно управляют. Налоговые ставки на средства, расходующие со счетов с отложенным налогообложением, как правило, выше ставок, применяемых для налогооблагаемых счетов. Если активы с отложенным налогообложением составляют значительную часть вашего состояния, то, возможно, вам будет немного легче достичь своих финансовых целей по сравнению с тем, как это представлено на рис. 4.2–4.6. Однако конечный результат управления зависит от ряда факторов, многие из которых трудно контролировать или предугадать. Я подробнее расскажу о пенсионных планах, аннуитетах, страховании жизни и т.п. в восьмой главе «Налоги как союзники».

Одновременно увеличивать и тратить активы очень трудно

Увеличивать реальную стоимость состояния непросто, так как постоянно приходится бороться с негативными последствиями падения рынков и постепенным уменьшением активов в результате утечек, о которых я говорил выше. Вот несколько фактов, касающихся американского фондового рынка за последнее столетие, 1900–2002 гг.⁴

- Годовая инфляция в среднем составляла 3%, именно на эту величину снижался реальный рост всех инвестиций.
- Средняя годовая доходность фондового рынка США составляла 9,7%, с учетом инфляции — 6,7%, с учетом инфляции и налогов — 5%. Периоды высокой доходности чередовались с периодами низкой доходности.
- Средняя годовая доходность американских облигаций составляла 5,5%, с учетом инфляции — 2,5%, с учетом инфляции и налогов — около 0%. Их стоимость падала в целом 22 года, причем один раз на протяжении пяти лет кряду (1965–1969).
- Доходность фондов денежного рынка в среднем составляла 4,4%, с учетом инфляции — 1,4%, а реальная доходность с учетом инфляции и налогов была отрицательной.

На рис. 4.7 представлена 20-летняя доходность американского фондового рынка в годовом исчислении с учетом инфляции с 1900 по 2002 г. Я также выделил область, соответствующую уровню доходности, который требуется сегодня для сохранения размера состояния из расчета на одного члена семьи (см. рис. 4.2). Эту область я определил исходя из уровня ежегодных расходов. Нижняя граница соответствует 1%, верхняя — 2,9%. Пунктирной линией обозначена средняя доходность за 102 года.



Рис. 4.7. Одновременно увеличивать и тратить активы очень трудно

Итак, что мы имеем?

- Почти в 70% случаев вы *не смогли бы* реализовать свою цель на фондовом рынке даже при расходах на уровне 2,8% в год и портфеле, полностью состоящим из акций.
- Даже если бы вы снизили расходы до мизерного уровня в 1% активов в год, вы *все еще не смогли бы* увеличить свое состояние на фондовом рынке США в 25% случаев.
- *Средняя реальная доходность за 100 лет была недостаточной* для того, чтобы сохранить размер состояния из расчета на одного члена семьи при расходах на уровне 1%, даже если портфель полностью состоит из акций.

Приумножить состояние с помощью традиционных инструментов фондового рынка (например, взаимных фондов или портфелей акций/облигаций) еще сложнее, чем показано на рисунке.

- Во-первых, большинство людей не готовы мириться с высокой волатильностью портфеля, на 100% состоящего из акций. Я также не советую этого делать. И вот почему: в результате обвала фондового рынка в октябре 1929 г. — июне 1932 г. инвестор, портфель которого состоял из акций, потерял бы девяносто центов из каждого вложенного доллара! Более поздние падения фондового рынка, в том числе в 1973–1974 и 2000–2002 гг., хотя и были менее значительными, но привели инвесторов, державших в основном акции, к серьезным убыткам. В некоторых случаях вы скорее достигнете поставленной цели при помощи более диверсифицированного и менее волатильного портфеля.
- Во-вторых, при расчете уровня доходов, необходимого для сохранения размера состояния из расчета на одного человека (см. рис. 4.7), я использовал современные налоговые ставки. Сегодня налоги на прирост капитала являются самыми низкими, если считать с 1929 года. Ставка подоходного налога также ниже, чем когда-либо. Более высокие налоги потребовали бы увеличить доход от инвестиций и уменьшили бы ваши шансы реализовать свою финансовую цель.
- В-третьих, рис. 4.7 отражает широкий индекс американского фондового рынка, а большинство портфелей имеют меньшую доходность по сравнению с индексами в долгосрочной перспективе.
- В-четвертых, на рисунке отражены *средние* показатели. Промежуточные состояния рынка при анализе не учитывались. Однако реальный мир, в отличие от усредненных цифр, ошибок не прощает. Игроки фондового рынка получают прибыль далеко не каждый год. Высока вероятность того, что в каждом из 20-летних периодов вы столкнетесь с падением курсов ценных бумаг. Тем не менее вам по-прежнему придется платить комиссионные и налоги. На медвежьем рынке эти факторы способны настолько уменьшить ваши активы, что вы больше никогда не сможете их восстановить и вернуться на фондовый рынок.

Подводим итоги

Итак, скорее всего вы сумеете достичь своей инвестиционной цели, которая направлена на *распределение* активов, если будут выполнены следующие условия.

- Временной горизонт не превышает двадцати лет.
- Вы платите минимально возможные налоги и комиссионные сборы.
- Вы контролируете уровень расходов.

- Вы вкладываете свой капитал в различные активы и не рискуете лишним раз, чтобы заработать «еще чуть-чуть».

Вы можете достичь своих целей с минимальным риском, используя простой подход к инвестированию, благодаря которому у вас останется много времени и сил для того, чтобы заниматься тем, что вам нравится.

Однако если вы нацелились на *накопление* активов, то усилий потребуеться гораздо больше. Вы должны выполнить по крайней мере два из приведенных ниже трех условий:

- тщательно контролировать утечки;
- развить и сохранить конкурентное преимущество в инвестировании или бизнесе, которым обладают немногие участники рынка, включая большинство финансовых консультантов;
- быть готовым координировать многочисленные и взаимосвязанные между собой финансовые, юридические и управленческие ресурсы.

Для того чтобы успешно накапливать активы и получать в течение длительного времени совокупный валовой доход от инвестиций, равный 7,6% в год (вполне реальный показатель при управлении портфелем, состоящим из 80% акций и 20% облигаций), вам придется потрудиться. Сложность и неопределенность получения каждого следующего процента доходности возрастает экспоненциально.

Управление утечками и ростом активов

Взгляните на рис. 4.8. На нем перечислены пять финансовых целей, утечки и факторы роста активов, которым надо уделить внимание, если вы хотите добиться того или иного результата. По мере того как вы будете увеличивать желаемый уровень инвестиционных доходов, вам придется решать все больше сложных задач. Кроме того, на реализацию любой инвестиционной цели значительно влияет динамика семейных ценностей и культуры.

Многие считают, что управление состоянием — это главным образом обеспечение роста активов. Однако, как видно из рисунка, утечкам придется уделять не меньше внимания. Кроме того, чем более амбициозную цель вы перед собой поставите, тем сложнее будет управлять факторами роста и утечки активов. То же самое справедливо, если речь идет о формировании семейных ценностей, самобытности и накоплении человеческого капитала в долгосрочной перспективе.

Эффект масштаба

Если вы планируете управлять состоянием через поколения, уровень ваших расходов значительно выше 1% и вы хотите *накапливать* капитал,

Основные проблемы управления состоянием

	Поддерживать покупательную способность	Обеспечить стабильный доход	Сохранять реальную стоимость активов	Поддерживать размер состояния на одного члена семьи	Увеличивать свое состояние
УТЕЧКИ					
Расходы	✓	✓	✓	✓	✓
Налоги	✓	✓	✓	✓	✓
Плата за управление активами	✓	✓	✓	✓	✓
Снижение неинвестиционных рисков	✓	✓	✓	✓	✓
Инфляция			✓	✓	✓
Факторы, связанные с ростом семьи			?	✓	?
	Поддерживать покупательную способность	Обеспечить стабильный доход	Сохранять реальную стоимость активов	Поддерживать размер состояния на одного члена семьи	Увеличивать свое состояние
ФАКТОРЫ РОСТА					
Альфа менеджера			?	✓	✓
Тактическое распределение активов			?	✓	✓
Использование финансового рычага			?	✓	✓
Участие в работе рынков	✓	✓	✓	✓	✓
Стратегическое распределение активов	✓	✓	✓	✓	✓

Рис. 4.8. Чем амбициознее финансовые цели, которые вы ставите перед собой, тем более сложные задачи вам придется решать

то эффект масштаба может стать конкурентным преимуществом. Внимательно изучите пример двух состоятельных семей на рис. 4.9. Капитал каждой из них после продажи бизнеса составляет 15 млн долл. Активы первой семьи находятся в едином пуле инструментов денежного рынка и свободно торгуемых ценных бумаг. Активы второй распределены между различными объектами вложения.

Эффект масштаба

Семья 1	Семья 2
(Активы: 15 млн долл.)	(Активы: 15 млн долл.)
<ul style="list-style-type: none"> ● Портфель денежных средств и свободно торгуемых ценных бумаг (15 млн долл.) 	<ul style="list-style-type: none"> ● Жилье (3 млн долл.) ● Полис страхования жизни (2 млн долл.) ● Пенсионный план и план участия в прибыли (4 млн долл.) ● Активы в трасте для детей (1 млн долл.) ● Семейное товарищество (2 млн долл.) ● Ликвидные активы в прямом владении (3 млн долл.)

Рис. 4.9. При управлении состоянием эффект масштаба может быть значительным преимуществом

У первой семьи гораздо больше возможностей вложить свои средства и контролировать свои инвестиции. Ее капитал (15 млн долл.) не распылен между несколькими объектами, и она может сконцентрировать на нем все свое внимание. Самый крупный объект вложения второй семьи (пенсионный план и план участия в прибыли) стоит гораздо меньше — 4 млн долл. Кроме того, внимание распределяется между шестью объектами инвестирования. Скоро вы поймете, что «масштаб» дает юридические и практические преимущества.

Одним из практических преимуществ масштаба является доступ к уникальным инвестиционным продуктам и снижение стоимости управления. Конечно, стать пайщиком большинства взаимных фондов можно и с 10 000 долл., однако некоторые известные управляющие не работают с частными инвесторами, чей капитал менее 1 млн, 5 млн, а иногда и 25 млн долл. Иногда инвестиционный менеджер объединяет средства своих клиентов в единый

пул, в других случаях управление активами каждого клиента осуществляется индивидуально.

Вот еще несколько проявлений эффекта масштаба.

Крупный капитал облегчает доступ к услугам управляющих, которые предъявляют к частным инвесторам высокие требования. Чем известней управляющий и чем более специализированные услуги он предлагает, тем выше требования к минимальной сумме инвестиций. Другими словами, чем выше вероятность того, что управляющий увеличит стоимость ваших активов, тем больше пороговый капитал. Это связано с экономическими причинами и регулированием.

Крупные инвесторы меньше платят за управление. Как правило, менеджеры, которые управляют индивидуальными счетами свободно обращающихся ценных бумаг, по мере увеличения роста счета снижают плату за управление. По мере совершенствования систем управления, оценки и контроля менеджеры снижают порог перехода на индивидуальное управление счетом (он составляет 250 000 долл. и даже меньше). Однако если счет не превышает нескольких миллионов долларов, плата за управление им значительно выше, чем за управление сопоставимым по размерам взаимным фондом.

Помимо этого, некоторые менеджеры, управляющие «институциональными» взаимными фондами, общими трастами, товариществами с ограниченной ответственностью или инвестиционными трастами, устанавливают минимальную сумму инвестирования, превышающую первоначальный вклад в обычных взаимных фондах. Но средства в таких учреждениях в основном вкладываются в государственные ценные бумаги. Плата в этих фондах, как правило, ниже, чем при индивидуальном управлении.

Фирмы, занимающиеся альтернативными инвестициями (хедж-фондами или прямым инвестированием), обычно не делают скидок более крупным клиентам (тот, кто внес 10 млн долл., платит такую же комиссию, как тот, кто внес 5 млн). Впрочем, клиенту, вложившему 100 млн долл., может быть и предоставят какие-то льготы.

С крупных инвесторов взимается более низкая комиссия за продажу. При покупке/продаже многих инвестиционных инструментов, например акций взаимных фондов, аннуитетов или полисов страхования жизни, инвестору приходится дополнительно платить комиссию за продажу активов. Существует общее правило: чем крупнее клиент, тем меньше комиссия за продажу. Некоторые взаимные фонды используют другую формулу — так называемую комиссию по Правилу 12b-1, которая вычитается ежегодно на протяжении срока владения фондом и идет на покрытие расходов на продажи и маркетинг. Многие взаимные фонды предлагают клиентам акции разных классов с различной комиссией и «нагрузкой». Перед покупкой убедитесь, что вы выбрали те, для которых предусмотрена минимальная комиссия. Иногда комиссия устанавливается исходя из общей суммы инвестиций, а не из суммы

отдельно взятого счета. Кроме того, комиссии по вашим вкладам в целом могут быть снижены после покупки дополнительных акций.

Другой способ решить проблему комиссии на продажу — избегать фондов, которые ее взимают. У этого правила есть еще один плюс: с его помощью вы исключите из списка значительную часть взаимных фондов (ваша жизнь от этого станет только проще), в то же время вы увеличите свои шансы на высокий доход от инвестиций.

Иногда масштаб НЕ имеет значения. Многие платежи, связанные с управлением юридическими субъектами, которые вам принадлежат (траст, товарищество или компания с ограниченной ответственностью), не зависят от стоимости активов. Управление каждым юридическим субъектом сопровождается стандартными накладными расходами, связанными с ведением банковских счетов, с получением идентификационного номера налогоплательщика, составлением налоговой декларации и документооборотом. Так нужны ли вам все эти инвестиционные инструменты и юридические субъекты?

Проблемы, связанные с регулированием

Комиссия по ценным бумагам и биржам разработала классификацию инвесторов по размеру их капитала, а также утвердила нормы, призванные защитить некоторые группы. На сегодняшний день деятельность компаний, которые управляют незарегистрированными хедж-фондами или прямыми инвестициями, регулируется не так жестко, как деятельность взаимных фондов. Для защиты инвесторов Комиссия по ценным бумагам и биржам не разрешает инвестиционным компаниям вкладывать в незарегистрированные фонды средства инвесторов с капиталом менее определенного уровня. Комиссия *считает*, что инвесторы, капитал которых отвечает этим требованиям, обладают достаточными знаниями и осведомлены о рисках и потенциальной доходности альтернативных инвестиций.

Если ваш капитал составляет не менее 1 млн долл., то вы попадаете в группу *аккредитованных инвесторов*. Если стоимость ваших *финансовых* активов составляет 5 млн долл. и более, тогда вы считаетесь *квалифицированным покупателем*, однако для некоторых юридических лиц этот показатель выше. Статус аккредитованного инвестора можно получить также, если размер ваших доходов достигает определенного уровня. Некоторые портфельные менеджеры требуют от клиентов, чтобы и активы, и доходы удовлетворяли требованиям Комиссии по ценным бумагам и биржам. Другие работают с инвестором, если его финансовое положение удовлетворяет хотя бы одному из критериев. В настоящее время рассматривается вопрос об ужесточении требований к стоимости активов.

Сегодня довольно трудно участвовать в альтернативных инвестициях, если у вас нет 5 млн долл., размещенных в одной экономической единице. Тем не менее современный финансовый рынок активно ищет способы изме-

нить эту ситуацию, и все больше и больше управляющих компаний создают соответствующие инвестиционные инструменты для мелких вкладчиков.

Размер также имеет значение при планировании пенсионного обеспечения и передачи имущества по наследству. Чем крупнее ваши активы, тем сложнее управлять ими после ухода на пенсию и разработать рациональный план передачи состояния наследникам. Схемы налогообложения имущества, стоимость которого составляет несколько миллионов долларов, довольно сложны, и велика вероятность того, что вам придется выплачивать высокие налоги. То же самое можно сказать о подоходном налоге, страховых полисах и отсроченной оплате труда. Подробнее я освещу эти темы в главах восьмой («Налоги как союзники») и одиннадцатой («Как объединить долгосрочное планирование и передачу активов»).

Выбираем маршрут: ваши финансовые цели должны отвечать интересам вашей семьи

Вам будет непросто сделать выбор в пользу конкретной финансовой цели. У каждого члена семьи свой взгляд на деньги и свои планы на будущее, которые могут не совпадать с намерениями остальных. Однако стратег управления должен решить эту проблему.

Как правило, те родственники, которые собираются на пенсию или уже не работают, не склонны к финансовым рискам и нуждаются в повышенном доходе от своих инвестиций. Молодые, напротив, готовы рисковать и не зависят от инвестиционного дохода, потому что работают. Бывает так, что молодые члены семьи становятся бенефициарами траста, но только спустя несколько десятилетий. В этом случае стоимость траста может быстро расти, так как управляющему долгое время не нужно распределять активы между выгодоприобретателями.

Во многих состоятельных семьях есть те, кто зависит от инвестиционных доходов: например, люди с ограниченными физическими или умственными способностями или те, чья заработная плата не соответствует их вкладу в развитие общества. Я имею в виду воспитателей детских садов, поэтов, художников, сотрудников муниципальных служб и т. д.

Что вы делаете?

Что вы делаете, чтобы достичь сразу нескольких финансовых целей? Как вы оптимизируете общую стратегию управления состоянием вашей семьи?

Если вы установили уровень валового инвестиционного дохода (см. рис. 4.3) между 4,9% и 7,6% в год, то можете вкладывать средства в готовые инвестиционные продукты, предназначенные для индивидуальных инвесторов.

Применяя простой подход и простую систему учета, вы без труда отследите различные портфели и стратегии их управления.

Однако если вы собираетесь управлять состоянием в долгосрочной перспективе, ваша целевая доходность превышает 7,6% или вы хотите, чтобы управление семейными активами было более простым, необходимо выработать единую семейную стратегию управления.

Благодаря ей вы укрепите семейные ценности, усилите связь между поколениями и создадите условия для сохранения и долгосрочного роста своего состояния.

Выводы

В этой главе я рассказал о двух основных подходах к управлению личным состоянием. Выбрав *распределение* активов, вы ограничите временной горизонт планирования несколькими десятилетиями. Решив сосредоточиться на *накоплении* активов, помните, управление будет осуществляться на протяжении жизни нескольких поколений. Чтобы достичь цели первой группы и в определенной мере второй, достаточно использовать индексирование и традиционные инвестиционные инструменты, как, например, взаимные фонды. Если вы решили *накапливать* активы и уровень ваших расходов довольно высок, то придется применять более сложные методы инвестирования, углублять свои знания о рынках и быть готовыми к рискам. Более детально я останавливаюсь на этих вопросах в следующих главах.

Вам как стратегу управления придется решать, какие инвестиционные цели наиболее соответствуют вашему финансовому положению и подходят вашей семье. Среди них нет правильных и неправильных вариантов. Для каждого подхода необходимо свое соотношение аспектов управления, и вы должны четко это понимать.

При выборе *распределения* активов в большинстве случаев вы можете себе позволить относительно высокий уровень годовых расходов. Но избрав стратегию *накопления*, особенно на протяжении жизни нескольких поколений, вы должны уделять особое внимание утечкам и другим факторам сокращения состояния. Ваша семья должна контролировать расходы и тратить меньше, чем вы можете себе позволить, особенно если вы хотите сохранить размер состояния из расчета на одного члена семьи. Помимо этого, вам необходимо активно управлять инвестициями.

Чтобы вы освоились с ролью стратега управления, в этой главе я познакомил вас с основными понятиями финансового менеджмента. Будьте готовы к тесному сотрудничеству со специалистами и участию в решении вопросов, связанных с распределением активов, планированием передачи имущества по наследству, уплатой налогов и бухгалтерским учетом.

Но прежде всего вы должны разобраться в том, как сегодня оказываются услуги по управлению состоянием, а именно: как работают финансовые консультанты, из чего складываются их доходы и чем они руководствуются в своих решениях. Этим вопросам посвящена пятая глава («Заколдованный лес, Тайное общество и Инвестиционный кибуц»).

Глава 4. Темы для обсуждения

1. Какой горизонт управления состоянием подходит вам больше всего? Пределы вашей жизни или протяжение жизни нескольких поколений?
2. Какие финансовые цели вы перед собой ставите? Какую стратегию вы выбираете: *распределение* или *накопление* активов?
3. Если вы остановились на распределении, то что вы намерены делать: поддерживать покупательную способность или сохранять в течение всей жизни номинальную стоимость состояния, даже если со временем это приведет к уменьшению вашей покупательной способности?
4. Если вы склоняетесь к накоплению, какой подход к управлению для вас предпочтителен:
 - а) сохранить реальную стоимость активов;
 - б) поддерживать размер состояния из расчета на одного члена семьи;
 - в) постепенно увеличивать свое состояние?
5. Как вы относитесь к расходованию средств? Кто вы по природе: мот или скряга? Как вы считаете, ваши расходы угрожают эффективному управлению состоянием или, наоборот, они являются его важным компонентом?
6. Насколько вы компетентны в управлении состоянием? Есть ли у вас какие-либо специальные знания, и если да, то какие? Если ваши инвестиции в прошлом были успешны, то с чем это было связано: с вашими способностями или с везением? В каких сферах, которые могут вам понадобиться, если вы станете стратегом управления, вы плохо ориентируетесь? Для решения каких вопросов придется нанять профессиональных консультантов или прибегнуть к помощи других членов семьи?
7. Вы довольны текущей доходностью своих инвестиций? Если да, то как вы ее оцениваете? Если нет, то что, по вашему мнению, необходимо изменить, чтобы доходность выросла до требуемого уровня?
8. Изучите свой инвестиционный портфель и назовите основные его утечки. Какие из них вы готовы контролировать? Какие трудно поддаются контролю? Определите на основе рис. 4.8 три вида наиболее значимых утечек, которые помешают вам сохранить и приумножить состояние.
9. Что вы можете сделать для упорядочивания расходов и управления состоянием? (*Отталкивайтесь от информации, которую почерпнули в этой главе.*)

10. Есть ли у вас какие-либо системы оценки и управления утечками и факторами роста?
11. Насколько вы используете эффект масштаба? Письменно перечислите свои основные активы и их размер. Определите и перечислите свои финансовые обязательства.
12. Можете ли вы в настоящее время добиться эффекта масштаба при достижении финансовых и инвестиционных целей?
13. Насколько вас устраивает качество услуг существующих финансовых консультантов?
14. Знаете ли вы, как различные факторы, включая *долгосрочные* последствия утечек и оплаты услуг консультантов, влияют на конечную стоимость ваших активов?
15. Опишите финансовые цели и приоритеты каждого из членов вашей семьи.
16. Есть ли у вашей семьи единая стратегия управления состоянием? Если да, то насколько она эффективна? Вы довольны ею или считаете, что ваш подход к инвестированию необходимо изменить для того, чтобы управление было более результативным и отвечало общим и индивидуальным интересам вашей семьи?
17. Способны ли вы помочь членам своей семьи обсудить цели управления состоянием? Как часто вы все вместе их пересматриваете? Как часто обсуждаете вопросы, связанные с управлением состоянием?

ПРИМЕЧАНИЯ

- ¹ Congressional Record Statement of Senator Russ Feingold on the Senior Homestead Amendment, March 1, 2005, <http://www.senate.gov/~feingold/statements/05/03/2005415658.html>.
- ² На рис. 4.2 представлена более общая модель сохранения размера состояния из расчета на одного члена семьи на протяжении жизни поколений. Здесь я использовал показатель роста в 2,5% вместо 3,1%, так как у нас больше детей, чем в среднем по США. Кроме того, необходимо учитывать, что ваши дети и внуки могут получить наследство со стороны супруга, что также снижает требуемый показатель роста.
- ³ Наша валовая доходность должна быть несколько выше 8,5% в силу различных утечек.
- ⁴ Данные по рынкам и инфляции взяты из Cambridge Associates, LLC. Расчет доходности ценных бумаг с учетом налогов и инфляции сделан автором.

0,000 ГЛАВА 5 000,000,000,
00,00 ЗАЧАРОВАННЫЙ ЛЕС, 0
,000, ТАЙНОЕ ОБЩЕСТВО 000
00,00 И ИНВЕСТИЦИОННЫЙ 0
,000 КИБУЦ 000,000,000,00

Те, кто владеет состоянием,
должны быть бдительны и осторожны...

Томас Хейнс Бейли

Теперь, когда мы обсудили ценности (глава 3 «Все начинается с ценностей») и цели (глава 4 «Выбираем финансовую цель»), пора поговорить о компаниях, занимающихся доверительным управлением, ведь одной из них предстоит инвестировать ваши средства. Сфера финансовых услуг — это таинственная галактика, в которой вы должны уметь ориентироваться, но карту придется составлять самому. Я расскажу вам о трех мирах этой галактики. Они называются Инвестиционный кибуц, Тайное общество и Зачарованный лес. Путешествие в каждый из них можно сравнить с путешествием в далекую страну, языка и обычаев которой вы не знаете. Вас повсюду поджидает толпа аборигенов, каждый из которых мечтает стать вашим гидом в этих необычных и экзотических краях. Кого выбрать?

Стратег управления должен ориентироваться в сфере управления состоянием. Вы должны понимать, как работают компании по доверительному управлению, чтобы выбрать подходящую стратегию и достичь своих целей.

Хорошая новость заключается в том, что я много лет проработал в этом секторе и знаю, как в действительности он работает. Плохая новость в том, что в нем, как нигде, остро стоит проблема баланса между качеством услуг и размером прибыли, а вопросы этики, конкуренции, рыночного саморегулирования и федерального законодательства могут решаться за счет инвестора. В этой главе мы продолжим разговор о том, как сделать инвестиции эффективными и как общаться с профессионалами.

Что нужно знать о современном секторе услуг по управлению состоянием? Первое правило гласит: «Покупатель, будь бдителен». Избегайте недобросовестных консультантов. К выбору управляющего следует подходить осмысленно, какой бы безупречной репутацией ни обладала компания.

- Вы должны знать, как оплачиваются услуги консультантов и инвестиционных фирм и каким образом они оценивают результаты своей работы.
- Вы должны четко представлять, каких целей хотите добиться, а также уметь оценивать поступающие предложения.
- Наконец, у вас должен быть какой-то минимальный багаж знаний об инвестировании, и, что гораздо важнее, вы должны отдавать себе отчет в том, что именно в этой сфере является для вас «темным лесом».

Поверхностные знания, тем более об управлении состоянием, — опасная вещь. Вы — вольная птица и сами себе голова. Постарайтесь же не потерять эту

голову заодно со своим капиталом. По большому счету вас некому защищать ни от других, ни от вашего собственного невежества. И хотя в США интересы индивидуального инвестора защищаются так, как ни в какой другой стране, лучший способ уберечься — это вооружиться знаниями.

Регулирование

Сфера финансовых услуг — одна из наиболее жестко регулируемых областей деятельности на планете. Государство заинтересовано в том, чтобы люди чувствовали себя на рынках уверенно. Тем не менее я советую вам вести себя так, словно эта сфера не регулируется.

В 1974 году Конгресс США принял Закон о защите пенсионных доходов, который невероятно оживил деятельность финансовых рынков, но сделал частное инвестирование более опасным.

Отступление 5.1. Закон о защите пенсионных доходов и Правило осмотрительного инвестора

До принятия Закона пенсионные фонды и другие институциональные инвесторы руководствовались так называемым *Правилом осмотрительного человека*. Это правило требовало, чтобы любое вложение, осуществленное управляющим пенсионного фонда, было эффективным и безопасным. Если портфель пенсионного фонда состоял, например, из 60 акций и 20 облигаций, то *каждую* ценную бумагу следовало проанализировать и выяснить, насколько оправданы вложения в нее. Как правило, нанималась финансовая фирма для управления активами. Эта фирма занималась управлением собственными инвестициями, а также администрированием чужих. В то время отрасль жестко регулировалась была относительно безопасной. Большинство фирм использовали консервативные портфели. Конкуренция практически отсутствовала, так как компании стремились к долгосрочным и стабильным отношениям с клиентами. По новому Закону при формировании портфеля вместо *Правил* осмотрительного человека стало применяться *Правило* осмотрительного инвестора. Последнее учитывает преимущества диверсификации, признавая, что портфель рискованных активов может быть *в целом* менее рискованным. Другими словами, диверсифицированный инвестиционный портфель способен «компенсировать» риски отдельных активов.

Эта небольшая поправка полностью изменила подход к формированию институциональных портфелей. Во-первых, в инвестиционном планировании появилось новое понятие — риск. Под защиту нового

закона попали различные организации, которые теперь имели возможность вкладывать капитал в проекты с повышенным риском: в недвижимость, компании с небольшой капитализацией, венчурные компании и т. д. Кроме того, институциональные инвесторы могли нанимать небольшие инвестиционные фирмы с узкой специализацией, благодаря чему рынок был открыт для новых активных участников. Новый взгляд на портфельный менеджмент способствовал появлению на рынке финансовых услуг высокоспециализированных компаний, усилил конкуренцию между его участниками и подстегнул их к поиску новых нестандартных решений. Благодаря открывшимся возможностям многие институциональные инвесторы стали применять принцип «открытой архитектуры».

Именно они больше всего выиграли от нового закона, который хотя и касался в основном пенсионных фондов, позволил изменить стратегию институциональным инвесторам и в конечном итоге сектору услуг по управлению состоянием. Институциональные инвесторы начали диверсификацию портфелей, отказавшись от традиционного капиталовложения только в акции и облигации, которыми управляли банки и инвестиционные дома. Теперь инвестиционным менеджментом занимались специализированные компании и менеджеры. Появилась «открытая архитектура», позволявшая инвесторам получать более высокий доход от вложений.

Четыре «О»

Чтобы получить высокую доходность, требуется тщательный анализ рисков. Для эффективного вложения капитала в новых условиях институциональным инвесторам необходимы глубокие знания и профессиональные навыки. В середине 1980-х Дэвид Свенсон, инвестиционный директор фонда Йельского университета, и Джек Мейер, генеральный директор фонда Гарвардского университета, стали новаторами и альфа-инвесторами. Они проводили агрессивную политику вложений в недвижимость, фонды прямых инвестиций, венчурные фонды, рисковый арбитраж, проблемные долговые обязательства и развивающиеся рынки. С усложнением инвестиционных портфелей Мейер, Свенсон и другие сконцентрировались на четырех ключевых направлениях. Я их называю четыре «О».

Оперативное реагирование. Крупные вкладчики осознали, что наиболее важным фактором успеха является точная идентификация инвестиционной возможности. Они начали повышать свою квалификацию в области инвестиционных исследований, профессионального контроля, управления качеством и сложных систем. Подобные ресурсы довольно дороги и оправдывают

себя при управлении крупными активами. Их могут себе позволить только крупные институциональные инвесторы.

Открытый доступ. Для получения доступа к наиболее привлекательным инвестиционным возможностям необходим крупный капитал, сложные системы и дальний временной горизонт. Инвесторы давно это поняли и стали наращивать свой капитал, для того чтобы иметь возможность сделать более выгодные вложения и сотрудничать с высококлассными профессионалами в традиционном и альтернативном инвестировании.

Общие интересы. Крупные институты первыми стали использовать принцип общности интересов клиента и консультанта для защиты долгосрочных инвестиций. Считается, что доверительный управляющий должен делиться со своим клиентом успех и неудачи инвестирования, а конфликта интересов следует избегать или как минимум разрешать в пользу клиента.

Отчетность. Крупные институциональные инвесторы первыми стали использовать строгие системы учета и администрирования для оценки результатов работы фонда/консультанта/менеджера. На основе полученной информации руководство пенсионного фонда может принимать правильные управленческие решения. В широком смысле слова отчетность — это контроль над деятельностью фонда, оценка/контроль работы менеджера и решение проблем по мере их поступления.

Ведущие институциональные инвесторы привлекали к работе над формированием и управлением своими портфелями опытных специалистов. Они тщательно изучали состав портфеля, поведение отдельных групп активов, а также квалификацию и этические принципы инвестиционных менеджеров. Они нанимали штат сотрудников для сбора и анализа полученной от менеджеров информации о результатах управления. Они изучали риск, на который шли отдельные менеджеры, для того чтобы добиться определенной доходности. Кроме того, их сотрудники осуществляли контроль за ведением бухгалтерии — подобно тому, как мы контролируем свои чековые книжки.

После принятия Закона о защите пенсионных доходов появилась и стала бурно развиваться новая отрасль — консалтинг в сфере инвестиционного планирования. Сегодня консалтинговые компании лидируют в сфере интеллектуальных услуг на рынке инвестиций. Расценки Greenwich Associates, Mercer, Cambridge Associates, Monticello и Ennis Knupp (для институциональных клиентов) колеблются от 100 тыс. до 1 млн долл. в год (и это не предел).

Взаимные фонды: принцип открытой архитектуры и частные инвесторы

Принцип открытой архитектуры заинтересовал и частных инвесторов. Одними из первых на спрос откликнулись взаимные фонды, начав предла-

гать множество финансовых продуктов. Они использовали маркетинговый ход известных компаний других отраслей, например Coca-Cola, которая в 1970–1990-х годах стремительно расширила ассортимент своей продукции (началось производство диетической, классической колы, колы со вкусом вишни и ванили, а также колы без кофеина).

В 1970 году на рынке насчитывалось 355 взаимных фондов. Сегодня их около 4400 и в них инвестируется почти в 160 раз больше денежных средств, чем раньше. Из них только 600 широко диверсифицированы, остальные 3800 взаимных фондов специализированы по отраслям, размерам компаний, международным рынкам, инвестиционному стилю и т. д.¹

Стратегия диверсификации используется взаимными фондами уже 35 лет. Благодаря ей инвестиционные компании получают колоссальные доходы. По данным журнала *Barron's*, под управлением трех крупнейших семейств взаимных фондов (*Vanguard*, *Fidelity* и *Capital Guardian*) находится больше активов, чем у тридцати следующих за ними вместе взятых². Когда Джек Богль основал *Vanguard*, под его управлением находилась лишь горстка взаимных фондов. Сегодня, как пишет газета *Wall Street Journal*, он контролирует 88 фондов (162 класса акций). *Fidelity* — 176 (234). *Franklin/Templeton* (номер четыре в списке) — 80 фондов, и ее активы в четыре раза меньше активов *Vanguard*. Любопытно, что семейство *Capital Guardian* состоит всего из 26 взаимных фондов.

Предоставление инвесторам выбора из нескольких фондов идет на пользу бизнесу. На сегодняшний день диверсифицированные взаимные фонды могут взимать с клиентов довольно скромную комиссию за свои услуги — не более 0,7%. В то же время фонды с узкой специализацией, занимающиеся, например, инвестированием в компании с небольшой капитализацией или в международные рынки, могут устанавливать значительно более высокую плату. Иногда она более чем вдвое превышает плату диверсифицированных взаимных фондов и доходит до 1,5%.

Таким образом, если агент взаимного фонда сумеет убедить клиента переместить часть своих активов из диверсифицированного портфеля ценных бумаг с низкой комиссией в специализированный портфель с более высокой платой, его доход значительно вырастет, даже без вложения в фонд дополнительных средств.

Кроме того, было замечено, если компания продает широкий набор инвестиционных продуктов, то некоторые из них реально обладают высокой доходностью. Именно на таких фондах инвестиционные компании концентрируют свои усилия. Эти фонды получают высокий рейтинг от *Morningstar* (ведущего независимого эксперта) и становятся основным инструментом привлечения нового капитала. Фактически более 80% денежных средств, инвестируемых во взаимные фонды, вкладываются сегодня в фонды с четырьмя или пятью звездами (по пятибалльной шкале), согласно рейтингу *Morningstar*.

К сожалению, если фонд по итогам своей деятельности в прошлом заработал четыре звезды, это не значит, что и в будущем его доходность будет столь же высокой. Morningstar постоянно пишет об этой проблеме. Получая от инвестиционного менеджера информацию о деятельности фондов, обратите внимание на текст, набранный мелким шрифтом: «прошлые результаты не являются индикатором результатов будущих».

Единый торговый зал для взаимных фондов: распространение принципа открытой архитектуры

В 1980–1990-х годах на рынке финансовых услуг появилось множество новых фондов и преимущества диверсификации услуг стали очевидны. Чарльз Шваб, основатель Charles Schwab Inc. и председатель совета директоров, создал новую модель оказания услуг частным инвесторам, которая навсегда изменила инвестирование капитала во взаимные фонды. В 1992 году он предложил услугу Schwab OneSource, благодаря которой индивидуальные инвесторы смогли покупать акции взаимных фондов, принадлежащих разным компаниям, через его компанию. Такая модель инвестирования, похожая на покупку разных товаров в одном магазине, облегчала инвесторам контроль над акциями и значительно упрощала финансовым консультантам управление фондами. Подобная услуга не означала использования принципа открытой архитектуры во взаимных фондах, однако, безусловно, ускорила его повсеместное распространение. Годом позже примеру Шваба последовала Fidelity, предложив свою версию Schwab OneSource под названием FundsNetwork. В 2000 году через FundsNetwork инвестор получал доступ к 3400 фондам. Впоследствии подобные услуги стали предлагать множество других инвестиционных компаний.

Что дал Закон о защите пенсионных доходов индивидуальным инвесторам? Почти ничего!

Принцип открытой архитектуры положительно сказался на крупных институциональных инвесторах, которые могли поддерживать инфраструктуру, необходимую для управления активами. Однако индивидуальные (розничные) инвесторы не ощутили его преимуществ.

Во-первых, открытая архитектура оставляла не обладающих достаточными знаниями «индивидуалов» один на один с необходимостью выбирать подходящие инструменты и управлять своими инвестициями в существующем многообразии фондов. Как показала практика, они (даже при поддержке профессиональных консультантов) не справляются с этими задачами. С 1984 по 2004 г. годовая доходность фондового рынка составляла 13%. Этот показатель намного превышает среднюю доходность рынка за предыдущие сто лет. Однако доходность взаимных фондов за тот же период в среднем состави-

ла 9,9%, т. е. на 3,1% меньше доходности рынка в целом³. Возможно, эта разница не покажется вам очень большой, но попробуйте представить следующее: если бы в 1984 году вы вложили в акции 10 000 долл., то в 2004 году у вас было бы 115 231 долл. (за вычетом налогов). Если бы вы вложили те же средства в средний взаимный фонд, то в итоге у вас было бы 66 062 долл.!

На этом анализ не заканчивается. Люди, как правило, вкладывают средства в те инструменты, которые были доходными в прошлом, а не в те, которые могут оказаться доходными в будущем. Доходность среднего взаимного фонда акций в период с 1984 по 2004 г. составила всего лишь 6,6%, т. е. если бы вы вложили 10 000 долл., то в 2004 году у вас было бы 35 904 долл.⁴

Во-вторых, Закон о защите пенсионных доходов касается инвесторов, освобожденных от уплаты налогов, однако индивидуальные инвесторы налоги платят. Весной 1993 года Роберт Джеффри и Роберт Арнотт опубликовали в *Journal of Portfolio Management* сенсационную работу под названием «Может ли ваш коэффициент альфа покрыть ваши налоги?» Эксперты использовали метод «сверху-вниз» для изучения реальной доходности активно управляемых взаимных фондов в долгосрочной перспективе. В большинстве случаев ответ был отрицательным. В финансовой прессе разгорелись жаркие дискуссии, однако полученные результаты говорили сами за себя. В 2000 году в том же самом издании Арнотт вместе с двумя другими исследователями опубликовал новый вариант, исправленный и дополненный. Вскоре Джеффри напечатал в *Journal of Wealth Management* статью⁵, в которой говорилось следующее:

«... Доходность подавляющего большинства активно управляемых портфелей не покрывает налогов, выплачиваемых по ним». А на десерт Арнотт предлагает следующую информацию: на протяжении 20 лет годовая доходность 14% фондов превышала доходность индексного фонда Vanguard 500 на 1,3%, однако доходность 86% фондов была на 3,2% ниже. Возможно, мой подход покажется кому-то очень примитивным, но лично меня не привлекает перспектива выиграть в 14 случаях из ста 130 базисных пунктов и потерять в 86 случаях 320 базисных пунктов».

Долгосрочная доходность активно управляемых портфелей (как до уплаты налогов, так и после) — тема животрепещущая. В подавляющем большинстве случаев они не могут превзойти доходность индекса до налогообложения, а тем более после него.

В-третьих, Закон не помогает индивидуальным инвесторам в плане размера платы за управление активами, например во взаимных фондах. Этот вопрос неоднократно изучался финансовыми специалистами. Комиссии за управление, администрирование, маркетинг, а также операционные издержки сильно снижают доходность активно управляемых взаимных фондов. В результате их чистая доходность ниже доходности индексных фондов. То же самое наблюдается при сравнении доходности облигационных взаимных фондов с доходностью рынка облигаций.

Наконец, самой серьезной проблемой стало то, что Закон и открытая архитектура создали такую атмосферу, которая подталкивала индивидуальных инвесторов к более частой купле-продаже инвестиционных инструментов. Раньше те, кто покупал взаимные фонды, подолгу держали там свои активы. Но сегодня люди постоянно читают в газетах то об одном, то о другом фонде, переигрывающем рынок. Или слушают в программах вроде *The Today Show* хвалебные речи по поводу новых невероятно перспективных акций. Или смотрят шоу Джеффа Колвина *Wall Street Week with Fortune*, где фондовые аналитики обсуждают акции с самой высокой доходностью по итогам недели. На рядового инвестора обрушивается огромный поток информации, в основе которой лежит призыв: «Действуйте немедленно!» Как тут устоять против искушения продать одни акции и купить другие!

Против течения идет лишь одна компания — Capital Group. Ее семейство взаимных фондов American Funds состоит всего из 26 организаций, но под их управлением находится 655 млрд долл. В Capital Group принимаются серьезные меры для того, чтобы клиенты не бегали из фонда в фонд. Думаю, этим объясняется то, что в течение как минимум 11 лет именно эти фонды являются в США⁶ самыми доходными с учетом комиссии за продажу.

Таким образом, принцип открытой архитектуры принес огромную пользу институциональным инвесторам и взаимным фондам. А «индивидуалы» попали в ловушку широких возможностей и сложных взаимосвязей, не имея достаточных знаний в области инвестиций и возможности вкладывать свой капитал в инструменты, доступные институциональным инвесторам. Кроме того, «индивидуалам» гораздо сложнее заинтересовать консультантов в результатах управления и поддерживать эффективную систему отчетности.

Взаимные фонды — лишь одна из сфер, в которых могут запутаться индивидуальные инвесторы в условиях стремительно меняющегося рынка финансовых услуг.

Стоит ли обращаться к розничным брокерам?

Для частного клиента названия Merrill Lynch, Goldman Sachs или Morgan Stanley звучат как синонимы успеха и престижа. Все три компании добились выдающихся результатов в сфере финансовых услуг. Кроме них, брокерские операции осуществляют и крупные банки, например UBS, Citibank, и JP Morgan, у которых есть четыре «О», впрочем, как и у многих других. Они предоставляют высокопрофессиональное обслуживание, однако имеют собственные инвестиционные интересы, которые не всегда совпадают с интересами клиентов.

Сегодня ведущие брокерские фирмы находятся в самом центре сферы финансовых услуг. Они раньше всех улавливают тенденции и используют свои

возможности, чтобы извлечь из них выгоду. Их сильные стороны — торговля активами и идеями. Они получают деньги за совершение сделок, будь то продажа взаимных фондов, продажа пакетов акций IBM или первоначальное публичное размещение ценных бумаг. Эти операции приносят доход брокерской фирме независимо от того, выигрывают ли в дальнейшем от сделки стороны-участницы. Если бы клиенты просто покупали и держали активы, то брокерский бизнес не приносил бы прибыли. Если бы... По совету консультантов инвесторы периодически продают ценные бумаги и покупают другие, давая брокерам возможность заработать на комиссии.

В брокерских фирмах работают опытные специалисты. Но их доход зависит от количества совершенных сделок, к тому же они нередко продают свои собственные финансовые продукты или продукты других компаний. Все это приводит к конфликту интересов, разрешение которого ложится на стратега управления.

Услуги трастовых банков

Исторически инвестиционные банки всегда были крупными игроками в секторе управления состоянием частных лиц. В 1933 году в США был принят Закон Гласса–Стигалла, запрещающий коммерческим банкам оказывать брокерские услуги и размещать ценные бумаги. В то же время некоторые компании, например Northern Trust, JP Morgan и U. S. Trust, более века развивали свои трастовые фонды, предназначенные для частных клиентов. У трастов есть несколько функций. Одна из них — управление активами. Инвесторы, у которых нет знаний, достаточного капитала и необходимой инфраструктуры, обычно передают эти функции трастовым банкам в расчете на то, что их инвестиции будут более эффективными, а жизнь более простой.

В отличие от взаимных фондов в трастовые компании принцип открытой архитектуры пришел не так быстро. Отчасти это объясняется регулированием деятельности трастов, которое осуществляется не на федеральном уровне, а на уровне штатов. Для того чтобы изменить законы в этой сфере, требуется много времени и усилий в связи с тем, что в разных штатах эти законы отличаются друг от друга.

Почти через 20 лет после принятия Закон о защите пенсионных доходов большинство нормативных актов, касающихся трастов, по-прежнему ориентировано на Правило осмотрительного человека (см. Отступление 5.1). В 1992 году Американский институт права, чтобы ускорить переход трастов на Правило осмотрительного инвестора, составил документ под названием «Свод законов (третий) о доверительной собственности». В нем рассматривались юридические принципы доверительного инвестирования с учетом последних тенденций в сфере управления состоянием.

После принятия «Свода законов...» штаты всерьез занялись своим законодательством. Однако сегодня, более чем через десять лет, лишь две трети из них регулируют деятельность трастов в соответствии с новыми принципами. До тех пор пока не будет пересмотрено законодательство во *всех* штатах, использование открытой архитектуры на «неохваченных» территориях с юридической точки зрения слишком рискованно.

Трастовые компании должны демонстрировать высокие стандарты фидуциарной ответственности, т.е. они обязаны защищать интересы своих клиентов. Трасты, как правило, применяют консервативные методы, игнорируя новейшие финансовые инструменты. Они стремятся сохранить активы клиентов, а не заработать для клиентов максимальную прибыль. Вознаграждение их сотрудников обычно ниже, чем в брокерских фирмах и взаимных фондах. Однако их интересы намного теснее увязаны с интересами инвестора по сравнению с другими финансовыми фирмами.

Трастовые компании занимают важную нишу в сфере управления состоянием. Я считаю, что в процессе предстоящей в ближайшие пятьдесят лет передачи триллионов долларов от одного поколения к другому трастовые компании получат в управление значительную их долю.

Пробел в процессе индивидуального инвестирования средств

В условиях открытой архитектуры общие принципы инвестиционной политики важнее, чем отдельные взаимные фонды, хедж-фонды, акции или иные составляющие вашего портфеля. Не забывайте, что с 1984 по 2004г. доходность взаимных фондов в среднем составляла 9,9%, однако инвестор в среднем получил всего 6,6%. Сегодня сфера инвестиционных услуг для частных клиентов постоянно меняется (происходят слияния, осуществляется дерегулирование и ужесточение регулирования). При этом практически не уделяется внимание обучению «индивидуалов» основам инвестирования. Консультанты зарабатывают на продаже финансовых продуктов, но не стратегии. В результате индивидуальные инвесторы, увлекшись каким-либо предложением, забывают о необходимости стратегического подхода к управлению активами. Такие институциональные инвесторы, как Свенсон и Мейер, напротив, помнят об этом и успешно заполняют пробел. Однако попытки заполнить этот пробел на рынке индивидуальных инвестиций по большей части не приносят результата, за исключением лишь нескольких консультантов, работающих с семьями, чьи активы составляют 100 млн долл. и более.

Обладателю простого портфеля не нужно лезть в дебри, ему достаточно четырех «О» базового уровня, которого можно достичь самостоятельно. Но если вы хотите активно управлять своими инвестициями и вкладывать капитал

в специализированные инвестиционные продукты и проекты с повышенным риском, например в венчурные фонды, то вам потребуется такой же профессионализм и знания, как у институциональных инвесторов.

Как оценить профессионализм консультанта?

Для агентов по продажам управление состоянием — едва ли не самая прибыльная сфера деятельности. Здесь работает много талантливых людей. Они заставляют работать в полную силу четыре «О», необходимые для осуществления сложной управленческой стратегии и инвестирования капитала в продукты с высокими рисками. Настоящие профессионалы получают удовольствие от своей работы, которой присущ дух состязательности, они чувствуют прибыль и обладают даром убеждения. От них веет успехом, они носят дорогие костюмы и пользуются платиновыми кредитными картами. У их компаний солидная репутация, которую подкрепляют многомиллионные рекламные акции.

Несведущий человек, оказавшись с ликвидными активами на руках, сталкивается с двумя проблемами. Во-первых, сложно адекватно оценить ценность предложений разных фирм, сколько бы он ни вчитывался и ни вслушивался в их презентации. Во-вторых, в инвестиционных компаниях даже с хорошей репутацией довольно сложно получить информацию о результатах работы того или иного консультанта.

Итак, как оценить профессионализм консультанта? Как понять, насколько острым финансовым чутьем он обладает? Насколько хорошо разбирается в развивающихся рынках? Или каких этических принципов придерживается в работе с клиентами?

Недавно один мой приятель продал свой бизнес, связанный с разработкой программного обеспечения. Не успел он оформить сделку, как на него обрушился град телефонных звонков от представителей инвестиционных фирм. От их бесконечных предложений у него голова пошла кругом, и он окончательно запутался.

«Я так и не услышал ничего полезного. Когда я говорил представителю фирмы, что не вижу разницы между его предложением и чьим-то еще, то всегда получал один ответ: “Вы невнимательно ознакомились с нашим предложением”. Я начинал все сначала, но результат был тот же. В конце концов, я испугался, что попросту утону в этой макулатуре, так и не поняв самого главного».

Каждая из этих компаний ворочала миллиардами, каждая предлагала широчайший выбор инвестиционных продуктов и диверсифицированную стратегию управления с использованием хедж-фондов и прямых инвестиций. Каждая презентация содержала море финансовой информации, снабженной множеством цветных диаграмм.

Однако почувствовать разницу никак не удавалось. Агенты распинались о преимуществах своих компаний, предоставляемых услугах и полностью удовлетворенных клиентах, но ни слова не говорили о *долгосрочном* приросте стоимости совокупных портфелей инвесторов.

Проблема довольно типичная. Инвестиционные модели очень похожи. Даже внутри одной компании качество услуг сильно зависит от конкретного консультанта. Иногда эффективность вложений варьирует даже у инвесторов, с которыми работает один и тот же специалист.

Пять фирм действительно предложили вполне привлекательные модели управления состоянием. Но так и не найдя существенных отличий, мой приятель остановился на трех, решив разделить между ними свои активы. Он надеется, что со временем и информации прибавится, и сам он поднатреет в вопросе настолько, что сможет принять дальнейшие решения.

Могу предположить, что через два-три года фирма с наихудшими результатами попытается исправить ситуацию, предложив моему другу сделать более рискованные вложения. Если он согласится и инвестиции принесут ожидаемый доход, фирма, скорее всего, продолжит управлять его активами и получит в свое распоряжение больше денежных средств. Если их стоимость снизится, фирма, скорее всего, лишится активов моего друга. В условиях жесткой конкуренции между фирмами инвестор редко выходит победителем. Преимущество всегда на стороне консультантов, так как они зарабатывают деньги независимо от того, приносят инвестиции доход клиенту или нет.

Тем временем мой друг будет тратить уйму времени и сил, пытаясь контролировать три компании и претворяя в жизнь их рекомендации (задача не из легких). Один опытный спец так высказался на этот счет: «Консультанты гораздо лучше умеют продавать, чем их клиенты — управлять собственными активами».

Отступление 5.2. Незнание не освобождает от ответственности

Желание быстро увеличить стоимость своих активов разбивается об отсутствие знаний и навыков. Когда приходится принимать решения, люди начинают метаться, суетиться, в итоге нанимают первых попавшихся консультантов, пускаются в сомнительные проекты и буквально проматывают состояние, накопленное несколькими поколениями. Чем раньше они «споткнутся», тем лучше: есть надежда, что инстинкт самосохранения заставит их остановиться. Но иногда владельцы крупного состояния не понимают, какие риски связаны с управлением активами, пока не становится слишком поздно.

В 1990-е годы, на растущем рынке, многие переоценили свои способности. Практически все — от профессиональных трейдеров до владельцев

интернет-компаний, — кто вкладывал средства в инструменты с высоким риском, получали огромные прибыли благодаря росту акций. В фондовый рынок инвестировали все больше и больше, доходы пропорционально росли. Однако, вместо того чтобы ликовать по поводу «бычьего» рынка, инвестиционные консультанты должны были подтолкнуть своих клиентов (а те соответственно прислушаться) к изъятию части капитала из фондовых рынков для балансирования портфелей инвестиций. Но и тех и других сгубила жадность. Агрессивность и непоследовательность капиталовложений обернулись колоссальными убытками от падения курсов, когда пузырь лопнул.

От неоправданной самоуверенности не застрахованы даже суперпрофессионалы. Трейдеры печально известного хедж-фонда Long Term Capital Management вкладывали собственные средства в свой же фонд, у которого к середине 1998 года доля заемных средств в капитале стала чрезвычайно высокой. Когда финансовые рынки развернулись, чего не ожидали даже эти гуру (за 19 месяцев до того, как на рынках началось понижение), стоимость их активов снизилась на сотни миллионов долларов, поставив под угрозу стабильность финансовой системы США в целом. Все это случилось за несколько недель!

Успешные консультанты за версту чуют выгодных клиентов. Первые начинают усиленно обхаживать вторых и в результате продают свои услуги. В дальнейшем они должны не только удовлетворять минимальные ожидания своих клиентов, но и постоянно поддерживать оптимальное соотношение между качеством своих услуг и прибылью, которую получит управляющая фирма.

Согласно правилам Комиссии по ценным бумагам и биржам, некоторые консультанты несут перед клиентом фидуциарную ответственность, т. е. они должны действовать строго в его интересах. К таким консультантам относятся инвестиционные фирмы и их представители. Деятельность брокеров-дилеров и их зарегистрированных представителей регулируется другими правилами, установленными Национальной ассоциацией дилеров по ценным бумагам. Хедж-фонды и банки, впрочем, как и многие страховые компании, *не несут* фидуциарной ответственности.

На некоторых распространяются сразу несколько сводов правил. Однако, как бы тщательно они ни прорабатывались, всегда найдутся лазейки, которыми могут воспользоваться недобросовестные консультанты.

Итак, ориентироваться в сфере управления состоянием нелегко, но возможно. Я условно разделил ее на три мира, которые назвал Зачарованный лес, Инвестиционный кибуц и Тайное общество.

Каждый из этих миров населен профессиональными финансистами, готовыми в любой момент прийти вам на помощь. В каждом мире своя культура

и ценностное предложение. Их границы не совпадают с границами, разделяющими брокерские фирмы, взаимные фонды и трастовые компании. В каждом из миров можно найти и то, и другое, и третье. В какой отправиться — решать вам.

Зачарованный лес

Здесь обитают амбициозные клиенты и не менее амбициозные консультанты. И те и другие пытаются отыскать тайную формулу успеха.

На первый взгляд Зачарованный лес — очень красивое и притягательное место, населенное активными, предприимчивыми и общительными людьми. Инвестиционные консультанты из Зачарованного леса могут продать любой продукт или услугу и щедро потчуют потенциальных клиентов увлекательнейшими историями. «Пойдем со мной, и я научу тебя делать деньги», — обещают они со страниц рекламных буклетов, с экрана телевизора в дорогих рекламных роликах, на красочных веб-сайтах и лично. Они предлагают себя в качестве финансового проводника новоиспеченным инвесторам, которые ничего не знают о рынках и в действительности не хотят ничего знать о таких сложных вещах, как инвестирование, распределение активов, диверсификация портфеля и инвестиционные цели. А обещания искусителей становятся еще заманчивей в свете глянцевої рекламы и восторженных рыночных прогнозов.

Клиенты из Зачарованного леса ищут легкие пути к процветанию и финансовому успеху. Если человек недавно разбогател (или рассчитывает получить в будущем солидное состояние), то в своей эйфории он становится очень внушаемым. Такой клиент — легкая добыча, которая клюет на наживку из финансовых терминов и обещаний.

В Зачарованном лесу часто заключаются «браки по расчету» между расчетливыми консультантами, с одной стороны, и нетерпеливыми инвесторами — с другой. Подписав контракт с инвестором, консультант-проводник начинает его развлекать, поражает своей находчивостью, подбирает инвестиционные инструменты и — собирает комиссионные. Если какие-то инвестиции приносят доход, консультант тут же оповещает об этом весь лес в надежде, что другие простаки его заметят и тоже обратятся за услугами. Недоходные инвестиции потихоньку распродают, и о них *все* забывают.

Многие «проводники», живущие в Зачарованном лесу, — обаятельные люди и высококлассные профессионалы, привыкшие много работать. Они знают свое дело и действуют в интересах клиента, но... не всегда. Их энергия, творческий подход, знание принципов и теории инвестирования заслуживают восхищения. Именно восхищение вкупе с неуверенностью в собственных силах снова и снова толкают инвесторов в объятия консультантов, даже если прошлые рекомендации не принесли желаемого результата.

В Зачарованном лесу живут те, кто считает себя докой в инвестировании, но при этом не вооружен четырьмя «О», необходимыми для того, чтобы тягаться с институциональными инвесторами. Помните, в Отступлении 5.2 я говорил, что вы должны четко представлять, **что** вы знаете об инвестировании, а главное — **чего** не знаете? Обитатели Зачарованного леса зачастую бродят по нему как ежики в тумане, и последствия этого бывают очень печальными.

Впрочем, некоторые заглядывают сюда просто развлечься. Они прекрасно знают, что заработать на инвестициях можно и по-другому. Их не волнуют мелкие проигрыши: они приходят, чтобы почувствовать напряжение гонки. Таких инвесторов я называю «игроками загородного клуба». Им захотелось острых ощущений, вот они и участвуют в хеджевых и взаимных фондах, покупают и продают ценные бумаги, вкладывают капитал в венчурные проекты.

Игрок загородного клуба — случайный человек, во всяком случае пока он находится в Зачарованном лесу. Для него инвестирование — хобби, интеллектуальный десерт к разговорам об экономике и политике. Возможно, ему нравится делать математические расчеты, связанные с предполагаемым успехом вложений, или отмечать на графике движение курсов акций. Некоторым необходим выброс адреналина, возникающий при покупке акций за десять долларов и их продаже за двадцать. Кто-то просто хочет сыграть на росте рынка. Для третьих это один из способов не выпасть «из обоймы». Друзья-единомышленники собираются по вечерам, играют в покер, попутно обсуждают, кто, сколько и куда вложил средств. Иногда они даже объединяются в инвестиционные группы.

Одна из разновидностей «игрока» — «бизнес-ангел». Я часто видел людей, которые заработали капитал, вложив средства в молодой развивающийся бизнес. При этом они с удовольствием в этом бизнесе сами участвуют. С одной стороны, вкладываясь в рискованный проект, вы можете в один прекрасный день неслыханно разбогатеть — ведь кто-то упорным трудом отрабатывает ваши вложения. С другой стороны, вы невероятно рискуете. Многие из тех, кто отваживался финансировать молодые компании, дорого заплатили за подобный опыт. Бизнес-ангела запугать невозможно. Его манит возможность поддержать «компанию будущего» и не пугают кратковременные убытки. Впрочем, это мое личное мнение.

Отступление 5.3.

Риск инвестирования в развивающийся бизнес

Это не для робких. Одна из причин, по которым вложения в молодые компании многих привлекают, это четкое понимание того, что компании не хватает сушей малости — денежных средств. Если инвестору-ангелу близок круг интересов компании или он сам участвует в каком-то

исследовании или применяет революционные технологии, ему порой сложно удержаться и не поддержать молодой развивающийся бизнес. Но увы, многие переоценивают свои возможности. Одни недостаточно тщательно проверяют финансовое положение и перспективы компании, в которую собираются вкладывать капитал. Другие не обладают необходимыми знаниями. Ситуация может стать еще более угрожающей, если вы вообще не знакомы со сферой, в которой работает приглянувшаяся компания. Приведу пример: один инвестор в течение двух лет после продажи успешного бизнеса потерял 25% своего капитала из-за неудачных вложений в развивающееся предприятие. Все два года финансовые консультанты умоляли его изменить инвестиционную политику. Его просили обратиться к отраслевым экспертам, проверить финансовые данные, которые ему предоставляли, и не вкладывать капитал, после того как предыдущие инвестиции привели к убыткам. Но все было бесполезно. К сожалению, подобные случаи не редкость в наши дни.

«Игры в загородном клубе» — это, скорее, развлечение, чем настоящая инвестиционная стратегия. А развлечения стоят денег. Ежегодно люди тратят миллиарды долларов на футбольные матчи, концерты, поездки в Лас-Вегас и на лыжные курорты на озере Тахо.

Чтобы пойти на футбольный матч или рок-концерт, надо купить билет. Играя в «загородном клубе», вы большую часть времени не видите расходов. Поэтому кажется, что вы практически ничего не тратите, что делает игру еще острее. Вложив для начала сотню долларов, вы имеете шанс ее как минимум сохранить. Но ваши активы могут не угнаться за ростом на рынке.

Если вы любите риск — это ваше дело. Но — как в любом спорте или хобби — соблюдайте меру, иначе доходы от реальных инвестиций могут резко сократиться.

Возможно, вы действительно тот счастливчик, которому выигрыш сам идет в руки, но все же советую вам рисковать лишь небольшой частью активов. Пока не найдете другое развлечение или не убедитесь, что вы созданы именно для таких занятий. Удовольствие получите, нервы пощекочите, перед знакомыми похвастаетесь, что еще нужно? Зато если удача отвернется от вас, то вы не много потеряете.

Иногда рискованные инвестиции оправдывают себя и оборачиваются серьезной высокодоходной стратегией, как произошло в моем случае. Мне потребовалось почти десять лет, чтобы рискнуть связаться с альтернативными инструментами. Но, в отличие от большинства обитателей Зачарованного леса, я не ждал чуда. Я работал как проклятый с утра до ночи и без выходных. Только через семь лет экспериментов с небольшим товариществом я решил, что уже созрел до того, чтобы сделать активное инвестирование частью основной стратегии. Мы довольны результатами, мы добились четырех «О»,

но каждый раз у меня мурашки бегут по спине, когда я думаю о том, что все могло сложиться не так удачно!

Тайное общество

В Тайное общество (не путать с братствами и военизированными организациями) входят те, кто умеет наращивать активы (т. е. добиваться положительного коэффициента альфа). Это мир хедж-фондов, фондов прямых инвестиций, активно управляемых взаимных фондов и рискованных проектов в сфере недвижимости, доходность которых превышает доходность стандартных инвестиционных инструментов. Это мир опытных предпринимателей и крупных бизнесменов. Бесспорными членами Тайного общества являются отец и сын Стюарты, хотя ни один из них не приобрел ни одной акции. Наконец, это мир, о котором ходит много слухов и домыслов, потому что его участники предпочитают держаться в тени и избегают прессы.

В Тайном обществе умеют получать доход от удачных вложений. Доходность инвестиций превышает показатели рыночных индексов. Здесь добиваются положительной альфы благодаря правильной оценке потенциала отдельных компаний и ценных бумаг, а также благодаря профессиональным консультациям экспертов. Для управления активами требуется не только высочайший профессионализм, но и высокоразвитая интуиция. Эксперты обладают и тем и другим плюс за их плечами многолетний опыт и внушительный багаж знаний. Однако эксперты всегда остаются за кадром. Им не нужна конкуренция. Может показаться, что Тайное общество состоит из самодовольных снобов. Таких высот достичь — поневоле загордишься. Уверяю вас, все не так. Большинство членов Тайного общества обладают конкурентным преимуществом. Это заинтересованные инвесторы и консультанты, которые постоянно ищут новые возможности. В то же время они постоянно настороже, даже немного одержимы. Но при всем при этом здешнюю публику объединяет редкое умение — знать себе цену и не кичиться этим знанием.

У членов Тайного общества есть и другие необычные качества. Например, неуспокоенность. Джордж Сорос, один из величайших инвесторов нашего времени и управляющий хедж-фонда Quantum Fund, так говорит об этом: «Мне всегда было очень трудно руководить. Стоит решить, что ты поймал свою жар-птицу, как поневоле начинаешь самоуспокаиваться. Зато я с легкостью признавал свои ошибки»⁷. Много ли вы встречали консультантов, рассуждающих подобным образом?

Резиденты тайного общества внимательно следят за чужими ошибками и используют их в своих интересах. Помните: сумма коэффициентов альфа равна нулю. Ваш портфель может быть доходным только за счет портфеля другого инвестора. В рыночных условиях никто добровольно не расстанется с положительной альфой.

В Тайном обществе используются сложные стратегии управления, которые требуют глубокого анализа. Инвестиционные планы не разглашаются, они индивидуальны, а иногда уникальны. Их сложно повторить, за их осуществление взимается высокая комиссия. Здесь не принято афишировать свои успехи и обсуждать стратегии. Все прекрасно понимают, что если их методы станут известны, то получать столь высокие инвестиционные доходы будет гораздо сложнее.

В Тайное общество нельзя попасть «официальным путем». Бывает, что сюда попадают, о том не подозревая. Но гораздо чаще люди считают себя его частью, не являясь ею на самом деле. Признаки, по которым можно понять, стал ли инвестор членом Тайного общества, трудно выделить и заметить, к тому же они довольно противоречивы. Многим вдруг начинает казаться, что они нашли лазейку, но это самообман. Часто такие горе-инвесторы невероятно рискуют и им даже некоторое время везет. Они считают, что у их портфелей положительная альфа. Хотя на самом деле это не так. Когда везение кончается, капиталовложения из-за высоких рисков обесцениваются гораздо сильнее. Заблуждение может дорого обойтись. Именно поэтому, если вам так уж нейдет пополнить «тайные» ряды, потрудитесь обзавестись навыками инвестирования, развитой интуицией и кругленькой суммой. И будьте очень осторожны при выборе консультантов.

Большинство индивидуальных и институциональных инвесторов, входящих в Тайное общество, ищут таких людей, как Джордж Сорос, для эффективного инвестирования своего капитала. Им нужны менеджеры, которые обладают качествами, необходимыми для формирования портфеля с положительным коэффициентом альфа, и которые хотели бы увеличить активы, находящиеся под их управлением. Обычно потенциальных менеджеров просят подробно рассказать о своей деятельности в надежде, что это поможет оценить их профессионализм.

Помимо тщательно продуманной инвестиционной политики, существуют и другие способы попасть в Тайное общество. Вы можете использовать свой высокий социальный статус и успех в других сферах. Безусловно, это пути не из легких и не из спокойных. Но некоторые предпочитают их инвестиционному менеджменту. Что подходит именно вам, должны решать вы сами!

Инвестиционный кибуц

Кроме Зачарованного леса и Тайного общества существует третий мир, который я называю Инвестиционный кибуц.

Кибуц — это форма поселения в Израиле, жители которого совместно владеют ресурсами и богатством своей общины. Общины, основанные на кибуцных принципах, также существуют в других странах, в том числе в США.

В Инвестиционном кибуце участники «делят» между собой и доходы, и риски. Здешние инвесторы хотят извлечь прибыль из роста мировой экономи-

ки, понимая при этом, что для активного альфа-инвестирования у них недостаточно знаний и ресурсов. Этот мир населяют также организации и частные консультанты.

Независимо от целей инвестирования в качестве инструментов в инвестиционном кибуце используются индексные взаимные фонды, торгуемые на бирже фонды и полисы срочного страхования жизни. Этот мир довольно безопасен и достаточно предсказуем. Кибуц заботится об инвесторах, но не дает им возможности серьезно рисковать.

Здесь вам не придется конкурировать с институциональными инвесторами, обладающими четырьмя «О». Не придется ломать голову, сравнивая стоимость ценных бумаг, и активно заниматься куплей-продажей активов. В основном вы будете сидеть и наблюдать, как экономика работает на вас. Да и операционные издержки невысоки.

В кибуце вы не принимаете решений, по большому счету застрахованы от серьезных ошибок, а консультанты не имеют возможности поживиться за ваш счет. Здесь у инвесторов развязаны руки. Они могут посвятить свободное время любимым занятиям и спокойно спать по ночам. Доходность вложений не такая высокая, как в Тайном обществе, но при относительно высоком экономическом росте инвесторы здесь зарабатывают в среднем больше, чем в Зачарованном лесу.

Время от времени здесь появляются новые инвестиционные продукты, которыми могут пользоваться все. Видя интерес к индексным портфелям, некоторые фирмы стали предлагать продукты с оптимизацией налогообложения и привязкой к индексам, которые имели чуть более высокую доходность. Эта «добавка», однако, является результатом не удачного отбора акций, а более эффективного управления налогами. Менеджеры продают убыточные акции и в то же время держат активы, стоимость которых увеличивается. Таким образом, прирост стоимости капитала остается нереализованным (и не облагаемым налогами).

Полученные убытки используются для уменьшения прироста капитала. В результате такой портфель может быть эффективнее с точки зрения налогообложения, чем стандартный индексный фонд. Из-за повышенного оборота, обусловленного реализацией убытков, доходность инвестиционного портфеля отличается от фондового индекса, но не сильно. Разница может быть как положительной, так и отрицательной. Однако в результате более высокой налоговой эффективности некоторым компаниям Инвестиционного кибуца все же удается получить альфу. Несмотря на то, что такая стратегия сложнее обычного индексирования или покупки взаимных фондов, она открывает дополнительные возможности для инвестора, целью которого по-прежнему является широкое участие в финансовых рынках.

Я всегда советую своим друзьям, клиентам и коллегам обратить пристальное внимание на Инвестиционный кибуц, так как это относительно безопас-

ная гавань для капитала. Обладая большими амбициями, большинство индивидуальных инвесторов, семей и учреждений не могут похвастаться знаниями и ресурсами, которые требуются в тайном обществе. Кибуц — прекрасное место, чтобы попробовать свои силы в инвестировании и набраться опыта. Здесь вы не попадетесь в ловушку чрезмерного использования заемных средств или в тиски рискованной стратегии.

История одного путешествия: как я вывел друга из Зачарованного леса и привел его в Тайное общество

Несколько лет назад ко мне обратился за помощью приятель, который уже успел побродить по Зачарованному лесу, где стал жертвой бандитов и — медведя. Приятель — талантливый бизнесмен, но полный профан в финансовом мире. В середине 1990-х ему навязали массу дорогих специализированных инвестиционных продуктов. Из-за общего подъема финансовых рынков он далеко не сразу заметил, что его активы уплывают к консультанту. Однако приятель сумел вовремя и правильно оценить ситуацию и понять, что его водят за нос.

Стряхнув наваждение Зачарованного леса, он, разумеется, захотел как можно скорее оттуда выбраться! Но куда? Для Тайного общества ему не хватало знаний, а их приобретение требовало времени. Кроме того, мне нужно было завоевать его доверие и посмотреть, как он реагирует на неустойчивость финансовых рынков и на неизбежные для любого, даже самого успешного, инвестора периоды низкой доходности.

Я посоветовал приятелю перебраться в Инвестиционный кибуц. Это должно было дать ему время на перегруппировку сил и позволить нам выстроить друг с другом прочные профессиональные отношения. Совет был принят. Пять лет назад мой приятель продал все свои дорогостоящие активно управляемые инвестиции и вложил средства в индексные фонды. Мы получили сбалансированный портфель, состоящий из акций всемирно известных компаний, облигаций и денежных средств, а не только акций, как это было раньше. Он стал изучать принципы и теорию инвестирования, и мы разработали более действенную систему оценки результатов управления.

Через пару лет можно было уже включать в портфель дополнительные типы активов и даже инвестировать капитал в инструменты с активным управлением. Со временем мы добавили туда же несколько тщательно отобранных альтернативных инвестиционных инструментов.

Мой приятель руководит компанией, имеющей значительные активы в виде недвижимости, предметов коллекционирования и денежных потоков, — все три обеспечивают хорошую диверсификацию. Периодически мы обсуждаем про-

филь риск/доходность его бизнеса и то, как он дополняет профиль риск/доходность инвестиционного портфеля. Мы постарались объединить эти два ключевых элемента с тем, чтобы наша инвестиционная стратегия была целостной.

За эти годы он пробовал несколько раз примкнуть к Тайному обществу, однако большая часть его активов лежит в Инвестиционном кибуце. Со временем его знания обязательно станут более глубокими, и возможность получить положительную альфу возрастет. Он уже умеет уверенно отличать Зачарованный лес от Тайного общества, что, несомненно, укрепляет его позицию в последнем.

Индексные взаимные фонды: почему следует остановиться именно на них

Управление инвестициями — сложная задача. Возможно, самым разумным выбором для *большинства* инвесторов будет инвестиционный кибуц. В этом нет ничего плохого.

Среди доступных в кибуце инструментов есть один «на все случаи жизни». Он не отличается оригинальностью, не похож на методы «игрока загородного клуба» и не обладает загадочностью атрибутики тайного общества. Даже его название не обещает ничего сверхъестественного. Тем не менее это действительно самый лучший способ вложения капитала. Этот инструмент называется индексированием.

Индексирование подразумевает, что при формировании портфеля ценные бумаги отбираются в соответствии с широким рыночным индексом или индексом определенного типа активов, как, например, S&P 500, Russell 3000, Wilshire 5000.

Большинство индексных фондов содержит широкий набор ценных бумаг, представляющих определенные финансовые рынки. У них нет менеджеров, которые пытаются улучшить результаты, продавая и покупая отдельные ценные бумаги. По этой причине хорошо сбалансированный фонд характеризуется небольшой платой за управление, минимальными брокерскими комиссиями и налогами на прирост капитала, по крайней мере до момента его продажи.

Итак, стоит ли вам активно использовать индексные фонды в *своей* инвестиционной стратегии? В США приблизительно 3,5 трлн долл., принадлежащих пенсионным фондам, инвестируются в индексы. Это составляет около трети всех пенсионных активов. По сравнению с 1990 годом показатель вырос в четыре раза.

Компании давно оценили достоинства индексирования. За последние 20 лет большинство крупных пенсионных фондов отказались от услуг многочисленных портфельных менеджеров. Вместо этого они стали формировать свои портфели преимущественно из акций в соответствии с рыночными индексами.

«...Большинство инвесторов, как институциональных, так и индивидуальных, наилучший результат получают от вложения средств в индексные фонды с минимальной комиссией. Чистая доходность индексных портфелей (за вычетом комиссионных и других издержек), как правило, превышает доходность подавляющего большинства активно управляемых портфелей», — считает Уоррен Баффетт, председатель совета директоров компании Berkshire Hathaway и, по мнению многих, один из лучших инвесторов в мире⁸.

Относительно приведенного высказывания у меня есть два замечания. Во-первых, Уоррен Баффетт говорит о *большинстве*, но не обо всех. Он признает, что Тайное общество — привилегия избранных. Во-вторых, он считает, что индексирование полезно как институциональным, так и индивидуальным инвесторам, несмотря на то что у первых возможностей на рынке гораздо больше.

Однако, несмотря на авторитетные рекомендации, индивидуальные инвесторы не спешат использовать индексирование. А ведь у большинства из них нет опыта и знаний, необходимых для получения четырех «О» и активного управления. Совет Баффетта в большей степени относится к индивидуальным инвесторам, чем к институциональным, еще по двум причинам.

1. *Индексирование более эффективно с точки зрения налогообложения, чем активное управление.* Оно позволяет налогооблагаемым инвесторам сэкономить массу средств. Для пенсионных и дарственных фондов это преимущество не актуально.
2. *Большинство индивидуальных инвесторов не могут конкурировать с организациями за лучших менеджеров, занимающихся активным инвестированием. Однако они могут воспользоваться теми же индексными продуктами, что и институциональные инвесторы, практически по одинаковой цене.* При индексном инвестировании разница между платой за управление, взимаемой с индивидуальных и институциональных инвесторов, составляет не более 0,2%. При активном же управлении она не меньше 0,5%.

Еще раз повторю: индексирование — идеальный метод капиталовложений для индивидуальных инвесторов. Возможно, он не самый увлекательный, однако сулит постоянный доход. В шестой главе «Выбор инвестиционной стратегии» я дам несколько рекомендаций по поводу того, как правильно использовать индексирование, а также помогу разобраться в особенностях Тайного общества и Зачарованного леса.

Новый взгляд на сферу услуг по управлению состоянием

Сегодня сфера финансовых услуг находится в переходном состоянии. Между взаимными фондами, брокерскими фирмами, банками, страховыми

и трастовыми компаниями нет четких границ. Последние десять лет они постепенно размывались. Сегодня вы можете приобрести взаимный фонд в трасте, во взаимном фонде вам предложат брокерские услуги, а у вашего брокера, скорее всего, есть трастовая компания. Продукты страховых фирм напоминают продукты взаимных фондов. Кредитование — лишь одно из множества направлений деятельности банков. Разобраться и сделать правильный выбор очень трудно.

Принцип открытой архитектуры также внес свою лепту в эту неразбериху. У традиционных портфелей акций и облигаций появилось бесконечное множество новых вариантов, а альтернативные инвестиции, например в венчурные проекты и хедж-фонды, с каждым днем становятся все более изолированными. Помимо прочего, по мере слияния прежде четко разграниченных финансовых секторов, появления новых угроз и глобализации усложняется сама структура отрасли услуг по управлению состоянием.

Все эти перемены усложняют работу финансовых консультантов. Десять лет назад любой мало-мальски подкованный специалист мог жить припеваючи, консультируя своих клиентов по поводу акций и облигаций во взаимных или трастовых фондах и на брокерском счете. Сегодня приходится постоянно следить за появлением новых инвестиционных продуктов. Клиенты интересуются хедж-фондами, сырьевыми товарами, венчурным капиталом и древесиной. Более того, согласно Закону, известному по аббревиатуре PATRIOT («Об объединении и усилении Америки путем создания соответствующих механизмов, необходимых для борьбы с терроризмом»), который был принят Конгрессом США после теракта 11 сентября 2001 года, консультанты обязаны собирать максимально полную информацию о клиентах, что увеличило для них и без того объемную бумажную работу. Наконец, сегодня консультанту приходится в сжатые сроки добиваться определенного уровня продаж и посещать многочисленные производственные совещания. Все это отнимает время, которое можно было бы посвятить непосредственно работе с клиентами.

Путешествия по инвестиционному миру

Совсем не обязательно застревать в каком-то одном из трех миров. Все зависит от подготовки.

Заскучав в пресном и безопасном Инвестиционном кибуце, устав от постоянных стрессов Тайного общества, ужаснувшись прожорливости Зачарованного леса, вы легко можете переместиться в другое место.

Однако если вы только начали свое путешествие по финансовому миру, начните все же с кибуца. В нем легче разобраться, да и ошибки обойдутся не очень дорого. Кроме того, здесь вы научитесь определять эффективность инвести-

ций и в дальнейшем сможете правильно оценить потенциал сложных дорогостоящих продуктов, которые вам предложат в Тайном обществе и Зачарованном лесу.

В кибуце трудно заблудиться. Если вы осядете здесь, то сможете делать вылазки с небольшим количеством активов в другие миры, просто чтобы попробовать свои силы. Если вам понравятся сложные схемы Тайного общества и если у вас есть необходимые знания, вы можете сделать цели управления состоянием более амбициозными. С другой стороны, если вам нравится искать нестандартные решения и вы хотите острых ощущений, Зачарованный лес — то, что нужно. Этому месту далеко до безопасности и предсказуемости кибуца с его акцентом на широком участии в финансовых рынках и индексировании. Если вы все-таки решите отправиться в лес, всегда помните об одном: остерегайтесь быков. И не забывайте о львах, тиграх и особенно медведях!

Заключение

Итак, какой мир подходит вам больше всего?

Вы узнали о том, что сегодня представляют собой компании, оказывающие финансовые услуги. Вы узнали, что ваша стратегия должна соответствовать вашим возможностям (четыре «О»).

Мы прошлись по преимуществам открытой архитектуры и взаимных фондов, индексирования и альтернативных инвестиций, брокерских и трастовых компаний. Вы заглянули в три мира и, надеюсь, сможете определиться, что вам больше по душе и по карману.

В следующих главах мы обсудим, как развить инвестиционные навыки, необходимые для успешной реализации вашей стратегии и достижения ваших финансовых целей. Направление движения во многом зависит от того, какое место вы отводите себе в сфере финансовых услуг.

Глава 5. Темы для обсуждения

1. Что вы знаете об инвестировании? Готовы ли вы приложить усилия, чтобы расширить свои знания?
2. Обладаете ли вы теми качествами, которые необходимы для Тайного общества? Хотели бы вы рискнуть в Зачарованном лесу, зная, что скорее всего проиграете? Нравится ли вам безопасность и спокойствие Инвестиционного кибуца?
3. Соответствует ли ваша стратегия вашему опыту и знаниям? Если нет, в чем проявляется это несоответствие?
4. Насколько вы доверяете своим консультантам? Или вы сами осуществляете контроль? Почему вы доверяете своему консультанту: из-за его профессионализма или личных качеств?
5. Соответствует ли профессионализм консультанта рекомендованной им стратегии? В чем конкретно заключаются преимущества, которые, по утверждению вашей управляющей компании, связаны с предоставляемыми ею услугами? Вы можете назвать эти услуги?
6. Можете ли вы оценить качество услуг консультанта?
7. Почему вы предпочли именно этого консультанта? Он предлагает вам *свои* лучшие решения? Или лучшие решения *своей* компании?
8. Хватит ли у вас средств, чтобы бороться за альтернативные инвестиции?
9. Довольны ли вы текущей доходностью своих инвестиций? Знаете ли вы, что это такое?
10. Что вы знаете о вознаграждениях, налогах и административных издержках, которые уплачиваются как процент от вашей инвестиционной прибыли? Знаете ли вы, сколько они составили в прошлом году? Можете ли вы оценить эти расходы?
11. Инвестируете ли вы сейчас в индексные фонды? Если да, то каких результатов вы достигли? Хотите ли вы наряду с индексированием использовать и другие инвестиционные инструменты? Если нет, то почему?
12. Есть ли у вас опыт работы с финансовыми консультантами? Вы довольны результатами или нет? Если нет, то чего не хватало в ваших отношениях? Назовите конкретно.
13. Как вы считаете, где вы находитесь сейчас со своей стратегией: в Инвестиционном кибуце, Зачарованном лесу или Тайном обществе?

14. Какие инвестиционные и финансовые цели вы ставите перед собой на будущее? Будьте конкретны.

ПРИМЕЧАНИЯ

- ¹ Центр исследования финансовых рынков Бogle: «As the Index Fund Moves From Heresy to Dogma... What More Do We Need To Know?» Remarks by John C. Bogle, April 13, 2004, http://www.vanguard.com/bogle_site/sp20040413.html. *The 2004 Mutual Fund Fact Book*, published by Investment Company Institute, and *ICI's Trends in Mutual Fund Investing*, January 28, 2005. *Financial Analysts Journal*, January/February 2005, «The Mutual Fund Industry 60 Years Later: For Better or Worse?», by John C. Bogle.
- ² Barron's, February 7, 2005, page 22.
- ³ Центр исследования финансовых рынков Бogle: «In Investing, You Get What You Don't Pay For». Remarks by John C. Bogle, February 2, 2005, http://www.vanguard.com/bogle_site/sp20050202.html.
- ⁴ Там же.
- ⁵ «Tax-Efficient Investing Is Easier Said Than Done», by Robert H. Jeffrey, *The Journal of Wealth Management*, Summer 2001.
- ⁶ Barron's, February 7, 2005, page 21.
- ⁷ *The Crisis of Global Capitalism*, by George Soros, Public Affairs Press, 1998, page 24.
- ⁸ Berkshire Hathaway Inc., 1996. Annual Report, Chairman's Letter to Shareholders.

0,000 ГЛАВА 6 000,000,000, 00,00 ВЫБОР 000,000,000,0 ,000, ИНВЕСТИЦИОННОЙ 000, 00,00 СТРАТЕГИИ 000,000,00

Если однажды вы разбогатели, то, черт возьми, не потеряйте свое богатство. Не каждому дано справиться с потрясением от такой потери.

Фред Дж. Янг,
Как разбогатеть и сохранить богатство

Выбор инвестиционной стратегии и ее последовательная реализация вне зависимости от колебаний рынка определяют ваше финансовое благополучие на многие годы вперед. Это, пожалуй, самое важное финансовое решение. Оно, как и любое другое долгосрочное решение, требует обдуманного и взвешенного подхода. В этой главе я расскажу о трех стратегиях инвестирования, каждая из которых обладает своими преимуществами и требует определенных шагов для реализации.

Три стратегии управления состоянием

Выбор зависит от того, каких результатов вы ждете, сколько времени и сил готовы тратить на управление и каким состоянием владеете. Вот эти стратегии:

- индексное инвестирование;
- формирование «портфеля-штанги»;
- активное альфа-инвестирование.

Стратегия № 1. Индексное инвестирование

Мы упоминали о нем в предыдущей главе, говоря об Инвестиционном кибуце. Индексация — это инвестирование капитала в какой-либо финансовый рынок в целом (например, в американский фондовый рынок, международный фондовый рынок или американский рынок облигаций). Этот метод не подразумевает покупки отдельных ценных бумаг, рост которых, скорее всего, будет выше роста того или иного рынка в целом. Я часто советую использовать именно эту стратегию, так как она гарантирует годовой доход в 6–8%, при условии что вы будете тщательно контролировать свои инвестиционные расходы. Индексация — это прямая дорога в Инвестиционный кибуц. Фактическая доходность инвестиций полностью зависит от состава ваших активов и ситуации на финансовом рынке. Многочисленные исследования говорят, что инвестирование в индекс обычно приносит больше денег, чем более сложные и агрессивные методы. Эти выводы справедливы независимо от того, находятся ваши активы на налогооблагаемом счете или в пенсионном фонде с отложенным налогообложением.

КАК РЕАЛИЗОВАТЬ СТРАТЕГИЮ ИНДЕКСНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ?

Вам понадобятся четыре *ключевых фактора* успеха.

1. Стратегическое распределение активов.
2. Выбор индекса.
3. Управление налогами.
4. Периодическое балансирование портфеля.

1. Стратегическое распределение активов

При индексном инвестировании стратегическое распределение активов по инвестиционным фондам или пулам является долгосрочным, т. е. оно не меняется годами или даже десятилетиями. Цель распределения — оптимизировать ожидаемую доходность инвестиций по волатильности, которая, по вашему мнению, допустима для портфеля. При любой диверсифицированной стратегии, в том числе при индексировании, вы должны инвестировать капитал в разные типы активов с учетом их поведения.

Например, акции, облигации, недвижимость и сырьевые товары по-разному реагируют на сочетания фактического экономического роста, инфляции и процентных ставок. Акции развивающихся рынков ведут себя не так, как акции крупных американских компаний; акции энергетических компаний — не так, как компаний, работающих в сфере здравоохранения, и все они отличаются по реакции на экономические и демографические факторы от предприятий автомобильной и бумажной отрасли.

Фирмы, которые предоставляют услуги по управлению состоянием, довольно хорошо оптимизируют стратегическое распределение активов.

Я считаю, что всем, кто применяет стратегию индексного инвестирования, следует диверсифицировать свои активы. Необходимо, чтобы в портфеле были представлены все (или большинство) нижеперечисленных активов, ни один из которых не должен превышать 40%. Портфель с умеренным риском может быть, к примеру, таким:

- | | |
|---|-----|
| • акции американских компаний | 35% |
| • акции международных и развивающихся рынков | 20% |
| • сырьевые активы (особенно энергоносители) | 7% |
| • недвижимость | 8% |
| • высококачественные американские облигации (налогооблагаемые либо освобожденные от уплаты налогов) | 20% |
| • высококачественные облигации других стран | 5% |
| • высокодоходные облигации | 3% |
| • денежные средства | 2% |

2. Выбор индекса

За последние пять лет количество способов индексирования значительно увеличилось. Есть традиционные индексные взаимные фонды, биржевые индексные фонды, некоторые из них имеют экзотические названия вроде Spiders и VIPERs, и даже опционы и фьючерсы на индексы, позволяющие создавать «синтетические» индексные фонды. Синтетические фонды состоят из производных ценных бумаг и денежных средств, а не из реальных акций и облигаций.

Итак, что бы я выбрал из доступных на рынке решений? Вот примерный перечень фондов с разбивкой по процентным долям.

- Взаимный фонд, привязанный к совокупному индексу фондового рынка США (35%).
- Взаимный фонд, привязанный к индексу рынка международных акций (включая развивающиеся рынки) (20%).
- Фонд, привязанный к совокупному индексу рынка облигаций США, включая высокодоходные облигации (23%).
- Фонд, привязанный к индексу рынка иностранных облигаций (5%).
- Фонд денежного рынка или банковский счет (2%).
- Биржевой индексный товарный фонд (с акцентом на энергоносители) (7%).
- Инвестиционный траст недвижимости (REIT) (8%).

Я покупаю только взаимные фонды без «нагрузки», т.е. без первоначальной комиссии. Советую вам поступать так же, так как в этом случае расходы будут ниже. Кроме того, этот принцип сужает выбор взаимных фондов и, следовательно, делает его проще.

3. Управление налогами

Позвольте мне объяснить, почему стратегия инвестирования в индексы является самой эффективной с точки зрения налогообложения.оборот акций в обычном индексном фонде в США составляет примерно 5% в год, в основном он связан со слияниями и поглощениями, т.е. в среднем акция находится в фонде около 20 лет! За двадцатилетний период акции генерируют значительный прирост капитала, который, пока акции не проданы, не облагается налогами. Это ценное качество присуще не всем индексным фондам, а только широко диверсифицированным. Обычно чем более диверсифицирован взаимный фонд, тем меньше его оборот.

В *активно управляемых* фондах, даже с очень низким оборотом, акции в портфеле не задерживаются более четырех лет, а средний взаимный фонд полностью обновляется раз в год. То есть прирост капитала чаще облагается нало-

гами и иногда по более высоким ставкам. Высокие обороты не только увеличивают эту статью расходов, но и влекут за собой операционные издержки.

4. Периодическое балансирование портфеля

Советую вам периодически балансировать ваши позиции в фондах с тем, чтобы их вес соответствовал выбранному стратегическому распределению активов. Баланс портфеля может нарушиться, если один или несколько фондов работают хуже или лучше остальных. Если доля любого фонда отклонилась от целевого значения более чем на 15%, пришла пора балансирования. Например, если доля американских акций в вашем портфеле выросла с 35% до 41% (рост в 17%), я бы снизил ее снова до 35%. Если доля сырьевых активов упала с 7% до 5% (снижение на 29%), добавьте их, чтобы восстановить первоначальное значение.

Лучше всего для балансирования использовать поступления денежных средств, а не продажу активов из портфеля, которая связана с налогами и операционными издержками. Так, если вы хотите сократить долю американских акций в портфеле и собираетесь пополнить его за счет денежных поступлений, то вначале приобретайте активы других классов, которые сбалансируют портфель в целом. Если вы собираетесь изъять часть капитала, то в первую очередь продавайте акции. Благодаря такому подходу вы не будете совершать операции, облагаемые налогами, только ради балансирования портфеля. Если нужно переместить активы из одного фонда в другой для поддержания баланса, постарайтесь свести к минимуму реализованную чистую прибыль. Продавайте в первую очередь акции из тех индексных фондов, где издержки самые большие. Понятно, что проблема эффективного с налоговой точки зрения балансирования не относится к счетам с отложенным налогообложением. Тем не менее из-за операционных издержек не стоит все-таки отказываться от попыток провести изменения наиболее эффективным способом.

Иногда в индексный фонд, акции которого куплены по средней цене намного ниже текущей, входят акции, купленные дороже текущей цены. Продав их и правильно отразив эту операцию в бухгалтерском учете, вы сможете использовать убыток для уменьшения прибыли, полученной при других операциях. Сбалансированный налоговый учет — еще один простой и полезный инструмент комплексного управления состоянием.

Покупайте дешево, продавайте дорого

Одно из преимуществ хорошо диверсифицированного портфеля заключается в том, что разные активы растут (или падают) в разное время. Систематическое балансирование заставляет вас сокращать вложения с высокой доходностью и докупать те, которые демонстрировали не столь хорошие результаты в последнее время. Зачем делать это? Если купленный актив приносит

доход, то не лучше ли сохранить его у себя? Ведь жаль продавать *очень выгодные* инструменты. Многие инвесторы «влюбляются в победителей» (они ведь стали еще дороже), однако мало какие активы растут вечно.

От убыточных активов (цена на которые снизилась) стараются избавляться. Регулярное балансирование портфеля заставляет действовать против интуиции, что обычно идет на пользу вашим инвестициям. Благодаря этому также снижается риск падения стоимости портфеля в целом и зависимость от тех активов, которые в прошлом демонстрировали рост. Именно в такую зависимость попали инвесторы, которые к марту 2000 года имели очень большую долю быстро растущих акций. Их портфели в течение нескольких лет значительно похудели. Думайте о балансировании так, как шкипер думает о парусах, когда ловит ветер. Он то поднимает их, то убирает, чтобы остаться на курсе и продолжить уверенное движение к цели.

ЕЩЕ НЕСКОЛЬКО ЗАМЕЧАНИЙ

Индексная стратегия дает более высокие долгосрочные результаты, чем большинство других стратегий. Она позволяет снизить налоговые платежи и нередко оказывается наиболее эффективной независимо от экономической ситуации в целом и рыночной конъюнктуры в частности.

Почему финансовые консультанты не спешат рекомендовать индексирование своим клиентам? На это существует четыре причины.

Во-первых, индексирование невыгодно для компаний, занимающихся управлением активами. Лучшее всех эту ситуацию описал основатель семейства взаимных фондов Vanguard Джек Богль¹: «Проблема недорогих индексных фондов без нагрузки в том, что практически все чертовы деньги достаются инвестору!»

Типичный диверсифицированный индексный фонд американских акций или облигаций обходится клиенту не более чем в 0,25% в год. При такой комиссии портфель стоимостью 10 млн долл. обойдется вам в 25 тыс. долл. в год. Управление портфелем в 1 млн долл. будет стоить 2,5 тыс., а портфелем в 100 тыс. — 250 долл. Помимо прочего, в индексных фондах практически отсутствуют операционные издержки.

В среднем взаимном фонде комиссия в пять раз выше, чем в индексном фонде, а управление отдельным счетом ценных бумаг — дороже в шесть-семь раз. Те тысячи, которые вы платите за активное управление, оседают в кармане вашего менеджера.

Помимо комиссии, активно управляемые фонды обычно несут операционные издержки в размере 1–2% годовых. Иными словами, активно управляемые фонды гораздо выгоднее консультантам, чем индексные!

Во-вторых, индексная стратегия устанавливает планку доходности для активных менеджеров, ниже которой они уже не могут опуститься. Тот, кто поработал с

индексами, знает, какой должна быть «средняя доходность» и чего следует требовать от активных менеджеров. Они понимают, что смогут рассчитывать на ваше доверие и капитал, только если превзойдут индекс (возможно, даже после налогообложения). А этот барьер нелегко преодолеть!

В-третьих, индексные фонды с низкими комиссиянными не позволяют инвестиционным фирмам заработать на маркетинговые кампании. Эти фирмы выстроили многомиллиардный бизнес, опираясь на опытных инвесторов, которые понимают преимущества индексирования и которых не надо заманивать в индексные фонды с помощью различных трюков.

Наконец, индексирование — совсем не та стратегия, о которой консультантам интересно говорить. Она не привлекает тех, кто посвятил свою жизнь игре на рынке. В индексной стратегии все ходы predetermined заранее.

Если вам хочется попробовать свои силы в чем-то более интересном, рекомендую сначала провести небольшое исследование, потом выделить не более 10–15% активов на более сложные стратегии (о которых речь пойдет дальше), и посмотреть, что будет с ними через 3–5 лет. Если инвестиции окажутся успешными, добавьте к ним еще 10–15% активов на несколько лет. Таким образом вы сможете набраться опыта в различных рыночных условиях, отточить навыки инвестирования и проверить своих консультантов.

Стратегия № 2. «Портфель-штанга»

Формирование «портфеля-штанги» лучше всего подходит тем, кто находится в работоспособном возрасте и не очень хорошо разбирается в инвестициях. Из рис. 6.1 видно, откуда взялось такое спортивное название. Один конец штанги изображает управление финансовыми активами с помощью, например, индексного инвестирования. В качестве противовеса выступают ваши энергия и капитал, связанные с вашей работой, существующим или новым бизнесом. Оба груза прочно взаимосвязаны через осмотрительное управление

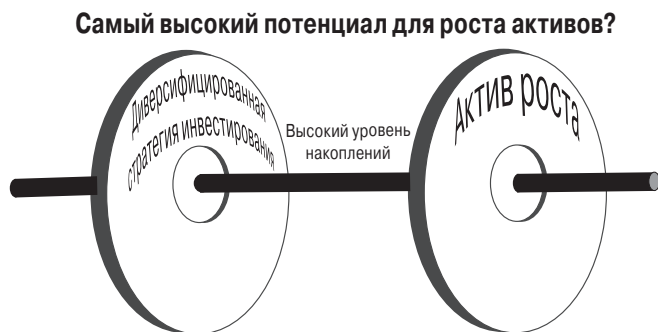


Рис. 6.1. Сможете ли вы взять этот вес и удержать равновесие? Если да, то вам можно вступить в Тайное общество

денежными потоками. «Штанга» позволяет сделать солидные накопления. Некоторые полагаются на свои инвестиционные доходы, пока их бизнес только развивается, однако потом, когда ситуация стабилизируется, они переходят к политике накопления.

Штанга — вещь тяжелая, а держать ее нужно ровно. Слева находится большая часть ваших активов, управление которыми не требует много времени. Это позволяет сконцентрировать внимание на правом грузе, где, по крайней мере вначале, должна находиться небольшая часть активов. Правильная комбинация активов и времени поможет вам уравновесить штангу.

Чтобы удержать свою «штангу», придется много работать. Для неспециалистов в области инвестирования это самый надежный путь в Тайное общество, так как, для того чтобы увеличивать свое состояние, они объединяют знания, опыт и связи. В то же время их активы достаточно диверсифицированы на случай непредвиденных обстоятельств.

ЧТО МОЖНО ОЖИДАТЬ ОТ СТРАТЕГИИ ФОРМИРОВАНИЯ «ПОРТФЕЛЯ-ШТАНГИ»?

«Штанга» — мощный инструмент для сохранения и приумножения состояния, так как она заставляет вас работать. На жизнь вы зарабатываете, занимаясь профессиональной деятельностью или управляя бизнесом, и ваши финансовые активы не только не расходуются, но и постоянно растут. Соответственно вы можете позволить себе большие инвестиционные риски, что в свою очередь позволит больше заработать на инвестициях и в будущем получать более высокие доходы. Эта цепочка довольно эффективна, но только если заставить ее работать. Вы можете поставить перед собой финансовую цель, направленную на *накопление активов*, вместо того чтобы их *распределять*. Мы уже говорили о том, что между этими подходами огромная разница! С другой стороны, если вы возьмете на себя предпринимательские риски и ваш бизнес рухнет (что нередко происходит), под рукой всегда будут ваши финансовые активы.

На рис. 6.2 показана доходность в годовом исчислении, которой вы можете добиться, используя «портфель-штангу». Инвестиционный горизонт здесь равен 10 годам, 80% капитала вложены в индексные фонды, а 20% — в актив роста. В этом примере балансирование не проводилось ни разу. В левом столбце таблицы указана возможная доходность индексных фондов, в верхней строке — возможная доходность актива роста. Затемненные области таблицы показывают такие комбинации двух значений, которые делают вас членом тайного общества, даже если большая часть активов находится в индексных фондах. Предположим, их 10-летняя доходность составила 7%; при этом 20% своих активов вы в самом начале вложили в успешный бизнес, стоимость которого росла на 20% в год. Тогда рост ваших объединенных активов составил 10,9% годовых, т. е. их стоимость увеличилась почти в три раза.

**Стратегия «портфеля-штанги»: 10-летняя доходность
в годовом исчислении**

		Доходность актива роста (20%)				
		-100%	0%	10%	20%	30%
Доходность индексируе- мых акти- вов (80%)	6%	3,7%	5,0%	6,9%	10,3%	15,4%
	7%	4,6%	5,9%	7,7%	10,9%	15,8%
	8%	5,6%	6,8%	8,4%	11,5%	16,2%
		Доходность всех активов (100%)				

Рис. 6.2. С помощью стратегии «портфеля-штанги» вы добьетесь доходности выше средней, сохраняя разумную диверсификацию активов

Давайте рассмотрим два примера, в которых по итогам 10 лет были достигнуты абсолютно противоположные результаты.

В худшем случае. Если вы вложили 20% активов в бизнес, стоимость которого через 10 лет упала до нуля (-100%), и доходность ваших индексируемых активов составляла 6% годовых на протяжении того же периода, то совокупная доходность всех активов все равно положительна и составляет 3,7% без учета возможных утечек. Значит, вы разумно распределили свой капитал и вложили в бизнес с высокими рисками лишь 20% активов. Кроме того, вы не тратали свои накопления, а инвестиции в индексные инструменты (80%) приносили доход, достаточный для покрытия убытков от бизнеса.

В лучшем случае. Если доходность ваших активов в индексных фондах составляла 8% годовых, а доходность актива роста — 30% годовых, то по итогам 10 лет совокупная доходность составит 16,2% (без учета возможных утечек). Единственное обстоятельство, которое не нашло отражения в таблице, заключается в том, что через 10 лет, несмотря на высокую доходность индексных фондов, актив роста составит не 20%, а 57% портфеля. Вы очень быстро увеличиваете свое состояние и вместе с ним риски, связанные с высокой концентрацией одного актива в инвестиционном портфеле. На этом этапе следует подумать о сокращении доли актива роста в портфеле и для его балансирования переместить часть доходов на другой конец штанги.

КЛЮЧЕВЫЕ ФАКТОРЫ УСПЕХА СТРАТЕГИИ «ПОРТФЕЛЯ-ШТАНГИ»

1. Правильный выбор актива роста.
2. Определение доли капитала для вложения в актив роста.
3. Изменение стратегического распределения активов с учетом повышения концентрации актива роста.

1. Правильный выбор актива роста

Для того чтобы вложить 20% или менее своих средств в «растущую» часть штанги, сначала нужно определить подходящий тип актива роста. У вас есть два пути.

Учредить, купить или руководить

Некоторым удастся продать значительную долю в бизнесе и продолжать по-прежнему руководить своей компанией. Это замечательная возможность для тех, кто сможет ею воспользоваться. С одной стороны, активы диверсифицированы, с другой — люди управляют бизнесом, который очень хорошо знают. Они знают своих сотрудников, клиентов, поставщиков и конкурентов. Они знают структуру цен, законы и правила. Они разбираются в тонкостях своего бизнеса и умеют решать возникающие проблемы.

Однако большинство не столь удачливо. После продажи своей доли приходится приобретать либо учреждать новую компанию. Если вы приобретаете новую компанию, то чем менее знакома вам сфера деятельности, тем выше предпринимательские риски. Новички, как правило, переоценивают свои способности. Если вы хотите, чтобы у вашей компании был определенный потенциал, помните о том, что новый проект должен соответствовать вашим возможностям и знаниям. Придерживайтесь того, что знаете.

Раз за разом я наблюдаю одну и ту же ситуацию: успешные топ-менеджеры превращаются в венчурных капиталистов. Но, несмотря на многолетний опыт, нередко их навыки и знания не соответствуют тому, что нужно.

Продолжить работу

Если у вас высокооплачиваемая работа, то не обязательно инвестировать капитал в актив роста (например, в бизнес). Многие продолжают карьеру в компании после продажи своей доли или уходят на другое предприятие. Работая в крупной организации, они в качестве поощрения получают фондовые опционы, акции с ограничением и другие формы оплаты труда с отложенным налогообложением. Стоимость этих активов со временем может значительно вырасти без дополнительных капиталовложений.

Юристы, врачи и стоматологи редко продают свой бизнес. Они ежегодно откладывают часть заработка и управляют накоплениями, наблюдая за ростом активов. Чем дольше они остаются в высокооплачиваемой профессии, тем солидней их сбережения.

Если вам нравится то, чем вы занимаетесь, продолжайте работать после шестидесяти, семидесяти или восьмидесяти лет. Делайте это ради удовольствия и дополнительного дохода. Хотите больше свободного времени? Не уходите на пенсию. Просто сократите свое рабочее время и начните тратить сбережения, чтобы покрыть разницу в доходах. Вы почувствуете себя гораздо счастливее и не будете испытывать финансовых трудностей.

Самое важное — это использовать для достижения желаемой цели свои знания, опыт, мудрость, личные и профессиональные связи. Вы можете связать новый этап своей жизни с тем, что вам действительно доставляет удовольствие, в чем вы разбираетесь и где можете использовать свой опыт. Это позволяет зарабатывать на жизнь и сокращает зависимость от инвестиционных доходов.

2. Определение доли капитала для вложения в актив роста

Основное отличие состоятельного человека в том, что он может позволить себе больший финансовый риск, чем другие. Например, со ста миллионами рисковать безопасней, чем с одним.

Тем не менее, чем выше риски бизнеса, в который вы хотите вложить капитал, тем меньше активов (в процентном отношении к их общему количеству) следует инвестировать независимо от размера вашего состояния. Возможно, вы придумали новый продукт или услугу либо хотите организовать производство нового лекарства. Но, если ваш бизнес не оправдает себя, а вы вложили в него все свои активы, у вас не останется возможности попробовать силы еще раз.

Так что же делать? Если вы готовы разместить 20% активов на правом высокодоходном конце штанги, а шансы на успех составляют один к четырем, то для начала вложите в него лишь 5% своего капитала. Если вы проиграете, у вас останутся средства, чтобы попытаться еще раз «откусить от пирога» без серьезного ущерба для своего состояния.

Кроме того, принимая решение относительно финансирования какого-либо бизнеса, учитывайте свой возраст. Если вы инвестируете значительную часть активов, когда вам пятьдесят и больше, то при неудачном стечении обстоятельств вы вряд ли восстановите свое финансовое положение. На пенсии придется вести более скромный образ жизни, чем вы планировали. Но если вам немногим более тридцати, в той же самой ситуации у вас будет достаточно времени, чтобы к пенсии поправить свое состояние.

Отступление 6.1. Плюсы и минусы финансового рычага

Практически у каждого, кто имеет приемлемые для инвестиций активы, есть заемные средства или другой вид финансового рычага (левериджа). Это может быть кредит по пластиковой карте или ипотечный кредит, сюда же попадают подлежащие уплате налоги, заемные средства компании, ссуды под ценные бумаги и производные ценные бумаги. Если все идет хорошо, то финансовый рычаг может быть очень полезен. Но в трудные времена он провоцирует преждевременную продажу активов и, что еще хуже, появление корреляции между активами, которые в иной ситуации никак не связаны. Эффективным способом увеличить доходы либо защитить свое состояние от негативных последствий

слишком большого объема заемных средств является тщательный анализ ваших обязательств в балансовом отчете.

Самая опасная форма левеиджа — это *долги с правом оборота*, для погашения которых может быть использовано все ваше имущество. Если вы нарушите условия займа, то кредитор имеет право наложить арест на любые ваши активы. На таких условиях частным лицам предоставляется большинство займов (кроме ипотечных кредитов). Если у вас не хватает средств рассчитаться с кредиторами, то, возможно, придется продавать активы по заниженным ценам.

К негативным последствиям могут привести даже *займы без права оборота*. В их условиях, например в первой ипотеке, ясно указывается вид обеспечения — дом или автомобиль. В диверсифицированном портфеле могут находиться два класса активов, скажем, прямые инвестиции и недвижимость, для покупки каждого из которых использовались отдельные кредиты без права оборота. В *обычных* условиях стоимость одного актива может оставаться стабильной в то время, как стоимость другого — падать. Эти активы не связаны, однако при использовании заемных средств общее изменение процентных ставок по кредитам одновременно скажется на обоих.

Кроме того, финансовый рычаг в инвестиционном портфеле может быть скрытым. Если инвестиционный менеджер покупает акции компании с большой долей заемных средств, то он создает в портфеле клиента левеидж. Однако инвестор видит в своем портфеле только акции, а не долги компаний. Если ожидания менеджера оправдываются и компания развивается, то ее акции также растут, даже несмотря на то, что совокупная стоимость акций компании и ее долгов (стоимость бизнеса) увеличивается не намного. Тем не менее возможна и обратная ситуация, а это значительно увеличивает риск портфеля.

Небольшой заем на выгодных условиях может сослужить хорошую службу. Например, ипотечный кредит в один миллион долларов на ваш первый и/или второй дом снижает налогооблагаемую базу на сумму процентов по кредиту. Более того, процентные ставки по ипотечным кредитам гораздо ниже, чем ставки по другим видам потребительских кредитов, а сами кредиты предоставляются без права оборота. Сейчас я выплачиваю ипотечный кредит сроком на 30 лет с фиксированной ставкой. Я не стал связываться с плавающей, так как хочу чувствовать себя уверенно и точно знать, какую сумму буду платить.

С использованием заемных средств почти всегда связаны значительные риски. Наличие финансового рычага может сильно сократить вашу способность реагировать на резкие положительные или отрицательные изменения. Кроме того, левеидж может стать причиной неконтролируемых процессов, в результате которых ваше состояние, накопленное за

несколько десятилетий, будет быстро разрушено. Периодически по этой причине разваливаются хедж-фонды. Однако пострадать могут и индивидуальные инвесторы. Подобная участь ждет игроков на жилой недвижимости, когда развитие жилищного рынка замедлится по сравнению с текущими темпами. Когда это произойдет, они будут вынуждены продавать свою собственность едва ли не за бесценок.

3. Изменение стратегического распределения активов с учетом повышения концентрации актива роста

Как правило, финансовые консультанты распределяют 80% активов, находящихся в левой части штанги, без учета роста концентрации активов роста, в которые вложены 20% вашего капитала. Следовательно, если вы работаете или управляете бизнесом, то вам необходимо корректировать распределение своих диверсифицированных активов. Например, если вы периодически вкладываете средства в недвижимость, то их можно направлять на достижение целевой концентрации недвижимости, а не вкладывать в инвестиционные трасты недвижимости. А если вы работаете в банке или индустрии ценных бумаг, то, возможно, стоит подумать *о сокращении доли акций*. Тогда убытки по инвестициям не возникнут в тот момент, когда по тем же самым причинам появятся трудности у вас на работе. Наконец, если на вашу работу не влияют экономические спады (например, у вас свое похоронное бюро, вы стоматолог или налоговый бухгалтер) и ваш заработок отличается такой же стабильностью, как и облигации, то можно спокойно вложить *больше средств в акции*.

ЕЩЕ НЕСКОЛЬКО СЛОВ О СТРАТЕГИИ «ПОРТФЕЛЯ-ШТАНГИ»

Даже если размер вашего состояния позволяет вам полностью посвятить себя инвестированию, подумайте хорошенько, хотите ли вы этого на самом деле. Я встречал множество людей, которые бросили работу или продали бизнес, чтобы заниматься активным инвестированием. В конце концов все они приходили к двум взаимосвязанным выводам: «не умеешь — не берись» и «каждый должен заниматься своим делом». Стратегия «портфеля-штанги» подходит тем, у кого есть деловая хватка или кто сделал успешную карьеру.

Стратегия № 3. Активное альфа-инвестирование

Слова «активный» (читай «агрессивный») и «альфа» (читай «первый») говорят о том, что третья стратегия — это стратегия красных «Феррари». Активное альфа-инвестирование подразумевает сочетание традиционных инструментов (акций и облигаций) с альтернативными инвестициями, обладающими высокой потенциальной доходностью и риском (прямые инвестиции, венчурный капитал, сырьевые товары, недвижимость и хедж-фонды).

Большинство людей с такими портфелями купились на рекламную пустышку, но думают, что у них «Феррари». Они хотели попасть в Тайное общество, но вместо этого очутились в Заколдованном лесу. Из тысячи вкладчиков, блуждающих по Заколдованному лесу, примерно двести используют индексную стратегию в Инвестиционном кибуце и только 150 реально увеличивают свое состояние с помощью активного инвестирования.

Лишь немногим «активистам» удастся ощутимо обойти тех, кто использует индексирование. При этом они тратят несравнимо больше усилий.

Активный менеджмент сильно напоминает восхождение на горную вершину. Возможно, альпинисты стремятся покорить Эверест по тем же самым причинам, что и активные инвесторы фондовый рынок: они воспринимают эту задачу как вызов своим способностям! Принять вызов и одержать победу — вот что ими движет.

ЧТО МОЖНО ОЖИДАТЬ ОТ АКТИВНОГО АЛЬФА-ИНВЕСТИРОВАНИЯ?

Благодаря активному управлению доходность инвестиций может составлять 10–15% годовых независимо от экономической ситуации и рынков, в которые осуществляются капиталовложения. Самое важное в реализации этой стратегии — добиться того, чтобы доходность оставалась немного выше средней в течение долгого времени.

ЛУКАСЫ ИСПОЛЬЗУЮТ АКТИВНУЮ СТРАТЕГИЮ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Десять лет назад я убедил своих близких перейти к активному менеджменту. Активное альфа-инвестирование похоже на стратегию фондов ведущих американских учебных заведений и все большего количества пенсионных фондов. Вы спросите, почему, несмотря на многочисленные преимущества индексирования, мы по-прежнему верны активной стратегии? На это есть несколько причин.

- Мы преследуем долгосрочную инвестиционную цель и управляем семейным состоянием через поколения.
- У нас есть финансовые ресурсы, необходимые для развития инвестиционных навыков.
- Культура нашей семьи способствует реализации этой стратегии.
- У нас есть талантливая команда профессионалов.

Наш стиль инвестирования очень похож на отцовский «плимут валиант» 1965 года: он такой же надежный, отличается постоянством и при этом

не соответствует нашему статусу. Мы не сразу пришли к этому. В 1982-м мы создали семейный офис. Тогда у нас был минимальный опыт инвестирования, два генеральных директора из весьма уважаемых фирм в качестве финансовых консультантов, соглашение об оказании услуг с солидной брокерской фирмой и известным трастовым банком. В 1988 году я учредил товарищество, финансируемое за счет небольшой доли семейных средств, четверть из которых принадлежала лично мне. Это товарищество служило «лабораторией», где мы могли оттачивать свои навыки инвестирования, повышать уверенность в собственных *инвестиционных* способностях, экспериментировать с разными классами активов и вырабатывать основные принципы и эффективные методы активного альфа-инвестирования. Первые несколько лет «лаборатория» работала хорошо, и мы многое узнали об альтернативных инвестициях.

В 1994 году я собрал и проанализировал информацию об основных активах Лукасов. В результате обнаружилось, что доходность инвестиций была ниже доходности даже индексных портфелей. На тот момент мы уже 13 лет занимались инвестированием и 6 лет экспериментировали. Я сумел убедить близких изменить стратегию капиталовложений. Мы поставили перед собой долгосрочную цель: добиваться инвестиционной доходности в 12,5% в годовом исчислении. Еще шесть лет ушло на то, чтобы завершить серьезные изменения, необходимые для реализации новой стратегии.

КАК ОСУЩЕСТВЛЯТЬ АКТИВНОЕ АЛЬФА-ИНВЕСТИРОВАНИЕ

Успех активного инвестирования зависит от трех нижеперечисленных ключевых факторов.

1. Стратегическое распределение активов на основе правильного выбора традиционных и альтернативных инструментов.
2. Работа с профессионалами.
3. Динамическое распределение активов для увеличения их стоимости.

В качестве фундамента активного инвестирования выступают семейные ценности и культура, которые обеспечивают структурную целостность в долгосрочной перспективе. Крышей служит эффективное управление утечками (контроль затрат). Схематически активное инвестирование изображено на рис. 6.3.

Предположим, над вашей головой прочная крыша, а под ногами крепкий фундамент. Давайте подробно рассмотрим три фактора успеха активного инвестирования, каждый из которых я подробно проиллюстрирую примерами из собственного опыта.

Активное альфа-инвестирование

Рис. 6.3. Для того чтобы стратегия активного альфа-инвестирования работала, необходимо присутствие на своем месте всех указанных компонентов

1. Стратегическое распределение активов на основе правильного выбора традиционных и альтернативных инструментов

Вы уже знаете, что к традиционным инвестициям относятся акции, облигации и денежные средства. А что такое альтернативное инвестирование?

Альтернативное инвестирование — это общий термин, которым обозначают капиталовложения в любые инструменты, за исключением акций, облигаций и денежных средств. К ним относятся прямые инвестиции, венчурный капитал, хедж-фонды, недвижимость, проблемные долги компаний, сырьевые активы и развивающиеся рынки. Альтернативные инвестиции обычно используют для диверсификации портфелей, состоящих из акций и облигаций. В итоге доходность таких портфелей меняется.

Несколько лет назад я провел неофициальное исследование, чтобы понять, какую часть своих активов люди, чье состояние превышает 25 млн долл., инвестируют в альтернативные инструменты. В среднем цифра составила 25%. Однако разброс конкретных значений был довольно широк. Некоторые вообще не имели альтернативных инвестиций. Другие вложили в них больше половины своих активов.

Если вы спросите, почему эти люди вкладывают капитал в альтернативные инструменты, большинство ответит, что они делают это для диверси-

фикации своих портфелей и снижения их волатильности. Однако если вы будете понастойчивей, то многие признаются, что ожидают от своих инвестиций более высокой доходности. Учитывая, что альтернативные инвестиционные инструменты, как правило, обладают меньшей ликвидностью и большим риском, инвестор *должен* рассчитывать на дополнительную доходность своих вложений.

Когда вы сочетаете традиционные и альтернативные классы активов, то, безусловно, у вас гораздо больше возможностей выбора, чем у инвесторов, использующих индексирование. Конечная цель активного инвестирования ничем не отличается от цели индексной стратегии. Если вы хотите использовать активное альфа-инвестирование для управления своими активами, возможно, вас заинтересует более подробная характеристика каждого класса альтернативных инструментов.

ПРЯМЫЕ ИНВЕСТИЦИИ И ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ

Прямые инвестиции представляют собой капитал, вложенный в частную компанию. Иногда стоимость приобретаемой компании может достигать до нескольких миллиардов долларов. Такие сделки осуществляются за счет незначительного собственного капитала и с привлечением большого объема заемных средств. В других случаях прямые инвестиции используются для финансирования новых или развивающихся компаний, которые приносят убытки. Капитал, инвестируемый в такие компании, называется венчурным и, как правило, является единственным видом финансирования.

Насколько разумны прямые инвестиции? Стивен Каплан, профессор предпринимательства и финансов Чикагского университета, и его коллега Антуанет Шоар, старший преподаватель финансового дела в Школе менеджмента Слоуна, опубликовали работу, в которой оценивается эффективность прямых инвестиций (выкупы за счет кредита и венчурный капитал) с 1980 по 2001 год по сравнению с эффективностью инвестирования в индекс S&P 500. Они пришли к выводу, что доходность прямых инвестиций (за вычетом комиссионных сборов) в среднем равна доходности индекса S&P 500².

Многие инвесторы полагают (и некоторые статистические данные это подтверждают), что прямые инвестиции можно использовать для диверсификации портфеля ценных бумаг и что они способны снизить его рисковые показатели. Я с этим не согласен. Большинство портфелей прямых инвестиций ведут себя так же, как и портфели свободно обращающихся акций, с тремя отличиями: они связаны с небольшими компаниями со значительной долей заемных средств и обладают низкой ликвидностью. Эти факторы увеличивают риски прямых инвестиций и затрудняют определение стоимости, но не делают их привлекательными с точки зрения диверсификации инвестиционного портфеля. Следовательно, от прямых инвестиций следует ожидать более вы-

сокой доходности по сравнению со свободно обращающимися акциями, однако для диверсификации портфеля они не подходят.

Менеджеры обычно взимают с клиентов комиссию в размере 2–2,5% инвестируемого капитала в год. Плюс ко всему они забирают себе 20–30% полученной прибыли. По данным Каплана и Шоар, в среднем доходность прямых инвестиций и венчурного капитала до уплаты комиссий действительно ощутимо выше доходности индекса. Однако эта разница практически полностью идет в карман менеджеру. А если учесть высокие риски и неликвидность прямых инвестиций, то инвестору такие вложения и вовсе невыгодны. Вы рискуете, а менеджер получает деньги!

Каплан и Шоар пришли еще к двум выводам. Во-первых, прямые инвестиции демонстрируют значительно более широкий разброс вокруг средних значений, чем инвестиции в свободно обращающиеся акции. Иными словами, венчурные менеджеры в верхней квартили имеют доходность намного выше средней и делятся прибылью с клиентами. Менеджеры нижней квартили имеют доходность намного ниже средней, но все равно получают свои комиссионные.

Таким образом, основной риск прямых инвестиций заключается не в волатильности этого класса активов или в его корреляции с акциями. Самый серьезный риск связан с выбором правильного менеджера, чего не удается сделать 75% инвесторов!

Во-вторых, на рынке прямых инвестиций для менеджеров характерна стабильность результатов. Другими словами, менеджеры, инвестирующие капитал с высокой эффективностью, скорее всего, и в дальнейшем будут работать с такой же отдачей. Это значит, что надпись мелким шрифтом «Прошлые достижения не являются индикатором будущих результатов» в данном случае не совсем справедлива.

Индивидуальному инвестору крайне сложно *постоянно* попадать в высокодоходные фонды прямых инвестиций (даже через фонд фондов). Ведущие институциональные вкладчики могут себе позволить лучших специалистов. У них налажены связи с венчурными менеджерами и менеджерами прямых инвестиций. Вдобавок они все общаются между собой. Инвестиционный директор некоей компании находит высокодоходный фонд, делает пару телефонных звонков — и вопрос улажен. Индивидуальным инвесторам на это рассчитывать не приходится.

ХЕДЖ-ФОНДЫ

Хедж-фонды нельзя в полном смысле считать отдельным классом активов. Они представляют собой группу относительно слабо регулируемых пулов капитала, которые взимают процент с генерируемой ими прибыли. Хедж-фонды инвестируют в разнообразные классы активов, в том числе в акции и облигации. Многие из них занимаются короткой продажей активов, поп-

росту говоря, ставят на то, что стоимость этих активов упадет. Таким образом, у менеджера есть возможность зарабатывать и в случае роста ценных бумаг (длинный хедж), и в случае их падения (короткий хедж). Хедж-фонды могут использовать для покупки активов заемные средства и вкладывать капитал в альтернативные инструменты, включая прямые инвестиции. Так как они делают значительные вложения в неликвидные активы, то их гибкость на быстро меняющихся финансовых рынках снижается. Если вы захотите забрать свои средства из такого фонда, на это уйдет много времени.

Хедж-фонды славятся так называемыми большими хвостами. Так обозначают стратегии, которые могут работать годами, а затем неожиданно привести к провалу. Когда фонд одновременно теряет деньги на длинных и коротких позициях, а ситуация в целом усугубляется неликвидностью активов и необходимостью выполнять долговые обязательства, он разваливается. В этом случае фонд может потерять половину своей стоимости буквально за несколько месяцев. Инвестиции в хедж-фонды с «большими хвостами» более рискованны, чем кажется на первый взгляд.

Некоторые хедж-фонды придерживаются одной инвестиционной стратегии. Другие постоянно ее меняют в зависимости от предоставившейся возможности. Большинство менеджеров управляют своими портфелями агрессивно, что делает их относительно неэффективными с точки зрения налогообложения. Изначально предполагалось, что хеджевые фонды будут использовать длинные и короткие позиции, а также различные стратегии хеджирования, т. е. снижения инвестиционного риска, и в то же время участвовать в росте рынка. Несомненно, это похвальная цель, однако достичь ее не легко. За последние семь-восемь лет объем активов хедж-фондов значительно вырос, и дать им какую-либо общую характеристику довольно трудно. Если вы собираетесь использовать хедж-фонды, то обязательно как можно больше узнайте об инвестиционной стратегии выбранного учреждения.

Несмотря на популярность хедж-фондов, наша семья редко делала в них инвестиции. Во-первых, лишь немногие менеджеры могут добиться положительной альфы *за вычетом комиссионных и налогов*. Во-вторых, на сравнительный анализ этих фондов уходит столько времени, что, когда приходишь к решению, момент уже упущен. Усиление конкуренции лишь усугубило проблему выбора. Десять лет назад в немногочисленных хедж-фондах участвовал лишь узкий круг опытных инвесторов. Сегодня на рынке — тысячи фондов, под управлением которых находится свыше 1 трлн долл.

Получить объективную информацию о результатах хедж-фондов крайне трудно, так как не существует единых критериев оценки. Инвестиционные стратегии разных фондов могут сильно отличаться друг от друга, как, впрочем, и стратегии, используемые одним и тем же хедж-фондом. Ясно одно: если фонд на протяжении пяти или десяти лет показывал высокую доходность, то попасть в него новым инвесторам очень сложно. Инвесторы хотят вкладывать средства

в инструменты с высокой доходностью и низкой волатильностью, т. е. чтобы и волки были сыты, и овцы целы. Если хедж-фонд работает так, как обещают в рекламе (хотя хедж-фондам запрещено ее использовать), он может служить прекрасным способом диверсифицировать портфель инвестиций. Существуют сравнительные базы данных о доходности хедж-фондов, однако доверять им ни в коем случае не следует. Никто не заинтересован в открытом доступе к информации о себе: кто-то не хочет привлекать к себе излишнее внимание, кто-то не хочет отпугивать потенциальных клиентов.

Так или иначе, вам вряд ли удастся получить доступ в хороший фонд, публикует он информацию о себе или нет. В 2004 году группа талантливых менеджеров покинула Harvard Management Company и учредила свой хедж-фонд. Они не ездили по стране, не встречались с потенциальными акционерами, не беседовали с финансовыми консультантами. Они не выступали на конференциях, посвященных альтернативным инвестициям. Harvard Management Company согласилась быть основным инвестором их фонда, и еще до того, как он начал работать, его активы составляли несколько миллиардов долларов, принадлежащих небольшой группе крупных институциональных инвесторов. Если вы не принадлежите «узкому кругу» инвесторов и не можете подписать чек на восьмизначную сумму, у вас нет ни единого шанса попасть в такой фонд.

НЕДВИЖИМОСТЬ

Инвестиции в недвижимость могут быть такими же разнообразными, как и в хедж-фонды. Дома, гостиницы, квартиры для сдачи в аренду, свободная земля, офисные здания и промышленные объекты — выбирай не хочу. Менеджеры тоже все разные. Одни приобретают и арендуют только очень высококачественные объекты с обеспеченными жильцами. Другие застраивают пустую землю, разбивают на ней парки и создают жилые кварталы. Третьи занимаются реконструкцией замороженных или пустующих объектов. Выбор менеджера будет зависеть от вашей стратегии, ожидаемой доходности инвестиций в недвижимость и их показателей риска.

Обычно недвижимость считается инфляционным хеджем. Однако в последние десять лет темпы инфляции были умеренными, а цены на жилье стремительно росли. Имейте в виду, что если цены на недвижимость могут взлететь при низкой инфляции, то за высокой они могут не успеть.

Для покупки недвижимости часто используются заемные средства, что усугубляет инвестиционный риск. Если процентные ставки значительно вырастут и/или условия кредита станут жестче, стоимость недвижимости может упасть. Снизится она даже в том случае, если покупка финансировалась за счет кредита с фиксированной процентной ставкой. Потенциальным покупателям такой собственности будет сложнее привлечь кредит и придется

больше за него заплатить. В результате чистый денежный поток сократится, даже если доходность сохранится. Низкий денежный поток негативно скажется на оценке стоимости актива. Безусловно, ситуация может развиваться и по обратному сценарию.

На этом рынке самое главное — местоположение. «Оценивать состояние рынка в конкретном месте» — значит изучать транспортные маршруты людей, знать, где они делают покупки, иметь представление о количестве свободных объектов и условиях аренды в данном районе. Информация о том, на какой стороне улицы жители имеют лучший доступ к школам и не была ли теперь уже *ваша* земля загрязнена прежним владельцем, разрешение на реконструкцию от соседей — это далеко не полный перечень необходимых менеджерам сведений и документов.

Многие инвестируют капитал в недвижимость, считая ее безопасной и надежной альтернативой высококачественным облигациям с дополнительными преимуществами в виде защиты от инфляции и снижения подоходного налога амортизационных отчислений. Если вам нужен именно такой актив, то при его покупке лучше обойтись без заемных средств.

Кто-то предпочитает делать вложения в недвижимость с расчетом на повышение ее стоимости. Во Флориде есть округ Колье, названный в честь семьи, которая выкупила гигантскую территорию, которую все считали безнадежным болотом. Сейчас здесь сплошь апельсиновые рощи и овощные фермы. Севернее, в Иллинойсе, Айове и Индиане, несколько семейств владеют тысячами гектаров земли. Они сдают ее в аренду фермерам, выращивающим кукурузу и сою. На юго-западе, в Фениксе, Лас-Вегасе и Санта-Барбаре, большинство инвесторов в недвижимость за последние 25 лет получили высокую прибыль благодаря бурному демографическому росту в регионе. На северо-востоке предпочитают приобретать недвижимость в старых промышленных городах. Там ее можно недорого купить, отремонтировать, сдать в аренду или выгодно продать.

Все эти характеристики сильно различаются, поэтому огромное значение имеет квалификация тех, кто занимается вашей собственностью. Если доходность объекта недвижимости напрямую зависит от их труда, то этот аспект также необходимо включить в анализ капиталовложений. Успех ваших инвестиций зависит не только от состояния рынка, но и от профессионализма консультантов.

ПРОБЛЕМНЫЕ ДОЛГИ КОМПАНИЙ

Когда у компании начинаются трудные времена, стоимость ее акций обычно снижается, так как потенциальные покупатели не спешат их приобретать, а держатели стремятся продать. До 1980-х гг. большая часть корпоративных долговых обязательств, особенно небольших и средних компаний, принадлежала банкам, у которых не было возможности их быстро продать в случае

необходимости, однако имелось и преимущество. Если компания не выполняла своих обязательств, можно было получить контроль над ней, реструктурировать или ликвидировать. В 1980-х сфера проблемных долгов компаний изменилась благодаря Майклу Милкену и его фирме Drexel Burnham. Они создали то, что сейчас называется рынком «бросовых» долговых обязательств. Они убедили институциональных инвесторов, что на долговом финансировании компаний с низкой кредитоспособностью можно хорошо заработать, а также помогали им продавать и покупать долговые обязательства на публичных ликвидных рынках ценных бумаг точно так же, как акции. Кроме того, Милкен убедил компании, что Drexel может найти для них более дешевое финансирование, чем в банках. Когда компании, финансируемые таким образом, стали сталкиваться с неизбежными трудностями, возник рынок проблемных долгов.

Сотрудники Drexel стали настоящими экспертами в области оценки долговых обязательств. Многие из них также хорошо разбирались в законодательстве о банкротстве и могли вычислять, когда продавцы проблемных долговых обязательств настолько «уставали» от компаний, которые они финансировали, что были готовы продать свои активы по заниженной цене. Тут профессионалы бросались скупать эти долги в расчете на то, что в будущем они будут стоить гораздо больше. В одних случаях они стремились получить контроль над компанией в стадии банкротства. В других анализ показывал, что компания никогда не станет банкротом, будет продолжать выплачивать проценты по своим обязательствам и постепенно обретет прежнее стабильное финансовое положение.

В полную силу Милкен развернулся в 1989 году, когда Конгресс США создал Трастовую корпорацию по урегулированию, которая осуществляла контроль и продажу кредитных портфелей сберегательных и кредитных учреждений, испытывающих финансовые трудности. Это нововведение вместе с экономическим спадом 1991 г. сыграло на руку тем, кто занимался скупкой долговых обязательств. Инвесторы стремились продать свои активы, а специалистов, которые умели анализировать долговые обязательства, не хватало. Более сведущие скупали долги компаний по заниженной цене в расчете на то, что впоследствии их стоимость вернется к реальному уровню. Через несколько лет кризис миновал, и инвестиции принесли солидную прибыль.

В 1990-е годы рынок проблемных долгов продолжал развиваться. Банки обнаружили, что инвесторы были готовы приобретать по определенной цене сомнительные задолженности, которые висели на их балансе. Они считали, что гораздо выгоднее продать эти долги, чем начинать сложную процедуру банкротства и реструктуризации. «Бросовый» рынок продолжал расширяться, готовя почву для следующей катастрофы на рынке долговых обязательств. Кризис разразился в 2001–2002 гг., но, как всегда, наиболее предприимчивые оказались в выигрыше.

Инвестиции в проблемные долги — занятие не для слабоверных. Иногда инвестор может заработать очень много, однако в 1993–2001 гг. рынок долговых обязательств был не слишком привлекательным. Инвестиции в этот класс активов обладали высокой доходностью, когда фондовый рынок испытывал трудности, но сегодня их можно использовать только для диверсификации инвестиционного портфеля.

РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ

Развивающиеся рынки — область куда более сложная, чем проблемные долговые обязательства. Для успеха здесь вам потребуется аналитический инструментарий, доступный инвесторам этих стран. Кроме того, придется преодолеть языковой барьер, различия в культуре, бухгалтерском учете, законодательстве и пр.

Как правило, в диверсифицированный портфель ценных бумаг входят акции стран Центральной и Восточной Европы, Ближнего Востока, Латинской Америки, Азии и Африки. Многие развивающиеся рынки, на которых уже сформировались свои фондовые рынки, растут более быстрыми темпами, чем рынки США и Западной Европы. Размещая капитал в этих странах, инвесторы надеются выиграть от этого роста, а также рассчитывают на то, что национальные валюты будут укрепляться по отношению к доллару США и, таким образом, станут еще одним источником дохода.

Для акций компаний на развивающихся рынках характерна высокая волатильность. При изучении доходности тринадцати основных классов активов с 1993 по 2004 г. выяснилось, что за десять лет из двенадцати доходность акций развивающихся рынков была либо одной из самых высоких, либо одной из самых низких. Тем не менее с 1995 по 2004 год доходность этих активов оказалась самой низкой в группе³. Таким образом, инвесторы вкладывали капитал в инструменты с высокой волатильностью (риском) и низкой доходностью.

Некоторые развивающиеся страны, например Китай, Индия и в определенной мере страны третьего мира, оказывают все большее влияние на мировую экономику. На долю Китая приходится более 25% мирового потребления алюминия, стали, железной руды и цемента, хотя его внутренний валовой продукт составляет лишь 4% мирового ВВП. Ежегодно вузы Индии выпускают вдвое больше инженеров, чем США и Западная Европа вместе взятые. Китай и Индия используют огромное количество мировых ресурсов и производят огромное количество товаров.

Нельзя исключать, что в ближайшее десятилетие инвестиции в развивающиеся страны станут более доходными. Однако скорей всего эти рынки еще долго останутся нестабильными.

СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

Столетиями цены на большинство сырьевых товаров неуклонно падали, по мере того как рост производительности труда снижал затраты на производство. Даже растущий спрос на сырье не остановил это падение. В последние годы наблюдается обратная тенденция, особенно это касается энергоносителей и золота. Означает ли это фундаментальный сдвиг, или мы стали свидетелями циклического возврата цен, который отражает общую экономическую активность?

Не так давно нефть стоила 10 долл. за баррель. Дешевая энергия осталась лишь в воспоминаниях. На протяжении ряда лет крупнейшие энергетические компании с трудом восполняли свои запасы за счет новых месторождений нефти и газа. Но вместе с ростом мирового рынка и экономик развивающихся стран (Китай, Индия, Корея и Бразилия) потребление энергии увеличивается быстрее. Некоторые считают, что вот-вот разразится кризис. Я так не думаю.

В 1970-х некоторые эксперты прогнозировали, что на планете настанет голод, особенно в некоторых регионах Азии и Африки. При быстром росте населения пахотная земля по-прежнему остается ограниченным ресурсом. Однако сегодня сельское хозяйство производит как никогда много благодаря обновленному семенному фонду и революционным технологиям обработки почвы. Основная причина голода не экономическая, она — в национализме, этнических конфликтах, крайней бедности населения и т. д.

Если пристальнее взглянуть в энергетический рынок, то можно заметить схожие черты. Благодаря новым технологиям и научным достижениям мы скоро сможем использовать топливные элементы на основе водорода, который является практически неограниченным источником энергии. В Канаде начнется разработка нефтеносных песков, невыгодная при стоимости нефти 10 долл. за баррель, но которая обещает приносить высокую прибыль при цене в 60 долл. С другой стороны, высокие цены заставят нас приобретать более экономичные автомобили. Энергетическая отрасль меняется. Например, некоторые электростанции, которые работали на нефтепродуктах, сегодня, с появлением более дешевых и чистых технологий, переходят на каменный уголь.

Колебания цен на сырьевые товары будут продолжаться и дальше, однако рынок будет уравнивать спрос и предложение. Благодаря конкуренции и новым технологиям цены перестанут расти, а качество сырья улучшится.

Итак, как заработать на сырьевых товарах? Предприимчивые инвесторы играют на разнице цен. Лишь немногие покупают и продают золото, пшеницу, природный газ, шерсть, свиные ножки или медь. Большинство приобретают финансовые инструменты, которые следуют за движением цен на определенные сырьевые товары, либо вкладывают средства в компании по их производству. Эти ценные бумаги часто ведут себя не так, как акции или облигации,

поэтому они считаются хорошим инструментом диверсификации инвестиционного портфеля. В отличие от неликвидности сырьевые активы ликвидны, их легко продать или купить. Это качество особенно ценно, если вы хотите использовать активное тактическое распределение активов.

ЗАКЛЮЧИТЕЛЬНЫЕ КОММЕНТАРИИ ОТНОСИТЕЛЬНО АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

В умелых руках альтернативные инвестиции могут быть мощным оружием, однако неопытному человеку легко пораниться.

Наша семья держит около половины активов в альтернативных инструментах. И это не предел. За последние 15 лет их количество медленно, но стабильно росло. Мы изучаем эти инвестиционные инструменты и анализируем стратегии различных менеджеров. Иногда мы наблюдаем за каким-либо менеджером несколько лет и лишь после этого доверяем ему свои активы. Мы создали систему выработки нестандартных решений и проведения всесторонних проверок. Мы тщательно взвешиваем соотношение риск/доходность отдельных фондов и классов активов, чтобы наш портфель обладал высокой доходностью и приемлемой волатильностью. Один из хедж-фондов, в который мы вложили капитал, развалился; доходность ряда наших прямых инвестиций, объектов недвижимости и фондов на развивающихся рынках оказалась ниже, чем мы ожидали. С другой стороны, благодаря альтернативным инвестициям мы получали довольно высокие доходы, добились лучшей диверсификации и более низкой волатильности. В целом мы довольны достигнутыми результатами, однако по ночам мы спим не так спокойно.

Познакомившись с альтернативным инвестированием, вы, возможно, захотите разместить средства в *фонде фондов*. Эти организации вкладывают активы в другие инвестиционные фонды. Обычно они специализируются на каком-то одном классе активов. На рынке существуют фонды хедж-фондов, фонды фондов прямых инвестиций и недвижимости. Даже некоторые взаимные фонды являются фондами фондов.

Недавно мы обратились за услугами к менеджеру фонда фондов. Это позволит нам широко диверсифицировать свои инвестиции в молодые компании. Мы рассчитываем, что он сможет разместить наши средства в высокодоходных венчурных фондах, а его комиссия относительно невелика. Остается проверить, оправдаются ли наши ожидания.

Собираясь вкладываться в фонд фондов, нужно четко понимать, что вы лишитесь информации из первых рук и прямого контакта с менеджерами фондов, так как с вами и другими инвесторами работает посредник. Вы не общаетесь напрямую с теми, кто управляет вашими активами, и не получаете от них информацию на квартальных и годовых собраниях, а это два ключевых преимущества, необходимых при активной стратегии. Кроме того, ме-

неджер фонда фондов взимает дополнительные комиссионные помимо вознаграждения, выплачиваемого менеджерам базовых фондов.

2. Работа с профессионалами

При выборе менеджера ориентируются на его послужной список. Но лично я интересуюсь им в *последнюю* очередь. И вот почему.

Прошлые достижения не гарантируют завтрашних успехов. Чтобы проверить этот тезис, я попросил компании U.S. Trust и CTC Consulting Inc. собрать для меня информацию и проанализировал ее с учетом данных Morningstar Inc.⁴ Мы отобрали 25% фондов, продемонстрировавших наивысшую доходность за пятилетний период с 1997 по 2001 год. Затем я собрал данные о работе их менеджеров в последующие три года (2002–2004) и сопоставил их с восьмилетними результатами остальных менеджеров, инвестирующими в акции. Если результаты «лучших» случайны, то они должны равномерно-

Последующие результаты «лучших» менеджеров в 2002–2004 гг.



Рис. 6.4. Если посмотреть на результаты работы менеджеров, попавших в категорию «лучших» по итогам 1997–2001 гг., то увидим, что по итогам 2002–2004 гг. более половины из них оказались в двух последних категориях, а почти 40% — в категории «худших».

но распределиться по четырем квартилям. Однако, как показано на рис. 6.4, почти 40% «лучших» через три года оказались в квартиле с самой низкой доходностью. Более 50% находились в двух последних квартилях! Если бы в 2002 г. вы выбирали инвестиционного менеджера на последующие три года, то «лучшего» менеджера вы скорее нашли бы в категории «худших» по итогам 1997–2001 гг.

Что касается менеджеров, специализирующихся на альтернативных инвестициях, то здесь противоположная тенденция. Как показывают исследования, прошлые и последующие результаты взаимосвязаны. Однако к тому моменту, когда подходящий специалист наработает внушительный послужной список, он обычно уже не нуждается в новых клиентах.

Итак, что же делать инвестору? Используя многолетний опыт, опросив сотни менеджеров и понаблюдав за их работой, я сформулировал следующие вопросы, которые необходимо себе задать при выборе профессионального управляющего⁵.

- **Могу ли я получить доступ в фонд?** Бессмысленно заниматься менеджером, если вы не сможете купить его фонд. В самом начале я обычно уточняю две вещи: минимальный размер первоначального взноса в тот или иной фонд и заинтересованность менеджера в новых клиентах. Благодаря этим двум критериям количество привлекательных фондов стремительно сокращается. Как правило, оставшиеся — это небольшие, недавно образованные учреждения, которые ищут инвесторов. Иногда солидные фирмы хотят увеличить объем активов за счет привлечения новых клиентов. Ирония в том, что зачастую инвестировать капитал в хорошо зарекомендовавший себя фонд можно лишь в тот момент, когда его менеджер хочет привлечь новые средства для покупки непопулярных активов.
- **Устраивает ли меня подход менеджера к инвестированию?** Потенциальный менеджер должен четко обозначить свою позицию относительно управления рисками, покупки активов, методов увеличения стоимости уже купленных активов, а также должен рассказать мне о своих профессиональных связях, ресурсах и знаниях, которые выделяют его из общего ряда. Кроме того, он должен увеличивать стоимость моих активов с учетом комиссионных и налогов. Эти параметры — своего рода первый тест. Есть ли у менеджера все, что необходимо для управления моими активами? Я хочу это знать. Более того, профессионализм и ресурсы инвестиционной фирмы должны соответствовать ее амбициям, рекомендациям отдельных людей и общественному мнению.
- **Занимает ли менеджер рыночную нишу (и собирается ли в ней оставаться), в которой небольшой размер инвестиционной фирмы является преимуществом?** Рынки альтернативных инвестиций становятся все бо-

лее эффективными. В них закачивается столько капитала, что он выжимает всю сверхприбыль. Однако иногда остаются ниши, которые для крупных институциональных инвесторов слишком малы, и именно небольшие компании могут получить здесь положительную альфу. К сожалению, фирмы, которые начинают работать в этих нишах, часто со временем из них вырастают. Это связано с тем, что инвестиционным компаниям выгоднее увеличивать объем активов, чем добиваться высокой доходности.

- **Уверен ли я, что менеджер сможет эффективно управлять моими активами? Есть ли у него конкурентное преимущество?** Найти привлекательную инвестиционную нишу недостаточно. Необходимо, чтобы в вашем распоряжении был менеджер, компетентный в данной сфере, который сможет извлечь из этого прибыль. С другой стороны, некоторые менеджеры обладают конкурентными преимуществами, которые могут обеспечивать стабильно высокую доходность крупных, широко распространенных классов активов. Я считаю, что вам нужен менеджер с обеими характеристиками.
- **Участвует ли менеджер в капитале фонда?** Я предпочитаю нанимать управляющих, которые заинтересованы в высокой доходности своего фонда больше, чем в получении комиссионных и процента от прибыли. Другими словами, я выбираю «играющих» менеджеров. К сожалению, размер комиссии активного менеджера обычно настолько высок, что она превышает отчисления от дохода, заработанного для клиента. Мне спокойней, когда собственные активы менеджера составляют 5–10% от активов фонда. В этом случае неэффективное управление грозит ему убытками, сопоставимыми по размеру с комиссионными. Это самая серьезная мотивация добросовестного управления доверенным капиталом!
- **Последователен ли менеджер в своих действиях?** Я предпочитаю наблюдать за работой менеджера на протяжении нескольких лет или изучать его результаты. Существуют две противоположные тактики: решительный поиск сделок и терпеливое ожидание нужных контрактов (на нужных условиях). Некоторые из моих управляющих не совершали никаких сделок до двух лет подряд, потому что не видели привлекательных предложений. Другие, несмотря на неудачные переговоры, настаивали на сделках, начинали судебное преследование, меняли законодательство, проводили «неудобные» проверки и манипулировали рынком. Они не упускали ни одной возможности и не останавливались, пока не добились своего. И в том и в другом случае их действия должны отвечать моим интересам.

- **Кто проводит проверку деятельности менеджера?** У институционально-го инвестора есть возможности для проведения тщательной процедуры «дью дилидженс», для того чтобы обезопасить свой капитал, и мы с вами можем этим воспользоваться. Но тех, кто работает в небольших рыночных нишах, проверять некому, поэтому вам придется заняться этим самостоятельно. Для начала изучите, чем занимался потенциальный менеджер раньше, соберите как можно больше отзывов, оцените методы управления рисками и процесс принятия решений. Кроме того, познакомьтесь с партнерами компании, в которой он работает, юрисконсультom, кастодианом, главным брокером и бухгалтерами.
- **Способствует ли система оплаты труда менеджера совпадению ваших интересов?** У каждого менеджера своя система комиссионных, но интересы инвестора редко стоят в ней на первом месте. Я скептически отношусь к схемам, в которых заработки менеджера не зависят напрямую от доходности фонда в долгосрочной перспективе и даже при низкой доходности инвестиций ваш консультант не остается внакладе. Большинство активных менеджеров помимо годовой комиссии, которая составляет не менее 1%, забирают по меньшей мере 20% прибыли клиента. Если фонд управляет 500 млн долл., и его годовая доходность составляет 20%, то... вы сами можете посчитать размер вознаграждения его менеджера. Будьте бдительны. Менеджера, управляющего солидными активами, может устраивать их низкая доходность ввиду привлекательной комиссии. Другой вариант: в погоне за высокими прибылями менеджер может подвергнуть ваши активы чрезмерному риску.
- **Участвует ли менеджер в каком-либо финансовом конгломерате?** Я стараюсь не связываться с такими специалистами. Им приходится выбирать: действовать либо в ваших интересах, либо в интересах своего руководства; продавать вам финансовый продукт своей фирмы либо приобретать через открытую архитектуру другие продукты, от которых вы, возможно, выигрываете. Я не хочу разбираться в подобной схеме вознаграждения, какой бы справедливой они ни была. Это лишняя головная боль.
- **Участвует ли в сделке финансовый посредник?** Сейчас столько желающих вложить куда-нибудь свой капитал, что менеджерам не нужны финансовые посредники для привлечения дополнительных денежных средств. И все же на рынке этих посредников — великое множество. Они могут найти для фонда инвесторов с небольшим капиталом в несколько сот тысяч либо привлечь крупных инвесторов с 5, 20 или 100 млн долл. у каждого. Наша семья подобными услугами практически не пользовалась, но многие обращаются к финансовым посредникам за консультациями и при проведении проверки.

3. Динамическое распределение активов для увеличения их стоимости

Это особый вид тактического распределения активов, иначе говоря, краткосрочное инвестирование денежных средств с целью наращивания стоимости портфеля за счет возможных изменений рыночных условий. Тактическое распределение активов (купля-продажа акций, облигаций и денежных средств) часто называют привязкой к рынку. Однако специалисты считают, что увеличивать стоимость портфеля за счет правильного выбора момента совершения сделок по этим трем классам активов в течение долгого времени невозможно. Я с ними согласен.

Подобно привязке к рынку, динамическое распределение активов подразумевает продажу активов, которые, по вашему мнению, переоценены, и покупку активов, которые недооценены. На этом сходство заканчивается. Наш семейный офис отслеживает изменения в более чем двадцати классах и подклассах активов. И хотя такой анализ увеличивает наши инвестиционные возможности, мы редко их используем. Мы проводим кардинальные изменения портфеля не чаще раза в год, а то и реже. При перераспределении активов мы концентрируем усилия на новом классе активов, скупая его постепенно (от шести месяцев до двух лет). Казалось бы, неудачный инвестиционный ход, ведь стоимость выбранного класса активов продолжает снижаться. Как правило, в тот момент, когда мы скупаем определенный класс активов, большинство его держателей стремятся от него избавиться под воздействием неэкономических стимулов. Иногда стимулы носят регулятивный характер, иногда структурный, а иногда продажи происходят вследствие паники. Безусловно, помимо выбора подходящего класса активов, мы должны найти профессионального менеджера, который будет управлять нашими вложениями.

Я знаю по крайней мере одного человека, который хорошо разбирается в динамическом распределении активов (хотя и называет его по-другому). Его зовут Джордж Сорос. В 1992 году он позволил себе усомниться в способности европейских правительств поддерживать стоимость британского фунта стерлингов. Несколько месяцев напряжение росло, в какой-то из-за Сороса, в какой-то из-за других инвесторов, использовавших его тактику. Чем больше он играл против фунта, тем больше средств приходилось тратить британскому правительству на поддержание стоимости национальной валюты. В конце концов возможности правительства исчерпались, и через несколько часов после прекращения «искусственного дыхания» фунт рухнул.

Европа содрогнулась, курсы остальных европейских валют также упали. Доказав, что цены формирует рынок и рыночные факторы значительно сильнее государственного регулирования, Сорос заработал миллиард долларов. Выбрав в качестве цели британский фунт, Сорос верно определил ситуацию, в которой правительства европейских государств действовали под влиянием неэкономических факторов. Они стремились удержать на одном уровне об-

менные курсы валют, руководствуясь политическими мотивами. Валютные трейдеры знали, что фунт завышен, однако государство препятствовало тому, чтобы на рынке установился его реальный курс. Сорос воспользовался шансом. Когда напряжение достигло своего пика, правительствам пришлось отступить, а Сорос сделал состояние!

Нарисовать радужную картину преимуществ динамического распределения активов легко, однако эта стратегия связана с высокими рисками. По некоторым данным, в 1998 году Сорос потерял 500 млн долл., поставив на японскую йену. Наша семья, применяя эту тактику в отношении гораздо меньших средств, также пережила нелегкие времена, пытаясь правильно распределить свои активы между развивающимися рынками, энергоносителями и акциями компаний, работающих в области высоких технологий.

ПОЛИТИКА, ЭКОНОМИКА, РЕГУЛИРОВАНИЕ, СТРУКТУРНЫЕ НЕДОСТАТКИ, ПАНИКА И ЭЙФОРΙΑ

Вышеупомянутый пример в очередной раз доказывает, что возможность заработать появляется тогда, когда цены или экономические условия меняются быстрее законодательства и рыночной структуры. В некоторых случаях дисбаланс спроса и предложения на определенные классы активов может быть вызван изменениями в восприятии риска инвесторами.

Например, когда в 2002 году по бросовым облигациям случилось больше дефолтов, чем ожидалось (в определенной мере из-за неожиданного краха Enron, Worldcom и Adelphia), народ начал избавляться от облигаций быстрее, чем рынок мог их поглотить. Цены рухнули. Однако те, кто сумел провести необходимый анализ и отделить «пустышки» от недооцененных ценных бумаг, получили редчайший шанс заработать целое состояние.

Иногда выгодная ситуация складывается под влиянием сразу нескольких факторов: политических, экономических и событий, имеющих краткосрочные последствия. В 1997 году цены на нефть упали до 10 долл. за баррель, а на природный газ — до 1,5 долл. за 1000 кубических футов. В первую очередь это было связано с ограниченным спросом на нефтепродукты и тем, что на нефтяном рынке предложение временно превысило спрос. У нефтедобывающих компаний практически не было стимулов разрабатывать новые месторождения. Кроме того, политическая ситуация на Ближнем Востоке и в Латинской Америке в тот период была спокойной.

Затем все изменилось. Комбинация нескольких факторов: рост спроса на топливо в Китае и Индии, усложнение разведки новых месторождений, политическая нестабильность в Венесуэле (основном поставщике нефти в США), застой в нефтеперерабатывающей отрасли США, война в Афганистане и Ираке — привела к пятикратному повышению цен на нефть, и конца этому росту пока не видно.

Эйфория, как и паника, дестабилизирует ситуацию. К появлению на рынке «мыльных пузырей», подобных недавнему «мыльному интернет-пузырю», может привести всеобщее помешательство. В 2000 году рыночная капитализация компании Veritas Software Corporation была равна капитализации компаний Weyerhaeuser, United Airlines, American Airlines и General Motors *вместе взятых!* Сегодня стоимость акций одной лишь General Motors вдвое превышает стоимость Veritas, и это учитывая, что по всем показателям GM демонстрирует слабый рост. Можно привести множество примеров, которые сейчас кажутся абсурдными. Однако алчность и стадное чувство могут без объективных причин взвинтить цены до заоблачного уровня.

Инвестор *может и должен* применять динамическое распределение активов, чтобы купить, продать или даже сыграть на понижение какого-либо класса активов, когда люди покупают или продают по причинам, не связанным с экономической реальностью.

НЕОБХОДИМЫЕ НАВЫКИ

Для того чтобы заработать деньги с помощью динамического распределения активов, необходимы навыки в следующих трех сферах.

- Способность адекватно оценивать риски вне зависимости от действий толпы, приводящих к росту или падению рынка.
- Наличие ликвидных средств в тот момент, когда у конкурентов их нет.
- Наличие механизма использования возможности.

Иногда возможность динамического распределения активов появляется в моменты массового помутнения разума, когда большинство начинает недооценивать риски. Вспомните, как росли акции Enron или интернет-компаний в конце 1999 года. Ничто не предвещало грядущей катастрофы. И, наоборот, иногда люди опасаются рисков, которые на поверку оказываются не такими уж и страшными. В начале века инвестиции в проблемные долговые обязательства считались настоящей лотереей. Однако мы вложили свои средства в этот класс активов, а риск оказался небольшим. Подобные обязательства традиционно считались сферой институциональных инвесторов, но мы решились тоже поучаствовать.

Чтобы динамическое распределение активов принесло положительные результаты, вы должны быть твердо уверены в своих инвестиционных навыках и не бояться использовать ситуации, в которых остальные видят только опасность («покупайте дешево»), и быть достаточно разумными, чтобы не поддаваться всеобщей эйфории, когда всем кажется, что они напали на золотую жилу («продавайте дорого»). Тщательный анализ и смелость необходимо подкреплять достаточным количеством денежных средств. Часто панику на рынке сопровождают ограничения по кредитам и низкие экономические показате-

тели, которые затрудняют быструю продажу и последующую покупку. Одно из преимуществ хорошо диверсифицированного портфеля в том, что в нем всегда найдется ликвидный актив, который можно быстро продать и использовать полученные средства для покупки привлекательного класса активов.

Но даже если у вас есть возможность заработать на рынке и необходимые для этого средства, все равно нужен соответствующий механизм. Наш семейный офис использует в качестве такого механизма денежных менеджеров, так как мы сами не можем качественно оперировать более чем 20 классами активов. Но мы не дожидаемся кризиса, чтобы искать менеджера. У нас есть «скамейка запасных», чьими услугами мы пользуемся тогда, когда возможность динамического распределения активов совпадет с нашими интересами и их опытом.

ОПЫТ НАШЕЙ СЕМЬИ

В ДИНАМИЧЕСКОМ РАСПРЕДЕЛЕНИИ АКТИВОВ

Итак, насколько мы преуспели в динамическом распределении активов? Я сформулирую это следующим образом: мы довольны. Мы адекватно оценивали риски. У нас всегда были необходимые средства, которых не оказывалось у конкурентов, и механизм для использования возможностей. Ну и, конечно, иногда нам просто везло.

Мы вкладывали семейный капитал в долги компаний на развивающихся рынках, акции роста компаний с малой капитализацией, недооцененные акции компаний с большой капитализацией, проблемные долги компаний, облигации, обеспеченные ипотеками, акции компаний энергетической отрасли и прямые инвестиции в азиатские компании. В конце 1980-х — начале 1990-х мы удачно вложили средства в проблемные долги, когда Трастовая корпорация по урегулированию боролась с кризисом сберегательных и кредитных организаций.

В 2001 и 2002 гг. мы снова купили долговые обязательства и выиграли. На тот момент, несмотря на снижение рыночных курсов, у нас было достаточно денежных средств, потому что в 2000 году мы продали большое количество акций роста («продавайте дорого»).

Однако не все тактические ходы приносят успех.

После катастрофы на Азиатском фондовом рынке в 1998 году мы занялись прямыми инвестициями в регионе. Мы думали, что это великолепный момент для инвестиций и что мы нашли суперпрофессионального менеджера. Однако до сих пор неясно, получим ли мы прибыль.

Когда нефть стоила меньше 10 долл. за баррель, мы сделали крупное вложение в хедж-фонд, специализирующийся на энергетической отрасли. Через пару лет, получив очень солидный доход, мы продали эти активы. Но тогда мы не знали о скором росте цен на топливо и, следовательно, активы недодержали.

Динамическое распределение активов — не для робких. Но мы не ставим цель заработать на каждом классе активов, который недооценен на рынке по неэкономическим причинам. Каждые несколько лет мы стараемся определить такие активы среди более чем 20 классов, которые отслеживаем на предмет соотношения риск/доходность. Если прогнозы оправдываются, мы покупаем их по сильно заниженной цене и ждем, когда ситуация изменится в нашу пользу.

Отступление 6.2. Что делать, если вас некому заменить на посту стратега управления?

Во-первых, можно «пропустить» одно поколение. Если у вас обычная семья, то скорее всего среди внуков вы найдете гораздо больше потенциальных стратегов управления, чем среди детей. Однако вам придется управлять семейными активами немного дольше, чем вы планировали, чтобы оценить способности преемников и передать свой опыт и знания.

Во-вторых, вы можете найти консультантов. Финансовый мир очень непостоянен. Происходят поглощения, появляются новые стратегии, люди уходят на пенсию. Даже если сейчас вы адекватно оцените способность консультанта продолжить вашу работу, неизвестно, сможет ли он делать это через десять лет и будет ли вообще работать в финансовой сфере.

В-третьих, вы можете перейти с активного инвестирования на индексную стратегию. А если ваши дети или внуки захотят вернуться к активному альфа-инвестированию, им ничто не мешает это сделать.

Выводы

В начале главы мы говорили о том, что выбор стратегии — самое важное из ваших решений. Стратегия в целом гораздо важнее распределения активов, выбора менеджера и т. д.

При выборе индексной стратегии вам не придется ни уделять своим активам много времени, ни развивать особенные навыки. А успешная реализация «штанги» или активного альфа-инвестирования потребует и того и другого.

У каждой из трех стратегий есть свои плюсы. Здесь не бывает правильных или неправильных ответов, но одна из этих стратегий подходит практически всем. Вы можете идти более рискованными путями, но они сокращают ваши шансы на успех и могут уничтожить накопленное состояние. Для того чтобы выбрать оптимальную стратегию инвестирования, необходим опытный консультант.

Глава 6. Темы для обсуждения

1. Нравится ли вам заниматься инвестированием, или вы считаете, что это тяжелое, но необходимое бремя?
2. Как бы вы охарактеризовали свою способность идти на риск? Выберите ответ:
 - а) категорически отвергаю риск;
 - б) не люблю рисковать;
 - в) готов рискнуть немного для увеличения стоимости портфеля;
 - г) готов играть по-крупному?
3. Насколько адекватно вы можете оценить риски при распределении капитала? В каких обстоятельствах ваши способности улучшаются/ухудшаются?
4. Если вы не расположены к индексированию, то почему считаете, что у вас больше навыков, чем у большинства инвесторов?
5. Какими особыми навыками, знаниями или ресурсами обладаете вы и ваша семья для управления активом роста при использовании «портфеля-штанги»?
6. Вы согласны с преимуществами работы после 60, 70 и даже 80 лет, которые обсуждались в разделе, посвященном стратегии «портфеля-штанги»? Если нет, что могло бы заставить вас изменить свое мнение? Что вы можете сделать для получения лучшего доступа к альтернативным инвестициям, чем средний «продвинутый» инвестор?
7. Насколько хорошо, на ваш взгляд, вы разбираетесь в альтернативных инвестициях? Что еще хотели бы узнать?
8. Вы хотели бы применять активное альфа-инвестирование, но чувствуете, что вам не хватает навыков? Если да, то как вы предполагаете развивать инвестиционные навыки и углублять необходимые знания?
9. Насколько ваши интересы совпадают с интересами ваших инвестиционных менеджеров?
10. Какие вопросы вы хотели бы задать своему финансовому консультанту в свете того, что вы прочитали в этой главе?
11. Выберите одну из стратегий в соответствии со своей инвестиционной целью и толерантностью к рискам:
 - а) индексное инвестирование;
 - б) формирование «портфеля-штанги»;
 - в) активное альфа-инвестирование.

ПРИМЕЧАНИЯ

- ¹ Джон Бogle, примечания к знаменитой лекции Гари М. Бринсона: «As the Index Fund Moves From Heresy to Dogma... What More Do We Need To Know». April 13, 2004, http://www.vanguard.com/bogle_site/sp20040413.html.
- ² Steven N. Kaplan and Antoinett Schoar, «Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows». *Journal of Finance*, August 2005.
- ³ Leadership of Major Asset Classes, CTC Consulting, Inc.
- ⁴ ©2005 Morningstar, Inc. Информация, приведенная в этой книге: 1) является собственностью Morningstar и/или ее партнеров; 2) не может быть переиздана и распространена; 3) не является консультацией Morningstar; и 4) не претендует на точность, полноту и своевременность. Ни Morningstar, ни ее партнеры не несут ответственности за возможный ущерб или убытки, понесенные в результате использования этой информации. Прошлые достижения не являются индикатором будущих результатов. Использование информации, предоставленной Morningstar, не означает согласия Morningstar, Inc. с принципами и стратегией инвестирования, представленными в данной публикации.
- ⁵ Эти вопросы были составлены на основе моего личного опыта, а не специальных экспериментов. Их использование при отсутствии знаний, необходимых для адекватной оценки полученных ответов, бессмысленно. Если вы все равно собираетесь применять активное альфа-инвестирование, то это еще один аргумент в пользу размещения таким способом лишь *небольшой* части активов. Кроме того, тщательно и всесторонне отслеживайте результаты инвестирования на протяжении трех–пяти лет, чтобы понимать, на каком уровне находятся ваши инвестиционные навыки!

0,000 ГЛАВА 7 000,000,000, 00,00 КАК НАНЯТЬ 000,000,0 ,000, САМОГО 000,000,000, 00,00 ВАЖНОГО 000,000,000 0,000 ПОМОЩНИКА 000,000,

Выясните, каких умений и личных качеств вам недостает,
и наймите людей, которые ими обладают.

Говард Шульц,
председатель правления и генеральный директор
компании Starbucks

Теперь, когда вы четко сформулировали свои ценности, определили финансовые цели и выбрали стратегию их достижения, следующий шаг — это найм ключевого сотрудника. Вам нужно найти хорошего финансового управляющего.

Финансовый управляющий — это профессионал, который помогает стратегии управления реализовывать на практике комплексную стратегию управления состоянием. Хотя это конкретный человек, обычно он связан с финансовой компанией и через нее с финансовой индустрией в целом. Его компания может входить в состав крупного финансового конгломерата с множеством различных источников дохода или может быть так называемым «бутиком» — мелкой специализированной фирмой с одним-двумя сотрудниками, живущей только за счет получаемого вознаграждения. Фирмы, в которых работают финансовые управляющие, бывают самых разных форм и размеров, а структуры вознаграждений/комиссионных ограничиваются разве что фантазией. Некоторые стратеги управления, использующие простую инвестиционную стратегию (например, индексное инвестирование), предпочитают самостоятельно выступать в роли финансовых управляющих. Другие создают специальные семейные офисы.

Качество и эффективность работы финансового управляющего безусловно зависят от его личных знаний и опыта. Однако в немалой степени на них влияют структура и ресурсы фирмы, на которую он работает. Следовательно, выбор требует тщательного изучения и оценки не только конкретного человека, но и его фирмы, причем то и другое должно быть первоклассным, если вы хотите получать первоклассные результаты.

Как правильно выбрать финансового управляющего

Задача финансового управляющего — быть вашим помощником и партнером, который помогает достигать или превосходить *ваши* финансовые цели, используя инвестиционную стратегию, которую выбрали *вы*. Другими словами, главная его задача — воплощать в жизнь вашу стратегию, оценивать результаты и координировать деятельность всех участников. Вот три сферы, с которыми придется иметь дело этому специалисту.

- **Клиент.** Помогать вести надлежащий учет, управлять денежными потоками и держать курс на достижение долгосрочных финансовых целей.
- **Другие консультанты.** Контролировать и координировать деятельность ваших инвестиционных менеджеров, юристов, бухгалтеров и других консультантов, гарантируя качество их работы, — как индивидуальной, так и совместной.
- **Активы клиента.** Оценивать доходность вашего портфеля активов, контролировать ваши финансовые риски и выполнять ваши поручения по управлению активами.

Хорошего финансового управляющего найти нелегко. Вам нужен человек очень честный и добросовестный, с сильным характером, подотчетный вам; человек, интересы которого совпадают с вашими и который способен поддерживать хрупкое равновесие между вашими потребностями и требованиями своего работодателя.

Принимая во внимание все эти условия, неудивительно, что даже искусственным и умудренным опытом стратегам с трудом удается найти хорошего финансового управляющего. Некоторые отказываются от попытки найти одного человека или команду, которая удовлетворяла бы всем указанным требованиям. Вместо этого они распределяют свои активы среди нескольких фирм в надежде создать здоровую конкуренцию, которая через год-другой выявит истинного победителя. Я настоятельно советую *не* делать этого по двум причинам. Процесс управления активами может стать чрезвычайно громоздким и трудоемким, а сравнивать работу разных финансовых управляющих и их фирм весьма трудно. Кроме того, сосредоточившись на сравнении, вы упустите из виду главное: общий финансовый риск и общую эффективность инвестиций.

Основные навыки финансового управляющего

Независимо от избранной стратегии — индексация, формирование «портфеля-штанги» или активное альфа-инвестирование, — вам необходимо найти специалиста, компетентного в ряде ключевых областей.

1. Оценка финансовых результатов.
2. Ведение основного финансового учета для клиента.
3. Координация деятельности специалистов и рекомендации по их работе.
4. Стратегическое распределение активов.

Для активного альфа-инвестирования важно найти человека, который обладает двумя дополнительными талантами.

5. Умение выбирать лучших инвестиционных менеджеров.
6. Навыки динамического распределения активов.

Обязанность № 1. Финансовый управляющий должен уметь оценивать финансовые результаты

Прежде всего, он обязан требовать и получать отчет от каждого, кто участвует в управлении вашим состоянием, в том числе от вас и членов вашей семьи. Он обязан контролировать общую доходность ваших инвестиций, а также результаты работы каждого инвестиционного менеджера. Кроме того, финансовый управляющий должен следить за тем, чтобы распределение активов соответствовало вашей стратегии, а утки находились под контролем.

Показатели, которые используются для оценки эффективности, могут быть весьма причудливыми и замысловатыми. Это и атрибуция, и анализ стиля, и показатели риска, и диверсификация, и многие другие. Некоторые из них действительно проливают свет на эффективность инвестиций и риски. Но сложность финансового показателя вовсе необязательно означает его полезность. Сколько раз вы, пытаясь разобраться с отчетами финансовой компании, находили статистические данные малопонятными, неинтересными или ненужными и в конце концов засовывали бумаги в шкаф или просто выбрасывали в мусорную корзину?

Убедитесь, что вы понимаете, какие конкретно данные вам необходимы. Существует пять ключевых наборов данных, которые ваш финансовый управляющий должен собирать и анализировать на регулярной основе.

Результаты работы каждого инвестиционного менеджера после вычета вознаграждения/комиссионных¹ по сравнению с наиболее подходящим индексом. Инвестиционный менеджер обычно называет индекс, по которому вы можете оценивать результаты его работы. Если в качестве базового ориентира вам рекомендуют использовать статистические показатели других менеджеров — например, индексы компаний Morningstar или Lipper, — необходимо настоять на использовании пассивного индекса. Его результаты обычно превзойти гораздо труднее, чем результаты базовых индексов Morningstar или Lipper, что повышает планку ожиданий для менеджеров, занимающихся активным инвестированием. Кроме того, сопоставление с пассивным индексом более достоверно отражает рост стоимости. Для активных менеджеров наиболее важным показателем является доходность за три года и пять лет. Оценка эффективности работы за более короткий период — это скорее оценка превратностей поведения рынка, чем реальных умений менеджера обеспечить прирост стоимости. Но и она может пригодиться, чтобы прояснить ситуацию, если доходность инвестиций расходится с индексом.

Совокупная доходность вашего портфеля активов по сравнению с подходящим составным базовым индексом. Составной базовый индекс — это

набор фондовых индексов, подобранный таким образом, что в совокупности он обладает таким же риском и доходностью, что и ваш портфель. Простой составной индекс — это 70% S&P 500 и 30% Lehman Aggregate Bond Index. Финансовый управляющий должен помочь вам правильно составить такой базовый индекс. И вновь я рекомендую использовать пассивные индексы, а не статистические показатели. Если вы применяете активную стратегию, которая включает неликвидные инвестиции (прямые инвестиции или недвижимость), очень немногие управляющие компании способны дать то, что вам действительно нужно: сопоставление взвешенной во времени совокупной доходности вашего портфеля с вашим составным базовым индексом. Я хорошо знаком с этой ситуацией, поскольку несколько лет назад мне довелось обратиться в более чем 20 ведущих финансовых компаний, но лишь единицы смогли предоставить мне необходимую информацию. Сегодня некоторые поставщики программного обеспечения предлагают такую услугу, но она слишком дорога для мелких фирм и слишком сложна для крупных. Таково положение дел, которое, к сожалению, будет меняться очень медленно. Как бы то ни было, я не хочу, чтобы инвесторы доверяли свои деньги финансовым компаниям, которые не могут предоставить данных о совокупной доходности рекомендованных ими же инвестиционных продуктов.

Сопоставление реального распределения активов с целевым. Еще одна обязанность финансового управляющего — помощь в распределении активов в соответствии с вашими целями и стратегией управления. Приняв решение насчет целевого распределения, вы должны регулярно сопоставлять с ним свое реальное распределение активов и, в случае расхождения, балансировать портфель. Кроме того, целевое распределение должно обязательно отражаться в структуре составного базового индекса.

Соотнесение реального денежного потока с вашими целями. Финансовый управляющий обязан следить за расходами/накоплениями вашей семьи, чтобы гарантировать, что денежный поток соответствует семейным целям, и иметь возможность оценить, как он влияет на результаты инвестиций. Например, если бенефициар траста ежегодно получает доход в 5% вместо предусмотренных 4%, это может негативно сказаться на финансовых планах семьи. Эффективность управления активами может и должна оцениваться в долларах и центах. По возможности финансовый управляющий должен отслеживать и другие утечки, в том числе уплаченные налоги, вознаграждения и прочие издержки.

Измерение долгосрочного роста ваших финансовых активов в денежном выражении. На 31 декабря каждого года оценивайте реальную стоимость ваших активов и сумму, которую вы либо добавили, либо изъяли из них за предыдущий год. Оценка активов в реальных деньгах столь же важна, как оценка прироста и убытков в процентах. Гораздо легче разобраться в долларах, чем в процентах. В конце концов, проценты нельзя потратить!

Лично я отслеживаю реальную денежную стоимость семейных активов вот уже 20 лет. Именно этот показатель в свое время подал мне сигнал о необходимости реструктуризации. Теперь я с удовлетворением констатирую, что в последние годы наши активы и выплаты членам семьи заметно выросли. Сопоставление реального роста активов с долгосрочной целью — это долгосрочный показатель успеха или неудачи, который мы оцениваем за период в 10 лет и больше. Для получения краткосрочной обратной связи мы опираемся на процентные данные или же сравниваем данные в процентах и денежном выражении. Но если относительные показатели говорят, что все отлично, а абсолютные свидетельствуют об обратном, это сигнал о необходимости немедленного вмешательства.

Объединение данных по эффективности инвестиций. Попросите своего управляющего предоставлять вам все пять вышеописанных видов данных в такой форме, которая бы связывала реальные результаты с поставленными целями. Если результаты и цели расходятся, вы можете (и должны) выяснить почему. Возможно, ситуация на финансовых рынках была особенно благоприятной (или наоборот), или проблема заключается в работе консультантов? Возможно, вы поставили слишком амбициозные цели, или ваши цели перестали быть адекватными из-за изменившихся обстоятельств? Сбор и анализ данных помогут вам сформулировать правильные вопросы и позволят быть в курсе того, что происходит с вашими активами. Такой подход сводит целую серию решений к нескольким ключевым факторам, которые вы можете периодически контролировать, чтобы не сбиться с заданного курса.

Обязанность № 2. Финансовый управляющий обязан собирать и вести вашу финансовую документацию

Ведение надлежащей инвестиционной, налоговой, юридической и административной документации, ее надежное хранение и обновление по мере необходимости — задача первостепенной важности. Вместо того чтобы посылать бухгалтеру ворох бумаг в конце налогового периода, попросите управляющего собирать и организовывать информацию — в частности, по налогообложению инвестиций, — и вовремя передавать ее вашему бухгалтеру (или вам, если вы сами занимаетесь своими налогами). Договоритесь хранить юридические и управленческие документы в безопасном, доступном, хорошо организованном месте (возможно, в электронном виде), а копии отдельно. Хотя некоторые предпочитают лично заниматься своими документами, а другим посчастливилось найти достойных доверия и квалифицированных помощников, я настоятельно рекомендую, чтобы эту деятельность координировал финансовый управляющий. От него требуется следующее:

- служить единой точкой контакта по вопросам ведения и координации всего вашего финансового учета;

- собирать данные, необходимые для кредитной документации;
- выполнять требования Закона U.S. PATRIOT. (Данный закон требует тщательной проверки, то есть административных проверок, в отношении каждого клиента вне зависимости от того, насколько хорошо он известен финансовой фирме);
- осуществлять оценку результативности ваших инвестиций и предоставлять вам соответствующие данные;
- хранить ваши трастовые документы, завещания, доверенности поверенным в делах медицинской помощи и другие важные личные документы.

Чем сложнее ваша личная финансовая ситуация, тем больший груз обязанностей вы возлагаете на плечи финансового управляющего. Если вы используете стратегию «портфеля-штанги» или индексного инвестирования, важность и сложность роли финансового управляющего довольно невелики, если только у вас нет сложного плана передачи наследства. Но если вы выбрали стратегию активного альфа-инвестирования, планка значительно повышается.

Обязанность № 3. Финансовый управляющий обязан координировать работу специалистов

Большинство состоятельных людей нанимают специалистов, которые помогают управлять в различных сферах. Они пользуются услугами юристов, бухгалтеров, страховых агентов, биржевых брокеров, доверительных собственников, банкиров, консультантов по благотворительности и даже консультантов по семейным вопросам. Львиная доля повседневной работы является чисто административной. Кроме того, то, что делает один специалист, зачастую влияет на работу других. Финансовый управляющий отвечает за координацию деятельности и контроль, чтобы гарантировать правильное и согласованное выполнение ключевых задач.

Финансовый управляющий может помочь оценить ваших консультантов по управлению состоянием/планированию наследства. Этот человек должен работать в эпицентре вашего процесса управления состоянием. Только так вы можете быть уверены, что ваша комплексная стратегия управления будет реализована должным образом.

Как правило, хороший управляющий имеет большой опыт работы с индивидуальными клиентами и способен оценить, нет ли изъянов в вашем инвестиционном плане и насколько хорошо работают наемные специалисты. Иногда он может дать вам полезный совет насчет проверки, найма и, возможно, замены консультантов по управлению активами.

Такая помощь особенно ценна после ликвидации крупных активов. К этому моменту многие успевают обзавестись своими юристами и бухгалтерами.

Для владельцев компаний, в частности, эти отношения могут длиться годами и быть очень тесными. Наличие надежных консультантов — это замечательно, но вопросы, с которыми вам придется столкнуться после ликвидации крупных активов, обычно отличаются от тех, с которыми вы сталкивались раньше. Следовательно, нужно оценить, насколько профессиональные навыки и личные качества консультантов соответствуют новым обязанностям, которые будут возложены на них после продажи активов. Опытный финансовый управляющий поможет вам принять правильные решения и, если необходимо, порекомендует новых специалистов. Меняете ли вы или оставляете своего бухгалтера, юриста или страхового агента, убедитесь, что каждый из них обладает значительным опытом применительно к вашим новым обстоятельствам.

Финансовый управляющий как координатор коммуникации. Иногда серьезные проблемы возникают исключительно из-за плохой коммуникации между клиентами и консультантами. Лучший совет лучшего юриста или налогового консультанта может оказаться совершенно бесполезным, если не доходит до нужного исполнителя или не соответствует вашим целям. Поскольку советы по управлению состоянием стоят довольно дорого, лучше нанять человека, который обеспечит согласованную работу консультантов и их ориентацию на достижение *ваших* целей.

Умение координировать работу консультантов становится особенно важным, когда речь идет о реализации сложных, долгосрочных проектов — таких как передача состояния или стратегии минимизации налогов. Например, семейное товарищество должно иметь ясно изложенную бизнес-цель, и, если один член семьи делает подарки другому, стоимость подарков должна быть правильно оценена и задокументирована.

Как правило, такие проекты требуют помощи юриста, независимого оценщика или бухгалтерской фирмы, однако административные и координационные функции скорее относятся к компетенции финансового управляющего. По моему опыту, юристам и бухгалтерам по налогообложению гораздо интереснее разрабатывать творческие, нестандартные стратегии и развивать новые виды бизнеса, чем заниматься административной рутинной по управлению наследством или активами. Поэтому подумайте, нужно ли привлекать к решению той или иной задачи юриста, берущего 400 долларов в час, или с ней может (за гораздо меньшие деньги) справиться ваш финансовый управляющий!

Обязанность № 4. Финансовый управляющий обязан участвовать в стратегическом распределении активов

Он должен направлять вас в распределении активов, чтобы обеспечить надлежащий уровень диверсификации, риска и потенциала роста. Цель — максимально увеличить ожидаемую доходность портфеля при заданном уровне

риска, с которым вы чувствуете себя комфортно. Вместе вы можете изучать различные модели и искать оптимальную комбинацию активов.

Исторические данные, которые включаются в эти модели, позволяют охарактеризовать потенциальную доходность или волатильность конкретных категорий активов или определить поведение этих категорий относительно друг друга. Но вчерашнее поведение актива не гарантирует, что он будет вести себя так же и послезавтра. Опытные консультанты стараются прогнозировать будущее независимо от прошлого. Однако даже лучшие модели не предсказывают будущего с абсолютной точностью, поэтому ваш портфель активов должен быть грамотно диверсифицирован.

Дополнительные обязанности № 5 и № 6 при активном альфа-инвестировании

По сложности стратегия активного альфа-инвестирования намного превосходит индексное инвестирование. Она предъявляет к финансовому управляющему более жесткие требования по всем четырем вышеописанным пунктам. К тому же на его плечи ложится также *выбор инвестиционного менеджера* и *динамическое распределение активов*. Обе эти функции существенно повышают уровень риска для вашего портфеля инвестиций, как, впрочем, и планку потенциальной доходности. Наша семья уделяет пристальное внимание этим двум функциям, поскольку ставки очень высоки.

Учитывая вышесказанное, должны ли вы возлагать эти обязанности на своего финансового управляющего?

Многие финансовые управляющие заявляют о своей компетентности в одной или обеих указанных областях. Зачастую такие услуги оказывают и финансовые консультанты, работающие с компаниями и очень состоятельными семьями. Но в обоих случаях получить достоверную информацию об успешности их усилий бывает довольно трудно.

Выбор инвестиционных менеджеров. Финансовые управляющие предпочитают рекомендовать своим клиентам менеджеров — будь то из своих или из других компаний, — которые в прошлом доказали свою успешность. Но былые заслуги — это вовсе не гарантия ваших будущих доходов. В бизнесе все стремятся вложить деньги в победителя, но, занимаясь инвестированием, надо искать наиболее выгодное соотношение цены и качества. Часто это означает искать новые возможности там, где их не ищут другие.

Как преодолеть этот рыночный стереотип и научиться находить потенциальных победителей? Для успешного поиска вам требуется четыре «О», которые мы рассмотрели в главе 5 «Зачарованный лес, Тайное общество и Инвестиционный кибуц», а именно оперативное реагирование, открытый доступ, общие интересы и отчетность. Ваш финансовый управляющий обладает этими характеристиками? Помните, это все равно что играть на скачках: нельзя

заработать много, ставя только на фаворитов. Вы должны научиться видеть такие возможности, которых не видят другие.

Динамическое распределение активов. Эксперты по динамическому распределению активов ценятся очень высоко, и найти их еще труднее.

Большинство компаний по управлению активами дает очень ограниченные рекомендации по их динамическому распределению. Если финансовый управляющий (или его фирма) рекомендует крупное вложение и ошибается, это обходится очень дорого и может привести к массовому уходу клиентов. Если же рекомендация оказывается верной, клиенты зарабатывают очень много, но самому управляющему (его фирме) особых прибылей это не приносит.

Некоторые менеджеры хедж-фондов весьма активно используют динамическое распределение активов (и другие виды тактического распределения активов) — отчасти потому, что их структура вознаграждения напрямую связана с инвестиционными прибылями, которые они зарабатывают для своих клиентов. Как правило, менеджеры хедж-фондов получают 20% генерируемой ими прибыли (но не убытков). Другими словами, они получают пряник, если принимают правильные решения, и никакого кнута, если ошибаются! Для консультантов по управлению активами это хороший бизнес. Финансовые управляющие, которые действительно владеют навыками тактического распределения активов (или которые могут убедить в этом других), могут зарабатывать в десять раз больше, применяя свой опыт к хедж-фондам.

Оценить качество «озарений» финансового управляющего касательно выбора инвестиционных менеджеров и динамического распределения активов — непростая задача, справиться с которой можно лишь при условии долговременных отношений, умения оценивать результаты и наличия у вас опыта в этой сфере. Собирайте и анализируйте информацию, задавайте трудные вопросы. Оцените, обладают ли ваши консультанты нестандартным мышлением. По возможности постарайтесь выяснить, имеет ли фирма или финансовый управляющий «фирменные» концепции. Выбор менеджеров и тактическое распределение активов — это скорее искусство, чем наука. Если вы чувствуете себя некомфортно, занимаясь подобными исследованиями, вам лучше использовать стратегию индексации или «портфеля-штанги».

Как оценить успешность финансового управляющего

Чтобы определить, хорошо ли ваш финансовый управляющий выполняет обязанности, перечисленные в начале главы, встречайтесь с ним не реже раза в год, чтобы проводить полную и доскональную проверку ваших планов управления состоянием. На этих встречах проверяйте административные процедуры и результативность инвестиций, информируйте обо всех значимых переменах в вашей жизни, изучайте существенные изменения, произошед-

шие в его компании, ищите способы улучшить результаты, разрабатывайте и обновляйте план деятельности на следующий год и проверяйте исполнение плана за прошлый. Задайте следующие вопросы.

- Работает ли каждый менеджер в соответствии с поставленными целями? Если нет, то почему?
- Соответствует ли совокупная доходность моих инвестиций поставленному целевому значению?
- Каким образом смена владельцев, руководства или системы вознаграждения в вашей компании влияют на управление моими активами?
- Допускались ли ошибки или сталкивались ли вы с проблемами при управлении моими активами?
- Достиг ли я прочих целей, о которых мы договаривались? Какие цели по моим активам вы ставите на следующий год?
- Не произошло ли существенных изменений в профиле риска моих активов? Если да, что мы должны сделать в связи с этим?
- Каким образом на мне могут отразиться законодательные изменения в области налогообложения и доверительной собственности, принятые с момента нашей последней встречи?
- Имеется ли у меня надлежащая страховка?
- Каким образом перемены в моей личной жизни повлияют на мой план передачи наследства?
- Как улучшить общение внутри моей семьи по вопросам, связанным с управлением активами?

На этих встречах *не* следует обсуждать новые продукты и услуги, которые хочет продать вам финансовый управляющий. Не стоит смешивать проверку и продажи.

Если вы используете стратегию активного альфа-инвестирования, вам придется встречаться со своим финансовым управляющим гораздо чаще, чем раз в год. Эти встречи полезны тем, что на них вы можете не только узнать о новых инвестиционных возможностях, но и оценить стиль мышления и профессиональные навыки вашего ключевого консультанта и его коллег. Со сложными портфелями всегда связано множество вопросов, которые нужно обсудить, и решений, которые нужно принять. Советую заранее запрашивать и изучать письменные материалы, включая данные по результативности инвестиций, исследования различных категорий активов и рекомендации инвестиционных менеджеров (в том числе вспомогательные документы). Чем лучше будете подготовлены вы, тем лучше придется действовать вашему визави и тем более продуктивными будут ваши встречи.

Отступление 7.1. Как оценить результаты управления своими активами

Перечисленные ниже показатели необходимо регулярно отслеживать и знакомить с результатами заинтересованных членов семьи как минимум раз в год. Кроме того, вы должны отдельно отслеживать доходность каждого сегмента активов (например, портфеля личных инвестиций, траста, семейного товарищества, пенсионного плана).

- Взвешенная во времени совокупная доходность финансовых активов, сопоставляемая ежеквартально с вашим индивидуальным базовым индексом доходности финансовых активов за период в 1 год, 3 года, 5 лет и 10 лет.
- Чистая стоимость активов (в денежном выражении); оценивается раз в год и сопоставляется с долгосрочной целью по абсолютным доходам, которую мы обсуждали в главе 4 «Выбираем финансовую цель». Период сравнения менее 5 лет бесполезен; оптимальный период — 10 лет.
- Реальное распределение активов (в процентах и денежном выражении) относительно целевого распределения; оценивается ежеквартально.
- Совокупные взносы или траты из ваших сбережений; оцениваются в денежном выражении и процентах и сопоставляются с вашими целями. Отслеживайте эти данные на ежегодной основе и по прошествии определенного времени выявляйте тенденцию.
- Годовые подоходные налоги (федеральные и штата), уплаченные по инвестиционным активам (в денежном выражении и процентах). Отслеживайте эти данные на ежегодной основе и по прошествии определенного времени выявляйте тенденцию.
- Взвешенные во времени результаты каждого инвестиционного менеджера, сопоставляемые ежеквартально с соответствующим индексом и/или вашим контрольным составным индексом и оцениваемые за период в 1 год, 3 года, 5 лет и 10 лет.
- Соотношение заемных и собственных средств (финансовый леверидж) для каждого сегмента ваших активов и каждого члена семьи, а также для семьи в целом; проверяется ежегодно.
- Ликвидная позиция для каждого сегмента ваших активов и каждого члена семьи относительно условного или потенциального спроса на эти активы; проверяется ежегодно или ежеквартально.

- Составление ежеквартального (или ежегодного) списка «Что нужно сделать» и проверка предыдущего списка. Сюда входит перечень достижений (качественных и количественных) за прошлый год, а также постановка целей на будущий.

Стратег управления, члены его семьи и финансовый управляющий могут добавить дополнительные показатели, позволяющие отслеживать другие аспекты результатов управления активами. Грамотная, отлаженная система отчетности — это не только бесценный финансовый инструмент; она укрепляет ключевые ценности и деловые принципы, заложенные в основе вашей стратегии управления.

Отступление 7.2. Типичные ошибки при реализации стратегии управления состоянием

Краткосрочные

1. Вы не разработали инвестиционную политику для каждого сегмента активов (портфеля личных инвестиций, траста, семейного товарищества, пенсионного плана и др.), которая включает цели по доходности и целевое распределение.
2. Вы или ваш консультант добавляете в портфель альтернативные инвестиции, особенно неликвидные, вследствие чего лишаете себя возможности оценить совокупные результаты своих инвестиций.
3. Вы хотите разделить свои активы между несколькими финансовыми управляющими, чтобы сравнить их результативность. В то же время разделение активов между несколькими инвестиционными менеджерами — это совершенно нормальная практика, особенно при активном альфа-инвестировании.
4. Отсутствует четкое разделение ответственности за результативность инвестиций между вами и вашим консультантом.
5. Консультант сравнивает результаты инвестиций со статистическими показателями менеджеров, а не с пассивными индексами; использует индексы, которые не учитывают реинвестированные дивиденды; не использует для сравнения специальные составные индексы; или меняет контрольные индексы без серьезного изменения в вашей инвестиционной политике.
6. Консультант оценивает результаты инвестиций до уплаты вознаграждения, комиссионных, продажных сборов или без учета денежных средств в вашем портфеле.

7. У вас высокий коэффициент оборачиваемости портфеля либо на уровне менеджера, либо на уровне ценных бумаг; вы не получаете прирост капитала на растущем рынке; или же налоги на инвестиции неизменно съедают более 20% ваших доходов.
8. Ваши консультанты предлагают множество вариантов по вложению средств, но отказываются нести ответственность за свои рекомендации.
9. В рекламных материалах потенциальный консультант расписывал свое виртуозное умение распределять активы или оценивать риски портфеля, однако в отчетах он забывает оценить результаты применения заявленных навыков на практике.

Среднесрочные

10. Совокупная доходность вашего портфеля за вычетом вознаграждений/комиссионных ниже составного контрольного индекса за период в три года и пять лет. Результаты менеджеров, работающих по активной стратегии, за вычетом их вознаграждения и продажных сборов ниже соответствующего контрольного индекса за период в три года и пять лет.

Долгосрочные

11. Через пять–десять лет стоимость ваших активов в денежном выражении значительно ниже ваших целей по абсолютным доходам, особенно если рынки были относительно сильными.
-

Можно ли самому стать собственным финансовым управляющим?

Некоторые предпочитают сами быть управляющими. Если вы инвестируете в фондовые индексы, ваши семейные и финансовые обстоятельства довольно просты и у вас есть время и желание, советую рассмотреть эту возможность после того, как вы соберете и проанализируете всю необходимую информацию. Некоторые компании, например Vanguard, предлагают целый спектр продуктов в области индексного инвестирования и оценку совокупной доходности инвестиций как часть основной услуги. Другие фирмы, такие как Morningstar, предлагают услуги по оценке индивидуальной и совокупной доходности всех ваших вложений во взаимные фонды. За это Morningstar берет отдельную плату, но за свои деньги вы получите внушительный пакет исследовательской информации по взаимным фондам и инвестициям, которая полезна и консультантам, и индивидуальным инвесторам. Дело это хлоп-

потное, хотя при наличии правильных инструментов и должной настойчивости — благодарное и малозатратное.

Владельцы крупных и сложных портфелей активов традиционно нанимают профессиональных финансовых управляющих на полную или неполную ставку. Те, кто использует стратегию «портфеля-штанги», часто назначают на роль финансового управляющего кого-нибудь из своих финансовых специалистов. Иногда под эту цель создаются специальные семейные офисы. (Подробнее эта тема обсуждается в Отступлении 9.2 «Что такое семейный офис?».) Если вы выбираете один из этих вариантов, помните, что в каждом случае требуется активный контроль, а внедрение отлаженной системы оценки результатов/отчетности — трудная, но критически важная задача, особенно когда на кону стоят миллионы.

И напоследок

Как вы уже заметили, говоря о выборе финансового управляющего и управляющей компании, я ни словом не обмолвился о необходимости оценить их навыки инвестиционного менеджмента — несмотря на то что большинство компаний, в которых работают финансовые управляющие, рекламируют свои инвестиционные возможности. Тому есть причина. Советую четко разделить функции финансового управляющего и специалистов, управляющих вашим инвестиционным портфелем. Это особенно важно, если вы используете активное альфа-инвестирование. Вам нужно, чтобы ваш финансовый управляющий был счетоводом, организатором и по возможности оценщиком талантов. Если же ему приходится одновременно управлять вашими деньгами, возникает конфликт интересов.

Насколько важен этот конфликт интересов для будущего индустрии управления состоянием? В середине 2005 года Citibank предпринял неожиданный шаг, объявив о продаже своего департамента инвестиционных операций, поскольку счел невозможным совмещать две функции — консультировать клиентов по вопросам управления капиталовложениями и одновременно быть их инвестиционным менеджером. Время покажет, последуют ли его примеру другие компании.

Если вы инвестируете в фондовые индексы или уверены в своей проницательности, имеет смысл попробовать нанять финансового управляющего и инвестиционных менеджеров из одной фирмы. Управлять активами гораздо легче и зачастую дешевле, когда все находится под одной крышей и связано воедино через корпоративную компьютерную сеть. Кроме того, от финансового управляющего не потребуются оценки инвестиционных талантов, что может стать серьезным источником конфликта. Невысокие вознаграждения и низкие операционные издержки также обеспечивают довольно прозрачные финансовые отношения и общность интересов.

Как правильно выбрать фирму

Правильно выбрать финансового управляющего — поддела; не менее важно убедиться в том, что за ним стоит правильная фирма.

Трудно разделить профессиональную квалификацию финансового управляющего и компании, на которую он работает. Тем не менее существует несколько ключевых вопросов, которые следует обсудить при оценке компании по управлению активами.

1. Соответствует ли компания инвестиционной стратегии, которую вы избрали?
2. Насколько прозрачны вознаграждения компании?
3. Насколько отлажены административные системы компании?
4. Как в компании оцениваются результаты работы финансовых управляющих и какова система их вознаграждения?

1. Соответствует ли компания инвестиционной стратегии, которую вы избрали?

Помните, что тип стратегии, которую вы избрали — индексация, стратегия «портфеля-штанги» или стратегия активного альфа-инвестирования, — сильно влияет на тип компании, которую вам нужно нанять. Сложность стратегии определяет надежность инфраструктуры, которая требуется вам в управляющей компании. Наконец, тип стратегии обуславливает природу продуктов, услуг и контрактов на оказание услуг² с третьими сторонами.

ИНДЕКСНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ

Одна из прелестей стратегии индексного инвестирования (самой по себе или как части стратегии «портфеля-штанги») заключается в том, что она предельно упрощает выбор компании по управлению активами. Вам нужно, чтобы ваш финансовый управляющий работал в компании, которая:

- располагает административными возможностями, чтобы управлять различными видами индексных инвестиций;
- оценивает их совокупную доходность;
- корректирует вашу стратегию в зависимости от того, как ведут себя различные категории активов.

Вам *не* нужна компания, которая:

- специализируется по вопросам налоговой эффективности, поскольку индексные инвестиции и так облагаются минимальными налогами;
- специализируется на выборе высокодоходных менеджеров, поскольку вы выбираете стандартные продукты;

- специализируется на тактическом распределении активов, поскольку вы не собираетесь работать с такими уровнями риска и сложности;
- привязывает вас к структуре комиссионных брокерского типа, поскольку количество сделок по вашим активам будет минимальным.

А теперь несколько плохих новостей.

Не всякая фирма согласится работать с вами, потому что размеры прибыли при индексном инвестировании слишком малы. Поставщики финансовых услуг не желают отвлекать ресурсы от прибыльного активного альфа-инвестирования в пользу малоприбыльного индексного бизнеса. Для того чтобы инвестиционная компания заработала разумную прибыль, новые индексные инвесторы должны приносить с собой огромные средства.

Как решить эту проблему, если вы избрали стратегию индексации? Помимо прямых комиссионных (от менее чем 0,1% до 0,25%), которые с вас возьмут за инвестирование в индекс, советую вам предложить управляющей компании скромное дополнительное вознаграждение в размере от 0,1% до 0,5% ваших активов в зависимости от их размера и сложности, если она сможет предоставить вам необходимую систему отчетности. Если удастся договориться, вы будете платить максимум *половину* среднего отраслевого тарифа за такие услуги и при этом получите лучшее качество обслуживания с меньшей головной болью.

СТРАТЕГИЯ АКТИВНОГО АЛЬФА-ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Гораздо сложнее нанять финансовую компанию для активного альфа-инвестирования, поскольку вашему портфелю требуется повышенное внимание и инвестиционные навыки более высокого уровня. Итак, для реализации активной стратегии вам нужна компания, которая:

- располагает системами учета, позволяющими отслеживать результативность вашего диверсифицированного портфеля;
- компетентна в вопросах налоговой эффективности, поскольку вы инвестируете в активы, высокочувствительные к налоговым последствиям;
- специализируется на выборе высокодоходных менеджеров, поскольку вы покупаете более рискованные продукты, изменчивая природа которых требует настоящего мастерства;
- специализируется на тактическом распределении активов, поскольку вы согласны брать на себя дополнительные риски, а относительная привлекательность некоторых категорий активов время от времени будет создавать возможности для дополнительного дохода;
- корректирует структуру вознаграждений/комиссионных, поскольку количество ваших инвестиций и их типы будут существенно варьировать.

Хорошая новость состоит в том, что многие фирмы охотно будут работать с вами, потому что активное альфа-инвестирование приносит им солидные прибыли, особенно если клиент покупает внутрифирменные инвестиционные продукты. В последнем случае большинство фирм включит ваши административные издержки в плату за управление. Однако бывают ситуации, когда лучше настоять, чтобы финансовый управляющий рекомендовал вам только внешних инвестиционных менеджеров, чтобы избежать конфликта интересов. В этом случае придется раздельно оплачивать услуги каждого. Именно так поступаем мы, потому что хотим, чтобы наш финансовый управляющий был занят исключительно обслуживанием наших нужд.

2. Насколько прозрачны вознаграждения компании?

Одна из ваших обязанностей как стратега управления — оценка структуры вознаграждений/комиссионных потенциальной управляющей компании при помощи так называемого фильтра «общности интересов». Фильтр включает два вопроса.

- Буду ли я знать все виды оплаты, которую с меня взимают?
- Будет ли плата, которую с меня берут, соотноситься с «добавленной стоимостью», которую создает для меня компания?

Ответом на оба вопроса должно быть уверенное «да». Если ответ отрицательный или у вас есть сомнения, значит, компания не выдержала проверку.

Этот метод оценки претендентов на управление вашими активами очень прост, хотя здесь существует множество нюансов.

Компании, в которых работают финансовые управляющие, как и большинство других финансовых компаний, используют четыре основные схемы оплаты. Ниже они перечислены в порядке уменьшения их привлекательности для инвестора.

- **На основе активов.** Оплата услуг консультантов базируется на размере активов, которые находятся под их управлением. Вознаграждение в определенной мере связано с результатами. Если стоимость активов растет, вознаграждение увеличивается. Если стоимость активов падает, вознаграждение уменьшается. Однако рост активов и добавленная стоимость не всегда взаимосвязаны. Лично я предпочитаю платить по такой же схеме и своим финансовым управляющим, даже если при этом приходится заключать отдельные соглашения о вознаграждении с инвестиционными менеджерами.
- **На основе времени.** Услуги консультантов оплачиваются на почасовой основе. Вознаграждение не связано с результатами их работы. По такой схеме оплачиваются бухгалтеры и большинство консультантов.
- **На основе транзакций.** Каждый раз, когда консультант осуществляет сделку в интересах клиента, он получает комиссионные. Вознаграждение свя-

зывается с формальной стоимостью сделки, но никак не связано с ее стоимостью для клиента. На такой основе обычно берут вознаграждение брокерские фирмы.

- **На основе разницы (спреда).** Консультанты оплачиваются на основе спреда между тем, что зарабатывают ваши средства, и расходами, связанными с их управлением. Простой пример такого вознаграждения — это банковские депозиты и кредиты. Банк платит вкладчику 2%, кредитует под 5%, несет расходы в размере 1,5% и зарабатывает «разницу» в 1,5%. Существует множество других примеров вознаграждения на основе разницы. Чем больше разница, которую может создать профессионал, тем выше потенциал прибыли.

Оценивая структуру вознаграждения компании, помните, что существуют и другие расходы, которые вы можете нести.

1. **Участие в прибылях.** Некоторые консультанты получают долю в прибыли, которую они зарабатывают для клиентов, особенно в хедж-фондах и фондах прямых инвестиций. Некоторые налоговые стратегии частично оцениваются на основе ожидаемой прибыли (или сэкономленной на налогах сумме). Однако так называемое «участие в прибылях» или «перенесенные интересы» обеспечивают менеджерам долю в прибылях, но не в убытках. Таким образом, данная схема — вследствие своего высокого потенциала доходности без соответствующей ответственности за убытки, — подталкивает менеджеров на большие риски.
2. **Плата за переброску инвестиций.** Если вы продаете некоторые продукты до установленного срока, вы платите штраф. Штрафной период может составлять один год, пять, десять или больше лет с момента покупки. Практически все инвестиционные продукты, за исключением взаимных фондов «без нагрузки», сопровождаются значительными издержками в случае изъятия инвестиций. Особенно высокие штрафы характерны для полисов страхования жизни и аннуитета (годовой ренты), поскольку они включают высокие комиссионные за продажу, для амортизации которых требуется время. В принципе ликвидация любых активов со значительным нереализованным доходом влечет за собой издержки, поскольку приводит к налогообложению прироста капитала.
3. **Скрытое вознаграждение.** Компании по управлению активами имеют разнообразие источников скрытого вознаграждения. Сюда входят рекламные и маркетинговые комиссионные взаимных фондов (так называемые комиссионные, взимаемые согласно Правилу 12В-1), брокерские комиссионные, договоренности о разделении гонораров с третьими сторонами — независимыми менеджерами счетов и хедж-фондов, а также бесплатные услуги брокеров в обмен за направление им бизнеса клиентов (пос-

леднее известно как «мягкие доллары»). Кроме того, сюда могут входить комиссионные за консультации по корпоративным финансам, комиссионные от сделок по слияниям/поглощениям, вознаграждения директорам и прибыли от участия в сделках в качестве принципала (с базовыми и производными ценными бумагами). Не стесняйтесь требовать у компании письменного обязательства о полном раскрытии всех видов получаемого ею вознаграждения.

Некоторые финансовые фирмы, особенно крупные конгломераты, могут взимать плату со своих клиентов по нескольким схемам *одновременно*. Если вы проанализируете вышеуказанные компоненты вознаграждений — участие в прибылях, штрафы за переброску инвестиций и скрытое вознаграждение, — то увидите, что они могут либо усиливать, либо ослаблять общность интересов. Достаточно лишь сказать, что чем разнообразнее схемы, по которым вы оплачиваете услуги фирмы, тем труднее достичь адекватной общности интересов между консультантами и клиентом.

3. *Насколько отлажены административные системы компании?*

Эффективная административная инфраструктура — это решающий фактор, который гарантирует общность интересов стратега управления и его консультантов, включая финансового управляющего. Сегодня в индустрии управления состоянием редко найдешь идеальное сочетание строгой отчетности консультантов и общности интересов. Вместе с тем создать культуру отчетности чрезвычайно важно, поскольку она помогает всем заинтересованным сторонам согласовать индивидуальные интересы. Она также подает сигнал тревоги в случае, когда интересы расходятся. Какие бы практические трудности ни возникали при внедрении системы отчетности, делайте вместе со своим финансовым управляющим и его компанией все необходимое, чтобы их преодолеть.

Вот некоторые из проблем, с которыми вы столкнетесь. Компании, которые легче всего проходят проверку на общность интересов, чаще всего не дотягивают до требуемого уровня отчетности, и наоборот. Мелкие специализированные фирмы, менее обремененные конфликтами интересов по сравнению с крупными компаниями, обычно не могут оправдать серьезные затраты на сложные автоматизированные системы управления и отчетности. Как следствие, им приходится чаще прибегать к ручному труду, связанному с ошибками, и есть вещи, которые они попросту не могут сделать.

Финансовые конгломераты, особенно инвестиционные банки, располагают наиболее совершенными и сложными системами отчетности и предлагают продвинутые продукты с полным обслуживанием, но потенциальные конфликты интересов присутствуют практически во всем, что они делают. Нельзя быть уверенным, что ваши интересы всегда будут стоять у них на первом месте.

Если вы инвестируете в фондовые индексы или взаимные фонды, вопросы с общностью интересов и отчетностью решить проще. Всегда можно найти небольшие фирмы, в которых имеются адекватные административные системы, или выстроить свои отношения с крупными компаниями таким образом, чтобы избежать большей части конфликтов интересов. Используя альтернативные инвестиции в рамках активной стратегии, найти решение, которое обеспечит одновременно должную отчетность и общность интересов, может быть нелегко. Более того, очень мало компаний, как крупных, так и мелких, отслеживают долгосрочную историческую стоимость активов и денежные потоки, чтобы помочь клиентам выявлять долгосрочные, имеющие денежное выражение тенденции. Возможно, проявив некоторую настойчивость, вы сумеете убедить финансового управляющего или бухгалтера собирать для вас такую информацию. В нашей семье мы сами отслеживаем эти данные. Плюс ко всему мы занимаемся «теневым бухгалтером», чтобы контролировать точность систем и процедур нашего финансового управляющего и наших собственных.

Многим из нас приходилось сталкиваться с поиском оптимальных административных решений. Эта проблема представляет собой идеальную бизнес-возможность для компаний по управлению состоянием. На самом деле отраслевого стандарта здесь пока нет. Надеюсь, что в ближайшие годы эту возможность начнут активно разрабатывать и клиенты будут достаточно мудры, чтобы понять всю ее ценность.

4. Как в компании оцениваются результаты работы финансовых управляющих и какова система их вознаграждения?

Если финансовый управляющий хочет сохранить работу, он должен зарабатывать для своей компании деньги. Но в то же время он *обязан* создавать добавленную стоимость для своих клиентов. В идеальном мире эти две цели взаимосвязаны. Но в реальности большинство компаний эту добавленную стоимость даже не измеряет, а если и делает это, то оценка бывает сложной и неточной. Добавленная стоимость может принимать разные формы — например, управляющий может обеспечить клиенту положительное значение коэффициента альфа благодаря правильному выбору инвестиционного менеджера, выявлению скрытых рисков в портфеле клиента, хорошему совету по распределению активов при индексном инвестировании или просто указанию на то, что клиент тратит слишком много денег.

К сожалению, большинство фирм не утруждает себя оценкой добавленной стоимости. Некоторые даже не собирают информацию о том, как часто от них уходят клиенты.

Напротив, доходы (и прибыли), которые финансовые управляющие приносят своим компаниям, оцениваются предельно тщательно и точно. Как пра-

вило, руководство отслеживает эти показатели как на индивидуальном, так и на командном уровне. Зачастую эта информация распространяется внутри фирмы, чтобы поощрить соревновательный дух. За отличные показатели выдаются премии. Такая система поощрения и признания заставляет сотрудников постоянно доказывать свою эффективность. В той или иной степени это заложено в ДНК каждой компании и в принципе является необходимым условием, чтобы компания преуспела как коммерческое предприятие.

За долгие годы мне посчастливилось работать с такими консультантами, которые делают все возможное, чтобы защитить интересы своих клиентов, несмотря на препоны, которые возводит на их пути корпоративная система. Большинство таких финансовых управляющих проработали в своих фирмах много лет и приобрели очень лояльных клиентов. Они выстраивают тесные личные взаимоотношения, встречаются с ними на отдыхе, на рыбалке или на поле для гольфа. Со своей стороны лояльные клиенты предоставляют своим управляющим определенную гарантию занятости. Довольные клиенты означают стабильный доход. А поскольку оценить добавленную стоимость довольно трудно, хорошее обслуживание и тесные личные взаимоотношения зачастую являются лучшим способом удовлетворить клиентов.

Подобное сочетание — необходимость зарабатывать доход для компании и невозможность обеспечить прозрачную отчетность для клиентов — представляет собой серьезную проблему.

Позвольте рассказать вам три короткие истории из жизни, чтобы проиллюстрировать, как разные финансовые управляющие справляются со спецификой своей работы.

№ 1. Ева была превосходным консультантом, и несколько лет назад одна крупная управляющая компания переманила ее к себе. Соглашение об отказе от конкуренции запрещало предлагать услуги бывшим клиентам, и Ева неукоснительно его выполняла. Новая фирма пообещала ей дать ресурсы, чтобы создать свою собственную команду и беспрепятственно развивать свой бизнес. Но тут начался экономический спад, и сокращение деловой активности в отрасли вкупе с приходом нового руководства привели к тому, что приоритетами компании стали рентабельность и снижение издержек. Каждый месяц компания сравнивала доходы и прибыли каждого консультанта и распространяла результаты среди руководителей команд. Ева и ее лишенная ресурсов группа неизменно плелись в хвосте. Несмотря на то что уровень удовлетворенности ее клиентов был самым высоким в компании, требование «хороших показателей прибыли» ужесточалось и примерно через год Ева решила оставить фирму — ориентация на рентабельность стала слишком жесткой.

№ 2. Джордж был по-настоящему предан своим клиентам, хотя и работал на огромную финансовую компанию. Он всегда носил с собой два мобиль-

ных телефона и всегда был в пути. Клиенты могли звонить ему круглосуточно и без выходных. Джордж очень ревностно управлял своим бизнесом, лишь изредка перепоручая какие-то вопросы коллегам. Это позволяло ему поддерживать высокий уровень обслуживания и прибыльности.

Джордж был невероятным педантом — к недовольству других специалистов и офисного персонала, которым он регулярно устраивал разносы, поскольку знал, какие препоны способны возводить на пути клиентов его коллеги и как оперативно эти препоны разрушить. Прежде чем стать финансовым управляющим, он много лет проработал в компании на самых разных должностях и вдоль и поперек изучил ее системы и процессы.

Несмотря на то что компания Джорджа переживала слияния, меняла системы и подвергалась многочисленным реорганизациям, а схема вознаграждения Джорджа регулярно «корректировалась», ему удавалось ограждать своих клиентов от всей этой суеты. Пока его коллеги всячески старались снизить отток клиентов до приемлемого уровня на медвежьем рынке (2000–2002), Джордж не потерял ни одного клиента. В 2001 году в компании была введена система премиальных, которые выплачивались исключительно по усмотрению руководства. Якобы это было сделано с целью стимулировать командную работу, но на деле помогало компании управлять своими прибылями, поскольку премии были выделены в отдельную статью в бюджете. Пребывание «меж двух огней»: стремлением хорошо обслуживать клиентов, с одной стороны, и необходимостью удовлетворять ожидания фирмы — с другой, позволило полностью раскрыться талантам Джорджа. Когда финансовые рынки начали восстанавливаться, он ушел. Подозреваю, что в скором времени он появится вновь как учредитель или соучредитель независимой консалтинговой фирмы.

№ 3. Вторую половину 1990-х годов Марта работала на крупную брокерскую фирму, консультируя индивидуальных клиентов по вопросам инвестиционных портфелей. Здесь царил культура активного предпринимательства, которая давала консультантам свободу действий при условии, что они приносят фирме хорошие доходы. Эта фирма — одна из многих, которые оценивают работу консультантов на основе чистого дохода и никак не измеряют уровень оттока клиентов.

Однажды к Марте по рекомендации пришел успешный бизнесмен. Его компания сэкономила несколько миллионов долларов, которые нужно было инвестировать. Помимо этого, компания имела планы участия в прибылях и пенсионные планы с отложенным налогообложением, которыми нужно было управлять. Марта порекомендовала набор плавающих аннуитетов с инвестициями в акции. Одно из преимуществ состояло в том, что прирост активов подлежал отложенному налогообложению. Она порекомендовала плавающие аннуитеты для планов участия в прибылях и пенсионных планов, а также для налогооблагаемых счетов клиента.

Стоимость аннуитетов плюс комиссия за управление в сумме составили почти 4% в год, что съедало все налоговые льготы клиента при любой ситуации на фондовом рынке (кроме интенсивного роста). Вложение этих средств в индексный фонд, инвестирующий в акции, было бы не менее эффективным с точки зрения налогов, но годовые комиссионные были бы на 95% ниже. Более того, рекомендация разместить плавающие аннуитеты в инструментах с отложенным налогообложением была непростительной ошибкой.

Комиссионные с продажи аннуитетов позволили Марте неплохо заработать. Кроме того, приобретенные клиентом продукты предусматривали столь высокие штрафы за изъятие инвестиций, что, по сути, привязывали его к фирме-консультанту на несколько лет.

В конце 1990-х годов быстрый рост фондового рынка скрывал от клиента высокую стоимость аннуитетов. Но когда на рынке начался спад, последствия неправильно выбранной стратегии стали очевидны. Клиент понес серьезные убытки и ушел из компании Марты. Но свою долю она на тот момент уже получила и была полна решимости продолжать свою деятельность. Четыре года спустя ее прежний клиент все еще не мог избавиться от этих дорогих и неэффективных инвестиционных инструментов.

Эти примеры взяты из реальной жизни, я только изменил имена из соображений конфиденциальности. Все консультанты — настоящие профессионалы и, за исключением Марты, готовы делать все возможное, чтобы уравновесить требования своих работодателей с очень высокими стандартами обслуживания клиентов. Тем не менее, несмотря на все старания и сопровождающий их финансовый успех, этим управляющим временами с большим трудом удавалось поддерживать баланс.

Большинство консультантов, хотя и обслуживает множество клиентов, зависит от одного-единственного работодателя. Когда давление со стороны компании усиливается, все предпочитают ставить собственные интересы на первое место. При прочих равных это дает работодателю решающее слово при определении поведения сотрудников. Чем он настойчивей и чем выше уровень вознаграждения консультантов, тем труднее клиентам состязаться с руководством компании.

Задача стратега управления — заблаговременно создать профилактический противовес. В некоторых ситуациях он должен спорить со своим финансовым управляющим, но иногда лучше объединить усилия, чтобы вместе надавить на компанию и добиться того, что вам нужно.

Отступление 7.3. Доводы в пользу корпоративных доверительных собственников

Многие стратегии управления состоянием включают учреждение и управление трастами. Исходя из того, что трасты будут частью вашей комплексной стратегии, как выбрать доверительного собственника?

Управление доверительной собственностью — это серьезная обязанность, которая очень специфична по своей природе и влечет значительную ответственность. Кроме того, она неизбежно включает существенный административный компонент. Доверительными собственниками могут быть либо компании, либо отдельные люди. Лично я являюсь сторонником использования компаний, особенно для управления трастами, предназначенными исключительно для вашей собственной выгоды. Корпоративные доверительные собственники обычно обходятся дороже, чем индивидуальные, но профессиональный опыт и административные возможности, которые вы при этом получаете, стоят этих денег. Корпоративные доверительные собственники закладывают в свое вознаграждение стоимость страхования профессиональной ответственности на случай, если бенефициары будут преследовать их в судебном порядке. Индивидуальные доверительные собственники тоже могут преследоваться в судебном порядке, но обычно эту роль берут на себя друзья или члены семьи. У них редко имеется надлежащий опыт и возможности, чтобы защитить себя. Неужели вы хотите возложить такое бремя ответственности на своего друга или члена семьи?

В использовании корпоративного доверительного собственника есть еще два неоспоримых преимущества, которые я считаю гораздо важнее тех, что указал выше. Первое — они практически бессмертны. Трастовые компании внезапно не умирают, не болеют и не уезжают в длительные отпуска. Они дают вам чувство стабильности и долгосрочной перспективы. Второе — умение сказать «нет» бенефициарам. Семейные отношения — сложная штука, и в случае непонимания и разногласий корпоративные доверительные собственники могут выступить в роли объективных, беспристрастных арбитров. Большинство людей понимает, что трастовая компания не пойдет на поводу у своих чувств, если это противоречит ее фидуциарной обязанности выполнять волю учредителя или осуществлять административные функции в рамках закона. Если есть семейные междоусобицы, расточительные дети или проблемы с опекой/попечительством, и даже если в семье царят мир и согласие, включение корпоративного доверительного собственника в стратегию управления состоянием дает вам ценную перспективу, профессионализм и административные навыки.

Для профилактики синдрома самодовольства и самоуспокоенности у доверительных собственников рекомендую включить в договор условие, позволяющее увольнять их без объяснения причины в любое время в течение всего срока существования траста. Мы такой пункт в договор включили. Хорошим «устранителем» доверительных собственников может стать надежный юрист или бухгалтер.

Процедура найма финансового управляющего

Как я уже говорил, наем финансового управляющего — это самый ответственный шаг. Если вы точно следовали Модели стратегического управления состоянием, то сейчас вы уже можете составить подробную должностную инструкцию для финансового управляющего в контексте ваших ценностей, семейной ситуации и финансовой стратегии.

Составив инструкцию, займитесь поиском соответствующих компаний. Если вы ищете финансового управляющего для помощи с индексным инвестированием, хорошей отправной точкой будут такие фирмы, как Vanguard, Barclays, State Street Global Advisors или PIMCO. Иногда нужно глубоко покопаться в истории компании, чтобы узнать о ее возможностях управления индексными инвестициями. U. S. Trust, Northern Trust, Goldman Sachs и J. P. Morgan, например, занимаются индексным инвестированием, но не рекламируют его. Существует множество мелких финансовых бутиков и банков, например, M&I в Висконсине или Parametric Portfolio Associates в Сиэтле, которые специализируются на инвестировании в фондовые индексы.

За помощь в активном альфа-инвестировании можно обращаться практически ко всем вышеупомянутым фирмам.

Вне зависимости от избранной стратегии советую составить список из шести–восьми фирм, которые, на ваш взгляд, отвечают вашим требованиям. Включите в этот список разные типы организаций, в том числе независимых консультантов по финансовому планированию, а не только большие брокерские фирмы, взаимные фонды и банки. Постарайтесь найти мелкие специализированные фирмы по управлению активами или независимых управляющих финансовыми планами, чтобы иметь возможность изучить весь спектр предложений. По возможности наведите справки о конкретных консультантах, посетите интернет-сайт каждой фирмы. Постарайтесь сузить список до трех–четырех наиболее подходящих поставщиков финансовых услуг.

Теперь нужно составить письменный запрос на конкурсное предложение, который включает требования к финансовому управляющему, информацию о вас и вашей финансовой и семейной ситуации, а также список вопросов, на которые вы хотели бы получить ответ от каждой компании. В Отступлении 7.4 приведен примерный перечень таких вопросов. Составив запрос, узнайте в каждой компании имя и адрес конкретного человека, предпочтительно коммерческого директора подразделения по управлению активами. Поскольку финансовые компании не привыкли получать такие запросы, настаивайте на письменном ответе и не встречайтесь ни с одной из них, пока не сравните несколько ответов. Если какая-то фирма отказывается отвечать, вычеркните ее из списка и добавьте другую.

Если вы получаете удовлетворительный письменный ответ, назначьте встречу с человеком или людьми, которые будут отвечать за ваше обслужива-

ние. Можно еще раз задать им некоторые вопросы, которые вы задавали в запросе на конкурсное предложение, хотя у вас обязательно возникнут и другие вопросы, которые вы захотите задать лично. Спросите себя: смогу ли я работать с этими людьми? Они будут сами вести мои дела или перепоручат это другим специалистам? Согласны ли они с моей стратегией управления и с требованиями, которые я для них составил?

Если встреча вас не удовлетворила, разошлите дополнительные запросы на конкурсное предложение или назначьте встречу другим финансовым управляющим в той же компании.

Отступление 7.4. Запрос на конкурсное предложение

Составление запроса на конкурсное предложение — ключевой шаг в выборе финансового управляющего. Вот примерный перечень вопросов и просьб, с которыми вы должны обратиться к потенциальным поставщикам финансовых услуг.

1. Пришлите, пожалуйста, документы, где подробно описываются ваши услуги по управлению активами и финансовые продукты. По возможности приложите годовой отчет фирмы, включая финансовую отчетность. (Анализ отчетов за несколько лет позволит сделать вывод о стабильности и приоритетах компании. Читайте между строк; помните, что это отшлифованные рекламные документы.)
2. Кому принадлежит компания?
3. Вы можете предоставить данные об организационной структуре компании и группы, работающей с индивидуальными клиентами?
4. Что представляет собой команда, обслуживающая состоятельного клиента? Какое количество индивидуальных клиентов она обслуживает? Кого вы порекомендуете лично для меня? Как давно эта команда работает вместе? Сколько новых клиентов привлекает эта команда ежегодно в течение последних пяти лет? Сколько клиентов уходило от команды ежегодно в течение последних пяти лет? (Пожалуйста, пришлите мне резюме ключевых сотрудников, которых вы мне рекомендуете.)
5. Каким образом компания оценивает добавленную стоимость, которую команда создает для своих клиентов? Что она делает с информацией, которую собирает?
6. Как вы принимаете решения о стратегическом распределении активов в интересах клиентов? Как вы оцениваете риски? Ваши модели базируются на прогнозах или на исторической информации? На данных до или после уплаты налогов?
7. Как вы помогаете клиентам выбирать инвестиционных менеджеров? Вы получаете какое-либо вознаграждение за конкретные рекоменда-

- ции? Если да, то какое? Как вы можете подтвердить свою успешность в выборе инвестиционных менеджеров?
8. Какие вознаграждения и комиссионные я буду платить компании? Компания будет получать какой-либо другой доход от моих активов помимо указанного, в том числе брокерские комиссионные, банковские комиссионные или спред, продажные сборы, комиссионные 12b-1 или косвенное вознаграждение от поставщиков услуг, которых вы мне рекомендуете?
 9. Каким был уровень текучести профессиональных кадров в группе, обслуживающей индивидуальных клиентов, за последние пять лет? По какой схеме вознаграждаются ваши ключевые консультанты? На какой основе рассчитываются их премии? Как вы оцениваете степень удовлетворенности клиентов?
 10. Пожалуйста, пришлите мне образец вашего стандартного пакета отчетности для клиентов. Есть ли у вас возможность рассчитывать взвешенную во времени совокупную доходность всего портфеля активов, включая акции, облигации и взаимные фонды? А если в портфель будут включены альтернативные инвестиции, в том числе неликвидные, позволят ли ваши системы оценить их взвешенную во времени доходность?
 11. Вы можете разработать специальные составные индексы на основе рыночных индексов, с которыми можно будет сопоставлять результаты каждого инвестиционного менеджера и портфеля в целом? Запланирована ли на ближайшие два года модернизация систем финансового учета и оценки результативности инвестиций? Если да, опишите, какая именно.
 12. Какие административные услуги, помимо управления портфелем и оценки его доходности, предлагает команда, работающая с индивидуальными клиентами? Кратко опишите процедуры, обеспечивающие точное и своевременное оказание административных услуг. Имеются ли у вас онлайн-административные услуги, к которым у меня будет доступ?
 13. Можете ли вы назвать имена по крайней мере пяти клиентов, которые могут дать отзыв о вашей компании?
-

Опыт семьи Лукасов

Впервые с необходимостью сменить финансового управляющего мы столкнулись в 2001 году. До этого нас в течение семи или восьми лет обслуживал один и тот же человек. Он стал почти что членом нашей семьи, и, если бы его компания оказывала нам лучшую поддержку, мы бы, вероятно, до сих

пор работали с ним. Он был другом нашей семьи. Он заставлял свою компанию делать для нас такие вещи, которых она не делала больше ни для кого другого, — привлекать инвестиционных менеджеров извне, включать альтернативные инвестиции в безотзывные трасты и создать с нашей семьей товарищество, чтобы принимать инвестиционные решения.

Но не в его силах было изменить инфраструктуру отчетности компании, и нам постоянно приходилось бороться с системой. Поскольку отношения между нами были очень близкими, моя семья всецело доверяла этому человеку. Поэтому мне было особенно трудно убедить своих родных в необходимости перемен. Но в результате мы начали поиск нового финансового управляющего.

Нам требовался профессионал, способный управлять стратегией активного альфа-инвестирования в комплекте с альтернативными активами и тактическим распределением активов. Мы составили подробное описание нашей стратегии управления и сопровождающих ее требований. Мы хотели найти корпоративного доверительного собственника, который смог бы предоставить нам абсолютно открытую архитектуру, необходимую систему отчетности и который умел бы работать со многими категориями активов, включая альтернативные инвестиции.

Мы разослали запрос на конкурсное предложение восьми компаниям. Большею частью это были крупные банки с хорошо зарекомендовавшими себя отделами трастовых операций; пара крупных семейных офисов, старавшихся привлечь дополнительных клиентов (мультисемейные офисы), а также несколько инвестиционных банков, в которых имелись отделы трастовых операций. Мы открыто предупреждали каждую компанию, что в случае, если она будет выбрана, мы попросим ее подписать подробнейший меморандум, в котором она обязуется выполнять свои обещания.

Поиск нового финансового управляющего открыл нам глаза на нерадостную реальность. Прежде всего, когда маркетологи осознавали всю серьезность нашего настроя относительно ключевых требований, большинство признавались, что их фирмы не могут предоставить нам одновременно полностью открытую архитектуру и структуру отчетности. Некоторые настаивали на том, чтобы 50% активов управлялись внутри компании — предложение, от которого мы отказались. В конце концов мы нашли три фирмы в одной элитной группе. После обстоятельного собеседования с двумя фирмами мы решили провести переговоры с одной из них. Кончилось тем, что компания отказалась от заявлений, которые она делала в своих рекламных материалах, о своих способностях оценивать результаты инвестиций. (В итоге мы согласились платить дополнительное вознаграждение ее дочерней консалтинговой фирме, чтобы получить то, что хотели.) Вторым неприятным сюрпризом для нас стало поглощение этой компании в ходе переговоров — хотя ее представители заверили нас, что компания останется независимой.

Несмотря на все осечки и корректировки, мы все же нашли *свою* управляющую компанию, которая сегодня дает нам очень многое:

- общность интересов (если стоимость наших активов растет, вознаграждение повышается; если стоимость активов снижается, оно падает);
- адекватную систему отчетности;
- продвинутый пакет услуг, который поддерживает нашу стратегию активного альфа-инвестирования;
- я точно знаю, как и сколько я ей плачу;
- эта компания лучше платит своим сотрудникам, чем та, с которой мы работали раньше;
- благодаря местонахождению (Нью-Йорк) — богатый выбор конкурентоспособных профессиональных кадров;
- управление нашим портфелем индексных инвестиций с минимальным налогообложением.

Я бы отметил один существенный недостаток: из-за высокой текучести кадров за последние три года у нас сменилось четыре финансовых управляющих. К счастью, у нас есть стабильный семейный офис, поэтому частая смена финансовых управляющих не так негативно сказывается на нашей деятельности, как могла бы, если бы у нас не было собственной инфраструктуры или если бы нам каждый раз приходилось менять фирму. Сейчас нас обслуживает поистине замечательная команда, и мы надеемся, что сможем ее сохранить. К сожалению, в этой сфере никогда не знаешь, когда хорошие люди соберутся уходить. Возвращаясь к первому основному принципу управления активами, помните, что, если вы берете ответственность на себя, почти неизбежная смена консультантов не станет для вас катастрофой.

Заключение

В этой главе описывается центральная роль, которую играет финансовый управляющий и его компания. Это ваши главные помощники в реализации ваших планов и стратегии управления состоянием.

Большинство финансовых управляющих будут позиционировать себя как великих инвесторов. Вам же нужен великий администратор, который разделяет и всегда ставит во главу угла *ваши* интересы, а не интересы своего работодателя.

Теперь мы готовы перейти к теме налогообложения и способам его минимизации в целях получения оптимальных результатов управления состоянием.

Глава 7. Темы для обсуждения

1. Как вы отслеживаете результативность своих инвестиций? Как можно улучшить этот процесс?
2. Пользуетесь ли вы услугами финансовых консультантов, которые помогают вам в достижении ваших финансовых целей? Если да, обладают ли они всеми необходимыми качествами, описанными в этой главе?
3. Приходилось ли вам работать с финансовыми консультантами, которые принимали бы ваши интересы близко к сердцу? Если нет, знаете ли вы, как найти таких консультантов?
4. Считаете ли вы, что чем больше у вас консультантов, тем труднее вам достичь своих финансовых целей?
5. Вы когда-нибудь оценивали стоимость своих активов в конце каждого года? Если нет, убедились ли вы в необходимости такой оценки, прочитав эту главу?
6. Вы когда-нибудь узнавали, как и сколько вы реально платите своей управляющей компании? Эта глава помогла вам разобраться в том, какие вознаграждения и комиссионные могут с вас взять?
7. Может ли финансовый управляющий ставить интересы своих клиентов на первое место, но при этом действовать в интересах фирмы, на которую он работает?
8. Вы получили достаточно информации, чтобы составить запрос на конкурсное предложение для финансовых компаний?
9. Захотелось ли вам сменить выбранную стратегию инвестирования, когда вы узнали больше о требованиях к финансовым управляющим в контексте каждой из трех инвестиционных стратегий?

ПРИМЕЧАНИЯ

¹ Институт дипломированных финансовых аналитиков (Chartered Financial Analyst Institute) – организация, объединяющая профессионалов в области инвестиционного менеджмента и ставящая своей целью внедрение и контроль соблюдения высочайших стандартов профессионального поведения и деловой этики в инвестиционном бизнесе. В рамках своей программы Институт разработал стандарт для оценки эффективности инвестиций в США и постепенно разрабатывает такие стандарты для всего мира. Американский стандарт называется AIMR (Ассоциация инвестиционного менеджмента и исследований) Performance Presentation Standards или AIMR-PPS. Стандарты регулярно проверяются и обновляются, чтобы дать инвесторам возможность как можно более справедливо оценивать эффективность своих инвестиций и точно сравнивать эффективность различных менеджеров. За более подробной информацией о AIMR-PPS зайдите на <http://www.cfainstitute.org/cfacentre/ips/pps/aimrpps.html>. О самом Институте можно узнать на сайте <http://www.cfainstitute.org>.

² Многие компании, продающие чужие продукты, заключают договора на обслуживание с фирмами, чьи продукты они продают. Такие соглашения часто включают условия о разделении прибылей и затрат, а также условия о предоставлении информации о клиентах и маркетинговом сотрудничестве.

0,000 ГЛАВА 8 000,000,000,
00,00 НАЛОГИ 000,000,000,0
,000, КАК СОЮЗНИКИ 000,00

Позитивное невмешательство всегда окупает себя.

Чарльз Д. Эллис,
управляющий партнер
компания Greenwich Associates

Всем известно, что налоги занимают первое или второе место в списке главных статей расходов благополучных американцев. Так, в 1998 году мы заплатили налоги на сумму, всемерно превосходящую прибыли по одному из сегментов наших инвестиций! Сегодня это — вторая по размеру утечка в нашем бюджете после личных расходов, а без грамотного планирования была бы первой.

Для сравнения: многие институциональные инвесторы (например, пенсионные и благотворительные фонды), имеющие миллиарды долларов инвестиций, вовсе не платят налогов.

Что сделать, чтобы законным образом минимизировать свои налоги?

В нашей семье налоговая эффективность является неотъемлемым элементом инвестиционной стратегии, однако большинство инвестиционных менеджеров не сильно заботятся о минимизации налогов, поскольку лично им эти усилия никакой выгоды не приносят. Результаты их работы практически всегда оцениваются на основе показателей до уплаты налогов. Я хочу, чтобы вы поняли два главных момента. Во-первых, крайне важно оценивать результаты инвестиционной деятельности после уплаты налогов. Во-вторых, при правильном управлении налоги могут стать вашими союзниками в деле сохранения и приумножения вашего состояния.

Налоговый кодекс США работает таким образом, что чем вы состоятельней, тем больше у вас возможностей решать, когда и сколько налогов платить. Кроме того, в Налоговом кодексе заложено множество поблажек, которые позволяют снизить риски и помогают быстрее расти активам.

В этой главе вы узнаете, как сделать налоговую эффективность каркасом и ядром вашей стратегии управления состоянием и тем самым обеспечить себе максимально возможный уровень чистого дохода.

С чего начать?

На сегодняшний день в США действует столько налоговых законов и правил, что ими можно заполнить огромную библиотеку. Американским налогоплательщикам приходится выполнять требования федерального Налогового кодекса, налоговых кодексов пятидесяти штатов и налоговых кодексов нескольких тысяч округов и городов. Описывать их различия не имеет смысла,

вы приобрели эту книгу явно не в поисках зубодробительного анализа всех этих тонкостей.

Налоговый кодекс предлагает ряд привлекательных льгот для состоятельных инвесторов, но при определенных условиях создает для них же серьезные неудобства. Следовательно, как стратег управления вы должны уяснить для себя следующее.

1. Налоговые власти США являются вашими инвестиционными партнерами.
2. Вам выгодней ориентироваться на долгосрочные инвестиции в долевые инструменты.
3. Правильное налоговое планирование позволяет увеличить прибыли.
4. Не злоупотребляйте пенсионными планами и планами отложенной оплаты труда.
5. Не вкладывайте деньги после уплаты налогов в инструменты с отложенным налогообложением.

Советую изучить эти пять ключевых моментов, обсудить их с финансовым управляющим и бухгалтером и включить в стратегию управления. Не пугайтесь математических выкладок, они рассчитаны на более искушенных читателей. Я постарался отделить расшифровку от самой концепции, чтобы вы сами решали, хотите ли вы углубляться. Однако имейте в виду, что управление состоянием — это цифры и еще раз цифры.

1. Налоговые власти США являются вашими инвестиционными партнерами

В предыдущих главах я уже говорил о ваших партнерах в деле управления активами — бухгалтерах, юристах и инвестиционных менеджерах. Но существует еще один — Служба внутренних доходов и местные налоговые органы.

Подходный налог был узаконен 16-й Поправкой к Конституции США, а первый закон о подоходном налоге был принят в октябре 1913 года. С конца Первой мировой войны максимальная налоговая ставка постоянно менялась, то подскакивая до 90%, то снижаясь до 28%, пока не остановилась на сегодняшних 35%. Поначалу этот вопрос касался только супербогатых людей, но большинство тех, кто сейчас читает эту книгу, скорее всего платит подоходный налог по предельной ставке, даже будучи на пенсии. Вполне логично, что ставки налога на краткосрочный прирост капитала отражают ставки подоходного налога. Скорее всего, они так и будут идти в упряжке, если только не произойдет серьезной реформы федерального Налогового кодекса.

Напротив, с 1929 года ставка налога на долгосрочный прирост капитала всегда была ниже предельной ставки подоходного налога (за исключением двух лет) и колебалась в пределах от 40 до 15%. Заметьте, это гораздо более узкий и низкий диапазон, особенно если учесть, что барьер в 30% превышался лишь на короткое время, да и то по вполне обоснованным экономическим причинам.

Сегодня федеральный подоходный налог является крупнейшим источником дохода для федерального правительства, составляя примерно 45% от всех налоговых сборов. Это в 10 раз больше, чем приносят налоги на прирост капитала. Когда правительству нужно резко увеличить доходы, оно традиционно повышает подоходный налог (и, вероятно, сделает это снова). Иногда оно может одновременно повысить налоги на прирост капитала, но вероятность того, что они когда-либо сравняются со ставками подоходного налога, крайне мала.

Учитывая вышесказанное, я предпочитаю рассматривать налоговые власти США как инвестиционного партнера, а не противника. Более того, я рассматриваю это партнерство с весьма нетрадиционной точки зрения — с какой именно, вы узнаете в следующих трех абзацах.

Во-первых, выбирая стратегию управления состоянием, важно помнить, что хотя государство устанавливает правила, кто и сколько должен платить, на деле оно выступает как негласный партнер. Каждый налогоплательщик вправе применять положения Кодекса так, как это ему выгодно. (Подробнее об этом смотрите ниже.) Наши действия и решения оказывают огромное влияние на наше налоговое бремя.

Во-вторых, в отличие от бухгалтеров, юристов и инвестиционных менеджеров, которые зарабатывают на ваших активах независимо от того, насколько успешными оказались ваши инвестиции, *налоговые власти получают деньги только тогда, когда вы получаете прибыль.*

В-третьих, в обмен на налоги государство предоставляет вам целый спектр услуг, включая защиту, неотложную помощь, правовую систему, экономическое регулирование, социальное обеспечение и коммунальную инфраструктуру (дороги, школы и пр.). Все эти услуги обеспечивают стабильное общество, гарантируют свободную торговлю и, главное, позволяют вам стать богатым человеком. Много ли миллиардеров вы знаете в Судане? Даже в Западной Европе состояния не создаются с такой скоростью, как в Соединенных Штатах. Свой случай в пример я не беру.

2. Вам выгодней ориентироваться на долгосрочные инвестиции в долевыe инструменты

Налоговый кодекс поощряет долгосрочные инвестиции.

Долгосрочные инвестиции облагаются налогом по минимальной ставке

Сегодня предельная ставка налога на краткосрочный прирост капитала составляет 35% — то есть, продавая прибыльный инструмент через год или меньше со дня покупки, вы отдаете государству больше трети своей прибыли.

Для сравнения: предельная ставка налога на долгосрочный прирост капитала составляет 15%, что на целых 57% ниже, причем вы не платите этот налог до момента продажи. Дивиденды по акциям обычно облагаются по этой же низкой ставке, даже в первый год, но платить налог приходится ежегодно.

Таким образом, чем дольше вы держите растущий в цене объект вложений, чем больше выгод получаете.

- Отложенные налоги на прирост капитала подобны беспроцентному кредиту.
- Позитивное невмешательство окупает себя.
- Отложенные налоги на прирост капитала дают вам защиту от риска убытков.
- Можно вообще не платить налогов на прирост капитала.
- Инвестирование в акции снижает налоговую ставку для «личных расходов».
- Снижение налогов на прирост капитала — это золотое дно для долгосрочных инвесторов.

Совокупная выгода от долгосрочного владения активами может быть очень весомой, пока активы растут в цене. Здесь мне придется немного углубиться в теорию бухучета и цифры. Не пролистывайте эти страницы, даже если вы не сильны в математике и бухучете. В конце концов, это *ваши* деньги, а налоги съедают немалую их часть.

ОТЛОЖЕННЫЕ НАЛОГИ НА ПРИРОСТ КАПИТАЛА ПОДОБНЫ БЕСПРОЦЕНТНОМУ КРЕДИТУ

Уплата налога на долгосрочный прирост капитала может быть отложена до момента продажи актива, даже если это произойдет через 86 лет, как в случае с моей семьей, владевшей акциями Carnation. Нереализованный прирост капитала по акциям означал, что в балансе нашей семьи в течение всех этих лет накапливалось, но не оплачивалось налоговое обязательство перед Службой внутренних доходов.

Это все равно что получить беспроцентный кредит от государства! Кредит, который помимо отсутствия процентов обладает еще рядом привлекательных преимуществ. Во-первых, государство ни при каких условиях

не может потребовать возврата ссуды. У вас есть право держать ее так долго, как вы хотите, пока не продадите лежащий в ее основе актив. Во-вторых, в большинстве случаев размер кредита варьирует пропорционально успешности вашей инвестиции. Чем больше прирост, тем больше кредит.

ПОЗИТИВНОЕ НЕВМЕШАТЕЛЬСТВО ОКУПАЕТ СЕБЯ

Концепцию позитивного невмешательства лучше всего проиллюстрировать при помощи цифр. Давайте понаблюдаем за двумя инвесторами, которые платят федеральный налог на долгосрочный прирост капитала по полной ставке в 15%. Итак, они покупают одинаковые активы за 100 000 долл.

Первый держит актив в течение нескольких лет и продает его за 1 000 000 долл., т. е. с 900%-ным увеличением стоимости первоначальной инвестиции. Он платит налог на прирост капитала с суммы в 900 000 долл. (15% от 900 000 долл. составляют 135 000 долл.) и остается с 865 000 долл.

Второй не столь терпелив, он рано продает свой актив и получает 200 000 долл. На реализованный прирост капитала в 100 000 долл. он платит налог в размере 15 000 долл. и остается с 185 000 долл. Потом он понимает, что продал слишком рано, и ему удается выкупить актив по той же цене в 185 000 долл. Теперь он ждет, пока стоимость актива не вырастет в пять раз, достигнув 900% от первоначальной стоимости. После уплаты федерального налога в 15% на прирост капитала в 740 000 долл. второй инвестор остается с 814 000 долл.

Нетерпеливость второго инвестора обходится ему в 51 000 долл. (разница между 865 000 и 814 000 долл.)!

Более того, если второй инвестор в первый раз продает актив в течение одного года после его покупки, он платит налог на краткосрочный прирост капитала по ставке 35% (35 000 долл.), а не 15% (15 000 долл.). После реинвестирования, повышения стоимости актива и уплаты 15%-ного налога на долгосрочный прирост капитала его суммарный доход от вложения составит всего 726 000 долл. — немалая разница с уже урезанным доходом в 814 000 долл. Как видите, цена краткосрочных инвестиций слишком высока.

Наконец, давайте посмотрим еще на двух гиперактивных инвесторов, которые продают (и покупают) всякий раз, когда стоимость акций увеличивается на 100 000 долл. Другими словами, чтобы получить 900%-ный прирост, они продают и покупают девять раз. Один инвестор платит налог на долгосрочный прирост капитала по ставке 15%, поскольку всегда выжидает не менее года, прежде чем продать и купить снова. Второй платит налог на краткосрочный прирост капитала по ставке 35%, поскольку всегда продает и покупает до истечения одного года.

Сколько денег у них останется, после того как стоимость первоначальной инвестиции вырастет на 900% и будут выплачены все налоги? Первый получит 742 318 долл. А второй всего 489 793 долл.! Интересно, что самый большой

убыток второй инвестор терпит вовсе не из-за более высокой налоговой ставки. Дело в том, что он лишает себя возможности заработать прибыль на деньгах, которые он ежегодно отдает государству.

На рис. 8.1 представлена сводка данных по этим пяти примерам.

Теперь вы видите преимущества долгосрочных вложений. Большинство из них вряд ли принесет доход в 900% за два года, пять и даже десять лет. Но если исходить из 20 лет, то доход в 900% — это 12,2% в год, а 30 лет — 8% в год. Многие инвестиции могут приносить и приносят такие доходы с течением длительного времени. Так что издержки краткосрочного мышления вполне реальны.

Сколько стоит краткосрочное инвестирование

	Размер инвестиции, долл.	Доход до уплаты налогов, %	Чистый доход, долл.	Цена краткосрочных действий, долл.
Долгосрочное владение	100 000	900	865 000	0
Среднесрочная продажа	100 000	900	814 000	51 000
Краткосрочная продажа	100 000	900	726 000	139 000
Периодическая долгосрочная продажа	100 000	900	743 953	121 037
Периодическая краткосрочная продажа	100 000	900	490 668	374 332

Рис. 8.1. Высокая оборачиваемость инвестиционного портфеля недешево обходится налогооблагаемым инвесторам

Предлагая льготы долгосрочным инвесторам, Налоговый кодекс делает инвестиционный доход и краткосрочный прирост капитала дорогим удовольствием. Поэтому, прежде чем инвестировать в активы, производящие высокий уровень текущего дохода и краткосрочного прироста, стоит сравнить их ожидаемую доходность после уплаты налогов с доходностью более эффективных с точки зрения налогообложения альтернатив.

Отступление 8.1. Альтернативный минимальный налог

Закон об альтернативном минимальном налоге (АМН) использует схему исчисления, которая лишает вас большей части популярных вычетов из налогооблагаемой базы (это касается в том числе подоходного и налогов штата на имущество). Если налоговые обязательства по АМН

превышают обязательства по обычному подоходному налогу, вы платите АМН. Ежегодно под него подпадают миллионы американских налогоплательщиков.

В принципе ставки АМН ниже ставок обычного подоходного налога. Они составляют 26% с первых 175 000 долл. дохода и 28% с дохода сверх этой суммы. Стандартная ставка 15% на долгосрочный прирост капитала и дивиденды на акции действуют и для плательщиков АМН. Поэтому даже при АМН вы получаете весомый стимул быть долгосрочным инвестором.

До продажи крупных активов многие получают довольно высокий заработок и имеют мало вычетов, поэтому ставка их подоходного налога бывает выше предельной ставки АМН в 28%. После продажи активов эти люди получают более высокие постатейные вычеты, которые не проходят по АМН, более низкие зарплаты и больший незаработанный доход. Помимо этого, доходы от некоторых инвестиций подпадают под АМН и не подпадают под обычный подоходный налог. Короче говоря, после того как вы накопили большое и диверсифицированное состояние, избежать АМН гораздо труднее.

Многие индивидуальные инвесторы размещают часть своих активов в муниципальных облигациях, поскольку те не облагаются налогом. Но существует множество видов муниципальных облигаций, и не все они имеют одинаковый налоговый режим. Так, муниципальные облигации общих обязательств (GO bonds) освобождены от федерального налога — в том числе от АМН. Если держатель облигаций проживает в том же штате, где они выпущены, эти облигации обычно освобождаются и от налога штата. В то же время другой распространенный класс муниципальных облигаций — так называемые облигации для финансирования частных задач, которые обычно выпускаются под конкретные проекты, — не освобождены от альтернативного минимального налога. Эти облигации часто обладают более высокой доходностью, чем облигации под общее обязательство, но для тех, кто находится в группе АМН, чистый доход за вычетом налогов будет ниже. Многие фонды, инвестирующие в муниципальные облигации, покупают облигации для финансирования частных задач с целью повысить свою заявленную доходность. Обязательно проверьте, соответствует ли налоговая стратегия фонда вашему собственному налоговому статусу.

ОТЛОЖЕННЫЕ НАЛОГИ НА ПРИРОСТ КАПИТАЛА ДАЮТ ВАМ ЗАЩИТУ ОТ РИСКА УБЫТКОВ

Налоговый кодекс США защищает инвесторов от риска убытков. Реализованные убытки от одной инвестиции можно использовать для уменьшения прибыли от другой инвестиции. Разумеется, здесь имеются некото-

рые нюансы, которые усложняют это общее правило², поэтому обязательно поработайте со своим бухгалтером, чтобы обеспечить правильное проведение зачетов. В целом же прибыли и убытки от акций, облигаций, хедж-фондов и других инструментов, которые инвестируют в публичные компании, могут быть использованы для взаимозачета.

Каждую осень мы проверяем наши активы на предмет убытков, которые можно реализовать, чтобы уменьшить свое налоговое обязательство на этот год. Иногда удается заменить какой-нибудь взаимный фонд или акции на похожие и уменьшить налоговое бремя без значительного изменения общего портфеля или без существенных операционных издержек. Это несложно и позволяет сэкономить реальные деньги, а при продуманных действиях и риск незначителен.

Еще одно преимущество налоговой защиты от риска убытков в том, что ваш негласный партнер (государство) теряет несоизмеримо больше, когда ценные бумаги падают в стоимости. Налоги платятся только с прибыли, а не с общей стоимости инвестиции. Если один из высокодоходных инвестиционных инструментов дешевет, скажем, на 30%, то отложенное налоговое обязательство уменьшается более чем на 30%, поскольку размер прибыли уменьшается больше, чем суммарная стоимость. Вместе с тем ваша доля прибыли (за вычетом отложенного налогового обязательства) уменьшается менее чем на 30%. Это происходит только с налогооблагаемыми счетами. Для пенсионного плана или аннуитета снижение на 30% означает снижение на 30% всего.

Защита от убытков, предлагаемая Налоговым кодексом, более актуальна для акций, чем для облигаций. Облигации почти всегда продаются в пределах плюс-минус 25% от их номинальной стоимости в 100 долл. Поэтому уровень прироста капитала или убытков и соответственно налог на прирост капитала здесь довольно низки. Акции же могут вырасти в несколько раз, накапливая огромные суммы нереализованного дохода.

Взаимные фонды, инвестирующие в акции, и хедж-фонды с высокой оборачиваемостью портфелей также получают гораздо меньше пользы от этого вида налоговой защиты, чем инвесторы, применяющие стратегию «покупать и держать».

Я никогда не видел, чтобы компании по управлению активами включали в свои модели распределения активов налоговую защиту от риска убытков. В этом случае в своих рекомендациях они бы делали акцент на долгосрочных инвестициях в акции (и недвижимость), а не на облигациях, хедж-фондах и других неэффективных с точки зрения налогообложения инструментах, особенно по мере того, как в портфеле клиента накапливается нереализованный прирост капитала.

В течение нескольких лет после продажи крупных активов прирост капитала в портфелях не так уж велик. Это увеличивает риски, поскольку вам нечем компенсировать инвестиционные убытки. Их нельзя компенсировать за счет

уже реализованного дохода — придется ждать, пока портфель не накопит достаточно нереализованного прироста. Вот еще одна причина, почему следует выждать и не поддаваться искушению как можно быстрее запустить в работу свои новые ликвидные средства.

МОЖНО ВООБЩЕ НЕ ПЛАТИТЬ НАЛОГИ НА ПРИРОСТ КАПИТАЛА

Но для этого надо безукоризненно разыграть свои карты. Ниже приведены четыре тактики, абсолютно честные и простые в осуществлении. Они заложены в самом Налоговом кодексе (хотя, по-видимому, ситуация скоро изменится) и могут сэкономить вам миллионы долларов.

1. *Не продавайте.* Ни мой прадед, ни мой дед не заплатили ни цента налогов на прирост капитала по большей части акций Carnation, потому что не продавали их! Благодаря дальновидному планированию наследства акции передавались от поколения к поколению, продолжая увеличивать свою стоимость без уплаты налогов. Лишь в 1985 году, когда компания была продана — то есть 86 лет спустя после того, как первый ящик сгущенки покинул фабрику, — нам пришлось заплатить налоги на прирост капитала по этим акциям!
2. *Инвестируйте во взаимные фонды, специализирующиеся на акциях и управлении налогами.* Я рекомендую вкладывать деньги во взаимные фонды, предлагающие управление налогами (например, Vanguard), которые никогда не создают налоговых обязательств по приросту капитала, — даже если фонд продает часть акций. Менеджеры этих фондов стараются продавать акции, упавшие ниже своей стоимости. Затем они используют убытки для зачета доходов от акций компаний, которые растут в цене вследствие ожидаемого слияния или поглощения. Семья Лукасов использует похожий портфель индексных инвестиций с управлением налогами, но он структурирован как отдельный счет, предназначенный только для нас. Входной билет стоит дорого, но, в отличие от взаимного фонда, мы можем использовать убытки для компенсации доходов, которые получаем по другим инвестициям. Пока мы их не продаем, и особенно когда в эти инструменты вкладываем новые средства, налог на прирост капитала может десятилетиями быть очень небольшим или вовсе нулевым.
3. *Делайте пожертвования.* Вместо того чтобы продавать акции и платить налог на прирост капитала, мы периодически жертвуем их какой-нибудь некоммерческой организации или семейному фонду и получаем налоговый вычет. Затем некоммерческая организация продает наши акции. Поскольку она освобождена от уплаты налогов, налог на прирост капитала не платится. Жертвовать выросшие в стоимости акции гораздо выгоднее, чем жертвовать деньги, поскольку вам предоставляется налого-

вый вычет на сумму, которую вы бы получили (за вычетом налогов), если бы продали акции сами. Плюс к этому вам дается вычет на сумму, которая бы перешла государству в виде налогов. Короче говоря, вы не платите налог на прирост капитала, да к тому же получаете «супервычет», который уменьшает вашу налогооблагаемую базу.

4. *Смерть и налоги.* Если умерший человек владел выросшим в цене активом, Налоговый кодекс предусматривает льготный налог на прирост капитала. При распределении актива из имущества умершего ему назначается «нарастающая база». (Крупные наследства могут быть лишены нарастающей базы, если Конгресс реформирует налог на наследование, но одновременно Конгресс может существенно снизить действующую налоговую ставку.) Суть льготы в том, что начисленные налоги на прирост капитала не оплачиваются наследством, а получатель актива получает базовую стоимость, равную стоимости актива на момент смерти владельца. С этого актива взимаются налоги на наследование, но они рассчитываются без учета нереализованного прироста капитала. Небольшое наследство передается без налогов, но многомиллионное облагается солидно.

ИНВЕСТИРОВАНИЕ В АКЦИИ СНИЖАЕТ НАЛОГОВУЮ СТАВКУ ДЛЯ «ЛИЧНЫХ РАСХОДОВ»

Если вы расходуете деньги из своих вкладов, то от ваших трат и типа инвестиций, используемых для финансирования этих трат, зависит сумма, которую вы отдаете в государственную казну.

Если расходы оплачиваются за счет реализованного долгосрочного прироста капитала или дивидендов, они облагаются 15%-ным налогом. Если же они оплачиваются за счет процентного дохода, плавающего аннуитета или пенсионного плана, они могут облагаться по ставке 35% и выше с учетом налогов штата и местных налогов. В Нью-Йорке или Калифорнии совокупная ставка может достигать 50%.

Налоговая эффективность инвестиций определяет налоговую эффективность расходов. Инвестируя в акции и накапливая прирост капитала, вы можете существенно снизить утечку. Например, если вы берете деньги из долгосрочных прибылей и дивидендов на акции, а не из корпоративных облигаций, пособий по социальному обеспечению, аннуитетов или пенсионного плана 401k, то чистая экономия составит примерно 36 000 долл. на каждые 100 000 долл. личных расходов в год.

СНИЖЕНИЕ НАЛОГОВ НА ПРИРОСТ КАПИТАЛА — ЗОЛОТОЕ ДНО ДЛЯ ДОЛГОСРОЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ

Если бы государство занялось маркетингом, оно могло бы рекламировать действующие налоговые ставки на прирост капитала как самую выгодную

распродажу. Когда несколько лет назад ставка упала с 20% до 15%, она достигла самого низкого уровня за все 76 лет существования этого налога.

Такое снижение было обусловлено экономической необходимостью. И этот шаг себя оправдал. Когда налоговая ставка упала, размер «ссуды» государства инвестору, имеющему миллион долларов начисленных, но неуплаченных налогов (до снижения ставки), немедленно уменьшился на 250 000 (5% от 20%-ной базы, или 25% от 1 миллиона долл.). Эти деньги перешли от государства прямо в карман инвестора. Вот вам и бесплатные деньги! Те, кто пострадал от медвежьего рынка (2000–2002 гг.) и не имел прироста капитала, прямой выгоды не получили. Но это подтолкнуло их вкладывать деньги в акции, поскольку позволяло сохранить более высокий процент будущих прибылей. Неудивительно, что фондовый рынок быстро восстановился.

В будущем налоговые ставки, вероятно, поднимутся снова. Тогда вышеописанная формула будет работать в обратном направлении. Но «беспроцентные кредиты» от государства так выгодны, что налоги на прирост капитала должны будут вырасти очень сильно, чтобы свести на нет все преимущества беспроцентных кредитов, *пока ваш актив продолжает дорожать в долгосрочной перспективе*. Мой вам совет: если вы владеете акциями с большим нереализованным приростом, продавайте их только в крайних случаях, или — если считаете, что ожидается серьезный скачок налоговых ставок.

3. Правильное налоговое планирование позволяет увеличить прибыли

Хотя это не совсем очевидно, но вы можете увеличить доходность своего портфеля инвестиций благодаря правильному управлению налогами. При этом делать это можно с высокой степенью определенности.

Отступление 8.2. Агрессивные стратегии минимизации налогов всегда рискованны

Чем сложнее ваша налоговая ситуация, тем больше простора для толкования Налогового кодекса. Агрессивные стратегии минимизации могут сохранить значительные суммы, которые в другом случае перешли бы государству, хотя при современной низкой ставке налога на прирост капитала эти суммы гораздо меньше, чем несколько лет назад. Несмотря на то, что Служба внутренних доходов проверяет менее 1% всех налоговых деклараций, вы все равно сильно рискуете. Но главное, эти стратегии ограничивают вашу гибкость, необходимую при непредвиденных ситуациях, и налагают серьезное административное бремя.

Прежде чем вступать на путь активного управления налогами, лично я задал бы себе несколько вопросов.

1. Зачем мне нужны дополнительные деньги? Так ли велики сэкономленные суммы?
2. Существует ли менее рискованный способ достичь моих целей?
3. Смогу ли я защитить свою позицию? В этом деле документация и процесс имеют огромное значение. Оговаривайте все формулировки в заключениях юристов и аудиторов, чтобы избежать неверного истолкования. Консультант в любом случае деньги получит вперед, а все бремя риска ляжет на ваши плечи.
4. По карману ли мне проблемы со Службой внутренних доходов и возможный проигрыш?
5. Как отразятся на других членах семьи возможные проблемы со Службой внутренних доходов или неблагоприятное постановление суда и как это отразится на их отношении ко мне? Проблемы: потерянное время, стресс, вознаграждение юристам, задолженности по выплате налогов, проценты и штрафы.

Если ваши ответы отрицательны или вы в них не уверены, это сигнал тревоги.

Агрессивные стратегии несут с собой и другие потенциальные риски. Рискованной является любая налоговая стратегия, которая заставляет вас создать сегодня налоговое обязательство, которое подлежит оплате за счет волатильного актива когда-либо в будущем, особенно если затронутый актив и обязательство являются значительными с точки зрения вашего совокупного имущества. Результаты будут отличными, если стоимость актива будет расти, но если произойдет обратное, они могут оказаться катастрофическими. Нередки случаи объявления банкротства. К сожалению, даже оно не освобождает от задолженности по уплате подоходного налога.

Пока стратегия только начинает реализовываться, юристы и бухгалтеры охотно помогают с разработкой инфраструктуры, необходимой для обоснования и поддержания этой стратегии. Но ведь ее функционирование нужно поддерживать, и не год или два, а иногда более десятилетия. Изначально задействованные эксперты могут измениться сами, сменить работу или клиента. Поэтому для начала подумайте, готовы ли вы обеспечить новой стратегии достойную реализацию.

Когда сложная стратегия уже действует, дать обратный ход довольно накладно, а иногда и невозможно. К тому же налоговые ставки непредсказуемы. То, что казалось хорошим решением несколько лет назад, вдруг перестает быть таковым. Новые обстоятельства могут принести с собой разного рода неожиданные, дорогие и трудоемкие проблемы.

*Наймите несколько
многопрофильных, ориентированных
на минимизацию налогов менеджеров*

Большинство консультантов порекомендует вам нанять целую армию разных менеджеров. Вам предложат менеджера роста и менеджера стоимости для компаний с высокой капитализацией, менеджера для компаний с низкой капитализацией и международного менеджера плюс еще пяток других. Вам объяснят, что каждый из них является экспертом в своей области, и что при наличии команды вы в любой момент сможете оперативно перераспределить свои активы, а если вам не нравится тот или иной менеджер, просто сменить его. При индексационной стратегии тоже нередко рекомендуют этот подход. Он называется *матрица инвестиционных стилей*.

Институциональные менеджеры вот уже много лет успешно работают с матрицей стилей. Но они, как правило, не платят налоги, а вы платите.

Итак, посмотрим, как это выглядит. Менеджер стоимости покупает акции проблемной компании. Та со временем выходит из кризиса, начинает расти и ее акции дорожают. Менеджер стоимости продает акции и получает прибыль. Менеджер роста думает: «Пора!» и покупает их. Ваш портфель не изменился, но вы платите налоги и операционные издержки. Для крупных организаций эти расходы могут быть незначительными, но вас они ударят по карману. Регулярно продавая растущие акции, вы не накапливаете начисленные налоги и лишаете себя возможности разделить свои инвестиционные риски с государством.

Как решить эту проблему? Не стоит рекрутировать целый полк менеджеров. Чем их больше, тем менее эффективным в отношении налогов будет ваш совокупный портфель, поскольку покупок и продаж будет гораздо больше. Постарайтесь найти специалиста, компетентного и в области стоимости, и в области роста. Не нанимайте отдельно менеджеров для компаний с высокой и низкой капитализацией, если можно нанять одного. Как видно из предыдущего примера, компании регулярно переходят из портфеля роста в портфель стоимости и обратно. Если вы вкладываете в индексные фонды роста и стоимости, это практически неизбежно. Это же верно и для портфелей, включающих акции компаний с высокой и низкой капитализацией.

Если честно, при индексном инвестировании вам лучше (и нужно) использовать один-единственный портфель американских акций, который отражает весь рынок. Но для международного и внутреннего рынка стоит иметь отдельные портфели, потому что компании редко меняют страну регистрации.

Одна из прелестей налоговой эффективности заключается в том, что стремление минимизировать налоги очень упрощает вашу стратегию, одновременно увеличивая доходы от инвестиций.

Думайте о будущем смолоду

Почему я призываю выпускников колледжей или институтов, получающих скромные зарплаты и обремененных невыплаченными студенческими кредитами, вкладывать деньги в пенсионные планы, которые им не понадобятся ближайšie лет 40–50? Это связано с тем, что Эйнштейн называл «восьмым чудом света» — с эффектом сложных процентов. А еще это имеет множество последствий для налогов, которые вы платите.

Каждая тысяча долларов, вложенная в пенсионный план в двадцатипятилетнем возрасте и инвестированная в акции, имеющая возможность расти в течение 50 лет без уплаты налогов, к моменту вашего ухода на пенсию может превратиться в 100 000 долл. Если же вы начинаете откладывать на пенсию, скажем, в 45 лет, та же тысяча долларов, растущая с той же скоростью, принесет вам всего 10 000 долл. Как видите, дополнительные 20 лет позволяют десятикратно увеличить доход.

Возьмем мой случай. Сейчас я нахожусь на пике профессиональной карьеры, если считать, что я проработаю до 70 лет. В первые шесть лет после окончания университета я отчислял на свои пенсионные счета столько, сколько мог себе позволить, — в сумме около 50 000 долл. Я внес максимально разрешенную сумму на пенсионные счета 401k и IRA (индивидуальный пенсионный счет). К счастью, на мне не висел студенческий кредит, у меня была хорошая работа, а мой наниматель предлагал привлекательный пенсионный план. После ухода из компании я перевел свои деньги в отдельный сберегательный пенсионный фонд. Сегодня, находясь всего на полпути к пенсии, я владею активом стоимостью 700 000 долл. Если он будет расти в среднем на 10% в год, начиная с настоящего момента до тех пор, пока мне не исполнится 70 лет, первоначальное вложение в 50 000 долл. превратится в 7 миллионов! То есть в период с 21 года до 27 лет я, можно сказать, обеспечил себе безбедную старость.

Как и акции Carnation, мой пенсионный план — это инвестиция, которая непрерывно растет и не сокращается уплатой налогов и расходами. Более того, мой пенсионный фонд инвестирует не в одну компанию, а в широко диверсифицированный портфель, состоящий преимущественно из акций. Единственный неудачный момент заключается в том, что, когда я буду забирать свои деньги, мне придется платить подоходный налог, а не налог на прирост капитала со сравнительно низкой ставкой.

Сегодня государство предлагает отличный инструмент для пенсионных накоплений — так называемый счет Roth IRA (индивидуальный пенсионный счет Рота). Он не дает налогового вычета, когда вы вносите деньги (что в принципе не так важно, если вы относитесь к группе с низким доходом), но зато потом вы не платите никаких налогов, даже когда снимаете деньги! Если вы молоды, располагаете финансовыми возможностями, имеете низкую ставку налога или иным образом удовлетворяете квалификационным

требованиям, я бы советовал вкладывать в счет Rota все свободные средства. Если вы находитесь в более высокой налоговой категории, используйте комбинированный подход — например стандартный счет IRA или 401k плюс счет Roth IRA.

Высокое вознаграждение за управление и низкие доходы — плохое сочетание!

Платить высокое вознаграждение менеджеру и получать в обмен мало доходные инвестиции — бессмысленно. В этом случае вы страдаете вдвойне, поскольку ваши налоги начисляются с доходов до вычета вознаграждения. Большинство индивидуальных инвесторов не может использовать вознаграждение менеджера для уменьшения своей налогооблагаемой базы³. Например, если вы инвестируете в фонд с доходностью в 5% (без учета вознаграждения и налогов), вы платите налоги на полные 5%. При налоговой ставке 30% остается доход в 3,5%. После уплаты вознаграждения за управление инвестициями в размере 2% от стоимости активов вы остаетесь со смехотворно малым доходом в 1,5%!

Именно это однажды случилось с нами. Мы наняли менеджера, специализирующегося на технологическом секторе, который покупал акции и подолгу держал их. Оборачиваемость была очень низкой. Какое-то время все было хорошо, накопился большой нереализованный прирост капитала.

Хотя менеджер запросил вознаграждение в 2%, мы ничего не заподозрили, ведь его чутье вкупе с хорошей налоговой эффективностью более чем окупали высокие комиссионные. Но потом фондовые рынки начали падать, и менеджер пострадал вместе со всем остальным технологическим сектором. По прошествии почти восьми лет мы продали свой портфель акций. За этот период наша валовая доходность составила немногим более 6% — неплохой результат в условиях падающего рынка. Но после вычета налогов и вознаграждения нам остались жалкие 2%. Менеджер заработал на наших деньгах столько же, сколько мы сами! А поскольку вознаграждение было высоким, а доходы низкими, доля государства оказалась несоизмеримой. Продай мы свои акции во время роста технологического сектора, невозможность вычета вознаграждения за управление из налогооблагаемой базы не сказалась бы на нас так сильно и налоги не превысили бы приемлемого уровня. Наша недалковидность нам дорого обошлась.

4. Не злоупотребляйте пенсионными планами и планами отложенной оплаты труда

Пенсионные планы и планы отложенной оплаты труда пользуются особой популярностью, поскольку считается, что льготы в виде отложенного нало-

гообложения якобы делают их идеальными инвестиционными инструментами. Это не совсем так.

Они действительно отличные инструменты накопления, они позволяют отсрочить уплату налогов со средств, которые в противном случае подлежали бы налогообложению в течение многих и многих лет. Кроме того, не нужно платить налогов на прирост капитала, пока вы не снимаете деньги со счета. Однако когда вы забираете свои накопления, они облагаются подоходным налогом (а не налогом на прирост капитала), причем тем, который действует на момент их изъятия.

Эта ситуация требует серьезного анализа. Не может ли решение вкладывать деньги в пенсионный план или план отложенной компенсации оказаться хуже, чем решение просто заплатить налоги в момент получения дохода, а затем инвестировать чистый доход? Ответ будет «да» — если ставки подоходного налога существенно повысятся к тому времени, когда будут распределяться ваши активы с отложенным налогообложением. Но ответить, насколько могут повыситься ставки, не так-то просто. Существует множество переменных, спрогнозировать которые чрезвычайно трудно, — например, будут ли самостоятельные инвестиции прибыльней, чем инвестиции в план, или когда вам стоит забирать свои накопления. Но самая важная переменная — это изменение налоговых ставок. Если предельная ставка подоходного налога поднимется на 10%, это сведет на нет все преимущества большинства пенсионных планов.

Кроме того, возникают вопросы с ликвидностью. Пенсионные планы и планы отложенной оплаты труда зачастую предусматривают штрафы за преждевременное изъятие активов. Неизвестно, как обернется жизнь, а эти планы дают вам гораздо меньшую гибкость, чем непосредственное владение активами. Вот почему я предлагаю диверсифицировать налоговые инструменты так же, как инвестиции.

Как принять решение

Ниже перечислены факторы, которые влияют на привлекательность конкретных инструментов с отложенным налогообложением.

- *Налоговый статус вкладов.* Оптимальный вариант — размещать заработанный доход до вычета налогов в инструмент с отложенным налогообложением, например в пенсионные планы и планы отложенной оплаты труда. Однако некоторые инструменты с отложенным налогообложением, такие как аннуитеты, счета Roth IRA и программы накопительного страхования жизни, не могут финансироваться за счет средств до уплаты налогов.
- *Налоговый статус выплат.* Сравните налоговые режимы всех доступных инструментов с отложенным налогообложением. Например, поскольку

на счета Roth IRA могут вноситься только средства после уплаты налогов, прирост капитала и квалифицированные выплаты с них *не* подлежат налогообложению. Это весьма выгодная сделка плюс низкие комиссионные за управление. Что касается аннуитетов, то определенная часть каждой выплаты облагается налогом как доход, а оставшаяся — рассматривается как прибыль на капитал и не облагается налогом. Бенефициары по полисам страхования жизни не платят налогов, но если ваша жизнь застрахована, вы вряд ли сможете воспользоваться этой льготой (хотя это может стать ценным подарком для членов вашей семьи). Если вы досрочно прекращаете страховку с возвратом накопленных средств, разница между суммой возврата и чистой суммой, вложенной в полис, обычно облагается подоходным налогом. Выплаты по стандартным пенсионным планам полностью облагаются подоходным налогом. Если вы забираете деньги раньше установленного срока (обычно до достижения 59 лет), государство взимает дополнительный штраф.

- *Будущие налоговые ставки.* Учитывая текущее состояние государственной казны, демографическую ситуацию в США и низкие ставки федеральных налогов, можно ожидать, что налоговая ставка для ваших активов с отложенным налогообложением на момент их распределения будет выше, чем текущая ставка подоходного налога. Большинство читателей, скорее всего, окажутся очень близко к максимальной ставке подоходного налога после выхода на пенсию. Такое положение дел существенно снижает для них привлекательность планов с отложенным налогообложением, особенно если налоговые ставки на долгосрочный прирост капитала не взлетят так же высоко. Если вы держите активы в плане с отложенным налогообложением и предвидите значительное повышение налоговых ставок, цена за изъятие активов до достижения пенсионного возраста может быть очень высокой.
- *Инвестиционная стратегия.* Если вы инвестируете в фондовые индексы, ценность инструментов с отложенным налогообложением для вас резко снижается, потому что вы и без того отсрочиваете большую часть своих налоговых платежей. Но если вы используете активную стратегию, то есть регулярно покупаете и продаете, то инструменты с отложенным налогообложением позволят отсрочить налоговые выплаты до момента изъятия активов.
- *Возраст.* Чем ближе пенсионный возраст, тем ниже для вас ценность механизмов отложенного налогообложения. Многие планы требуют от инвесторов забирать накопления по достижении 70 лет. Если вам осталось до пенсии 10 лет, тщательно взвесьте альтернативу — вкладывать больше средств в пенсионный план или же выплачивать подо-

ходный налог сегодня. Возможно, вы предпочтете держать деньги в абсолютно гибкой, доступной форме, вместо того чтобы пытаться сэкономить немного на налогах.

- *Дополнительные расходы.* В некоторых пенсионных планах с инвесторов взимается административный сбор, чего нет в налогооблагаемых счетах. Эти дополнительные расходы сводят на нет преимущество налоговых льгот, особенно для портфелей с низкой инвестиционной доходностью.
- *Плата за изъятие/переброску средств.* Желательно иметь свободный доступ к денежным средствам на счете: вам срочно могут потребоваться деньги или же вы сочтете свою инвестицию в план с отложенным налогообложением неэффективной. Многие планы предоставляют инвесторам некоторую гибкость, позволяя им изымать или занимать деньги без штрафа. Но если вы забираете сумму сверх оговоренного процента, плата может быть очень высокой. Государство тоже облагает налогом (иногда с дополнительными штрафами) лиц, которые преждевременно забирают свои накопления из планов с отложенным налогообложением.

Выбор непрост даже для экспертов. К сожалению, наша финансовая система всячески поощряет активное использование инструментов с отложенным налогообложением и никак не заинтересовывает консультантов в проведении проверки реального положения дел.

5. Не вкладывайте деньги после уплаты налогов в инструменты с отложенным налогообложением

Если я выступаю в поддержку пенсионных планов и планов отложенной оплаты труда, то почему отговариваю вас вкладывать деньги после уплаты налогов в планы с отложенным налогообложением?

Во-первых, даже незначительное повышение ставок подоходного налога может уничтожить все преимущества этих конструкций. Во-вторых, многие из них включают высокие административные сборы (помимо комиссионных за инвестиции), которые урезают инвестиционный доход. Со страхованием жизни ситуация немного иная, поскольку при выплате компенсаций в связи со смертью застрахованного налог не взимается. И, кроме того, здесь можно получить некоторые льготы для налога на наследство, если только Конгресс полностью не отменит этот налог. Однако стоимость планов накопительно-го страхования жизни обычно съедает все налоговые льготы, которыми они наполнены, особенно в ситуациях со скромными инвестиционными доходами. Меня, например, упорно донимают страховые агенты, уговаривая купить

план накопительного страхования жизни. Хотя полис срочного страхования жизни я считаю полезным продуктом, и он у меня есть, советую вам отказаться от планов накопительного страхования.

Если вы покажете эти строки страховому агенту (аннуитеты также продаются через страховые компании), он скажет, что у меня просто-напросто предубеждение в отношении их продуктов. Держу пари, чтобы опровергнуть мою точку зрения, он приведет следующие аргументы.

- Бенефициары по полисам страхования жизни не платят налоги на полученные доходы.
- Ставки налогов на прирост капитала вполне могут повыситься.
- Облигации — безусловно хороший инвестиционный инструмент и вам нужны именно они.
- Выйдя на пенсию, вы окажетесь в более низкой налоговой вилке.

Выслушав все это, попросите агента сравнить доходность его продуктов (после уплаты вознаграждений и налогов) с доходностью диверсифицированных индексных фондов (с переносом налогового убытка или без него). Пусть агент рассмотрит различные сценарии, проведет расчеты, проанализирует предположения, тогда вы и примете решение⁴. Думаю, вы придете к тому же выводу, что и я.

Если же нет, то непременно изучите особые условия (обычно напечатанные мелким шрифтом) о плате за расторжение страхового договора, если вы вдруг решите отказаться от страховки. Затем прочитайте раздел, в котором оговаривается право страховой компании по своему усмотрению повышать размер административных сборов. Хотя она не может повышать их безгранично, все же те контракты, что я видел, дают компаниям слишком большую гибкость. Агент заверит, что они никогда не поднимали плату для своих клиентов, по крайней мере на его памяти. Но помните, что рынок облигаций остается бычьим вот уже 25 лет. А поскольку страховые компании вкладывают деньги главным образом в облигации, агентам «ветер дует в спину». Но если процентные ставки вдруг поднимутся, некоторым компаниям придется поднять плату для держателей полисов, чтобы осчастливить своих акционеров. Условия же договоров страхования таковы, что издержки в случае смены страховщика могут быть астрономическими.

При многих видах страхования вы становитесь непривилегированным кредитором страховой компании, даже если ваши деньги инвестируются в диверсифицированный портфель. За последнюю четверть века дефолт стал редким случаем. Но прецеденты все же были. Спросите назойливого агента о компаниях Executive Life, Mutual Benefit Life и Monarch Life, обанкротившихся в 1991-м. С ними произошла одна и та же история. Когда доходность их портфелей облигаций и недвижимости упала, страхователи начали в массовом порядке от-

казываться от полисов, и в конце концов пришлось призвать на помощь конкурсных управляющих. Если рынок облигаций снова станет медвежьим, история может повториться.

Даже если страхователи (или указанные в завещании бенефициары) в результате процедуры банкротства получают причитающиеся им деньги, отсрочка платежа на несколько месяцев и даже лет (в случае с Mutual Benefit она составила около восьми лет) может привести к серьезным финансовым трудностям. Если вы все проанализировали и по-прежнему убеждены в необходимости предложенных вам продуктов, не рискуйте всеми деньгами, какой бы надежной ни показалась вам та или иная компания.

И последнее: не помещайте плавающие аннуитеты в пенсионный план, план IRA или другие инструменты с отложенным налогообложением. В них вам не нужны льготы по отсрочке налогообложения, которые есть у аннуитетов. Существует множество других способов получить доступ к высококачественным инвестиционным инструментам, более дешевым и не имеющим штрафов за изъятие средств. Короче говоря, плавающий аннуитет в инструменте с отложенным налогообложением — это, на мой взгляд, излишняя роскошь.

Заключение

Как вы заметили, моя точка зрения на налоги и их роль весьма отличается от той, что принята в индустрии финансовых услуг.

Большинство консультантов призывают покупать много инвестиционных продуктов, нанимать много инвестиционных менеджеров, покупать дешево и продавать дорого, приобретать облигации для диверсификации риска и использовать аннуитеты и полисы страхования жизни как накопительные инструменты.

В этой главе я хотел убедить вас совершенно в обратном — а именно в том, что вы должны эффективно управлять налогами, связанными с вашей инвестиционной деятельностью, ограничивать число инвестиционных продуктов, продавать дешево и держать долго, снять акцент с облигаций и не использовать аннуитеты и полисы страхования жизни как накопительные инструменты.

Следуя моим советам, вы будете платить меньше налогов, зарабатывать больше, чем те, кто инвестирует в финансовые активы, и получать гораздо больше за те деньги, которые платите консультантам и государству.

Принимая во внимание свободное время и дополнительные ресурсы, которые вы получите после того, как превратите налоги в своих союзников, очень внимательно отнеситесь к трем следующим главам. Я хочу поговорить с вами о вещах, которые считаю наиболее важными, гораздо важнее всего того, что обсуждалось до настоящего момента, а именно: об использовании своего состояния на благо общества и на поддержку собственных детей.

Глава 8. Темы для обсуждения

1. Вы считаете налоговую систему справедливой, или же это игра на выживание, в которой побеждает самый ловкий?
2. Какая инвестиционная стратегия, по-вашему, более прибыльна — «покупать и держать» (благодаря весомым налоговым льготам) или же активная торговля?
3. Вы спрашиваете своих консультантов о доходности рекомендуемых ими инвестиций после уплаты налогов? Вы проверяете, насколько реальные результаты соответствуют обещанным?
4. Что, по вашему мнению, ждет нашу экономику в долгосрочной перспективе — медвежья или бычья тенденция? Как это повлияет на вашу стратегию управления налогами?
5. Как использовать эффект сложных процентов, чтобы улучшить свою финансовую ситуацию?
6. Вы верите в планы накопительного страхования жизни как в разумную и выгодную инвестицию? Если да, то почему?
7. Есть ли у вас возможность жертвовать на благотворительность выросшие в цене акции, а не деньги?
8. Вы спрашивали у консультанта по пенсионному планированию или страхового агента, как повышение ставок подоходного налога повлияет на их рекомендации?
9. Вы предпочитаете нанимать много менеджеров с разными инвестиционными стилями (например, менеджера роста и менеджера стоимости для компаний с высокой капитализацией, менеджера для компаний со средней и низкой капитализацией)? Насколько вероятно, что одни менеджеры будут покупать проданное другими и тем самым излишне повышать оборачиваемость портфеля, операционные издержки и снижать налоговую эффективность?
10. Вы подходите к налогам агрессивно («Я готов зайти очень далеко, чтобы заплатить как можно меньше налогов»)? Если да, можете ли вы объективно оценить, что принес вам этот подход — прибыли или убытки?
11. Ваша семья готова поддержать вас, если ваша стратегия будет оспорена Службой внутренних доходов?

ПРИМЕЧАНИЯ

¹ 51 000 долл. — это гораздо больше, чем разница между получением «беспроцентного кредита» у государства и такого же банковского кредита. Дело в том, что сюда включена прибыль, которую могут заработать 15 000 долл. начисленных, но неуплаченных налогов. Второй инвестор может взять в банке кредит на 15 000 долл. и reinvestировать полные 200 000 долл. Если акции

продолжат рост, как в нашем примере, то единственной платой за поспешную продажу акций будут проценты по банковскому кредиту. Но если стоимость акций упадет, обязательство первого инвестора перед государством уменьшится соответственно, тогда как обязательство второго инвестора перед банком останется прежним — 15 000 долл. плюс проценты.

- ² Правила для «пассивной деятельности» запрещают компенсировать убытки от некоторых видов инвестиций, обычно связанных с разведкой и разработкой нефтегазовых месторождений и недвижимостью, за счет доходов от продажи акций или облигаций. В целом пассивные убытки разрешается возмещать только за счет пассивных доходов.
- ³ Это верно для отдельно управляемых счетов, товариществ с ограниченной ответственностью и большинства смешанных фондов. Однако взаимные фонды облагаются налогами по иной схеме: их налоги рассчитываются на основе полученной прибыли за вычетом гонораров. Благодаря этому гонорары за управление взаимными фондами являются полностью вычитаемыми.
- ⁴ Некоторые страховые агенты могут отказаться прогнозировать доходы взаимных фондов, сославшись на то, что федеральный закон о ценных бумагах якобы запрещает продавцам ценных бумаг делать прогнозы о доходах взаимных фондов. В большинстве случаев сфера страхования жизни регулируется совсем другими законами (на уровне штата). Если агент отказывается, проведите расчеты сами или обратитесь за помощью к бухгалтеру.

0,000 ГЛАВА 9 000,000,000,
00,00 КУЛЬТУРА 000,000,000
,000, ПРЕДПРИНИМА- 000,00
00,00 ТЕЛЬСКОГО 000,000,00
,000 УПРАВЛЕНИЯ 000,000,

Мое сокровенное желание — чтобы наша страна оставалась страной открытых возможностей для моего сына, моих внуков и детей моих внуков, а также для всех молодых людей, стремящихся к высоким идеалам и готовых идти на жертвы ради их достижения.

Э. А. Стюарт

Как вы уже поняли, финансовые цели семьи Лукасов рассчитаны не на одно поколение. В предыдущих главах я объяснил, как обеспечить высокую доходность инвестиций. Мы обсудили, как разработать эффективные налоговые стратегии и какие меры необходимо принять, чтобы сохранить состояние семьи не только на протяжении вашей жизни, но и для будущих поколений.

За кадром пока осталась одна тема, но без нее разговор об управлении семейным состоянием будет не только неполным, но и напрасным. Итак, эта глава посвящена тому, что я называю предпринимательским управлением. Предпринимательское управление — это готовность идти на обдуманый риск, умение защитить свои активы и воспитать в семье культуру лидерства, цель которого — успешно противостоять различным угрозам вашему экономическому процветанию и гармонии. Это главный ключ к сохранению и приумножению семейного состояния на протяжении жизни многих поколений.

Накопить состояние лишь для того, чтобы его промотали после вашей смерти, — это безответственность плюс полное пренебрежение к собственному труду. Если следующее поколение не готово взять на себя ответственность за управление семейным состоянием, лучше пожертвуйте его на благотворительные цели, чтобы оно послужило на благо общества.

Но если вы сумеете подготовить наследников, то сделаете великое дело. Присущие богатству преимущества и надлежащая финансовая дисциплина позволят сохранить состояние для будущих поколений вашего рода.

Наша семья включила предпринимательское управление в качестве идейного и рабочего принципа в свой способ управления семейным состоянием. В качестве вступления — короткая история.

Недавно я встречался с руководителями нашего семейного офиса. Эти встречи происходят регулярно, потому что вопросы возникают постоянно, равно как необходимость обмена информацией. В какой-то момент речь зашла о том, какое поколение представляет каждый из нас.

Я люблю давать развернутые ответы. Поэтому сначала я представился «четвертым коленом», потому что мне перешло по наследству состояние, которое начал создавать мой прадед.

«Но я также являюсь вторым поколением, потому что отец передал мне ответственность за состояние семьи Лукасов, — добавил я. — И еще меня можно отнести к первому поколению, потому что я приумножаю это состояние,

беру на себя предпринимательские риски, несу ответственность за успех и неудачу и воспитываю будущих лидеров семьи».

Ответ я закончил словами о том, что вместе с несколькими двоюродными братьями и дядями я отвечаю за управление активами семейного фонда Стюартов и за выплаты из этого фонда, которые идут на достойные дела и достойным людям.

Для меня смысл предпринимательского управления связан с пятью ключевыми идеями, о которых я уже упомянул.

- Я, как *бенефициар*, получил щедрый дар от моих дедушек и бабушек, моих родителей и теперь являюсь владельцем очень большого состояния.
- Я должен *управлять* этим состоянием, если хочу, чтобы оно сохранилось после моей смерти.
- Я должен быть *предпринимателем*, чтобы приумножить состояние.
- Я также хочу быть *филантропом* — использовать свое состояние для помощи и на благо общества, а также для улучшения жизни людей менее обеспеченных, чем я.
- Я хочу передать это состояние моим детям, но вместе с ним я хочу передать им ценности и умения, которые помогут им ответственно и продуктивно управлять этим состоянием на протяжении всей их жизни и передать его моим внукам.

Придется рискнуть

Сохранение и приумножение состояния, как я уже подчеркивал, требуют не меньшей дисциплины, фантазии и упорства, чем его первоначальное накопление. В экономике постоянно действует множество разных сил — налоги, инфляция, расходы и волатильность фондового рынка, — которые могут быстро уничтожить ваши активы. Поэтому вы должны постоянно искать новые возможности, выявлять риски, когда такие возможности появляются, и быть разумно осторожным. Только тогда экономический двигатель вашей семьи будет работать с высоким КПД на протяжении длительного времени.

Необходимо создать культуру предпринимательского управления на уровне всей семьи. То есть привить предпринимательские ценности и самостоятельность всем членам семьи, воспитать тех, кто возьмет на себя обязанности по управлению, и одновременно найти способы поддерживать индивидуальные таланты и стремления всех остальных членов семьи. Сделать это — значит позаботиться о том, чтобы ваши дети жили полноценной, яркой и полезной жизнью, а у вашего рода не прекращалась передача наследства и наследия.

С чего начать? Начните с изучения вашей собственной ситуации.

Измените ориентиры

Если на вас неожиданно обрушивается богатство, оно кардинально изменяет вашу жизнь.

- Теперь вы получаете доход с капитала, поэтому над вами не довлеет необходимость зарабатывать на кусок хлеба и обучение детей.
- У вас есть доступ к капиталу, которого может не хватить для создания многомиллионного бизнеса, но вполне достаточно, чтобы ограничиваться только кредитной картой при финансировании своих начинаний!
- Если вы уже добились успехов в бизнесе и обзавелись деловыми связями, они могут стать отличной платформой для будущего финансового, социального и делового успеха, но гораздо большего масштаба.
- Вы получаете время. Не успели сделать сегодня, сделаете в следующем месяце, или даже следующем году! Свободное время можно посвятить тому, что вам интересно: писать стихи, поддерживать физическую форму, коллекционировать произведения искусства, помогать другим людям.

Вы получаете уникальную возможность воплощать свои личные цели и желания и вносить свой вклад в жизнь общества. Чем именно вы займетесь? Это зависит от вас.

Взросление

Страсть к предпринимательскому управлению проявилась у меня в юности. Как любому молодому человеку, мне пришлось прокладывать свой собственный путь через радости и трудности юношеского возраста. Принадлежность к состоятельной семье не меняет ритуалов взросления. В старших классах я усердно учился, получил на выпускных экзаменах отличные оценки и легко поступил в престижный колледж. Но... я был очень толстым и неловким, я не прошел испытание «адской неделей» в футбольной команде первокурсников. Но я старался. К последнему курсу я стал председателем лыжной лиги и участвовал в соревнованиях мастеров. А на выпускном балу у меня была своя девушка!

В то время мой отец был членом попечительского совета Принстонского университета. Я подал туда заявление, но мне очень понравился Дартмут, и в конце концов я предпочел его. Отец был очень разочарован. Но это было первое серьезное решение, принятое мной самостоятельно. Выбирая Дартмут, я знал, что мои успехи и неудачи будут моими собственными успехами и неудачами, и что на них никоим образом не будет влиять положение моего отца. Я хотел честного состязания с лучшими.

Многие из тех, кто вырос в привилегированных условиях и хочет преуспеть, стремятся испытать себя без оглядки на семейные привилегии. Я всегда ощущал потребность реализовать себя как независимая личность, потому что только так я мог оставаться в мире с собой.

Я сам встал на путь предпринимательства, а родители всецело поддерживали мое стремление самостоятельно испытать свои силы. Другие отпрыски богатых семей заканчивали учебные заведения и прямоиком шли в семейный бизнес, где бок о бок работали со своими отцами и дядями. По-моему, это ошибка. Столь ранний выбор жизненного пути, а точнее отсутствие выбора, обычно подавляет предпринимательский пыл и ограничивает потенциал развития. Зачастую лучше, если молодые люди поживут самостоятельно, сделают карьеру и заработают репутацию в другом бизнесе или на другом поприще. Тогда станет понятно, что они представляют собой на самом деле: успехи, победы и даже неудачи будут исключительно их собственными. И если они придут в семейный бизнес, то как уже сформировавшиеся, независимые личности, имеющие за плечами жизненный опыт и осознающие ответственность за свой выбор.

Образование

Стремление к лидерству — важная составляющая семейной культуры. Когда я рос, мои родители всегда делали на этом акцент, и мои дети тоже знают, что мы ожидаем от них прилежной учебы и активной жизненной позиции.

Колледж или университет — это не только учебное заведение, но и клуб, в котором формируются контакты и завязывается дружба. Эти узы зачастую становятся платформой, на которой строится будущая карьера, успех и счастье.

Отступление 9.1. Должны ли ваши дети обладать особым предпринимательским талантом?

Не всем дано стать хорошими стратегами. Одни развивают таланты абсолютно бесполезные с экономической точки зрения и, более того, требующие немалых денег для развития и поддержания. Другие слишком легкомысленны и расточительны, чтобы следовать финансовой дисциплине или удержаться на ответственном посту. Третьи могут быть слишком доверчивыми, выбрать нечестного супруга/супругу, довериться некомпетентному консультанту или мошеннику. У четвертых могут быть физические, психические или эмоциональные проблемы, не позволяющие позаботиться даже о себе.

Каждый случай требует индивидуального подхода. Иногда проблема разрешима, иногда нет. Без гибкости, творческого подхода и терпения не обойтись.

Для создания эффективной структуры управления необходимо сочетать эмоциональную поддержку семьи со строгостью и объективностью корпоративного доверительного собственника. Тогда функция надзора за финансовой дисциплиной не смешивается с родственными чувствами. В редких случаях, если кто-то в семье не желает выполнять свою часть договора о конструктивном сотрудничестве, семья может воспользоваться правом отвода. Но уходя, всегда оставляйте дверь открытой. Иногда предпринимательский талант проявляется через поколение. Тогда стратегу управления придется временно опереться на доверенного консультанта или корпоративного доверительного собственника как на промежуточного стратега управления. Или ему придется подождать, пока подрастут внуки, способные принять эстафету ответственности. Помните, как вы создали или получили свое состояние. Какие качества позволили вам добиться успеха? Какими качествами обладают окружающие вас преуспевающие люди? Ваша задача и залог процветания вашей семьи — помочь своим детям раскрыть их истинные таланты. А они есть у каждого!

Наконец, образование — это не только обучение и общение со сверстниками. Дополнить его нужно, научив молодых правильному отношению к деньгам и управлению ими, хотя бы тому, как обеспечить себе достойную пенсию. Общество предлагает множество соблазнов, подталкивая тратить сегодня, не думая о завтрашнем дне. Но я вновь повторяю: важно (и выгодно) как можно раньше начать думать о будущем. Если вы сумеете привить своим наследникам такие ценности, как финансовая ответственность и дальновидность, они осознают могущество денег и важность их дальновидного использования. Вот почему я регулярно беседую на эти темы с моими собственными детьми.

И вот почему я считаю, что им нужно позволить экспериментировать с небольшими суммами в относительно раннем возрасте, и нестрашно, если они будут ошибаться. Главное, чтоб они поняли, что деньги — это ресурс, который нужно беречь и мудро использовать, чтобы его хватило на всю жизнь!

Сочетание профессиональной деятельности и служения обществу

Профессиональная деятельность — это возможность заявить о себе как о личности, а не отпрыске состоятельных родителей. Это возможность заработать авторитет за пределами семейного круга. Это возможность внести свой вклад на благо общества.

Я восхищаюсь теми, кто, вместо того чтобы жить беззаботно и бездумно, прививали детям стойкие ценности: служение обществу, социальную ответственность и необходимость помогать тем, кто обездолен. Эти люди знают, что жизнь — это гораздо больше, чем богатство или успех. Нужно подняться выше собственных эгоистических интересов и материального достатка, чтобы жить жизнью, наполненной смыслом и пользой.

Быть состоятельным — это значит иметь возможность заниматься тем, что вам действительно интересно, будь то в личной или профессиональной жизни, без жесткой необходимости делать ранний, зачастую вынужденный выбор профессии и идти работать только для того, чтобы оплатить крышу над головой.

- Мои друзья успешно управляют фондами прямых инвестиций, помогая развитию малого бизнеса. Осознание того, что они влияют на судьбу начинающих предпринимателей, делясь с ними своей предпринимательской смекалкой и опытом, и вносят свой вклад в развитие новых технологий, приносит глубокое удовлетворение.
- Мой брат, доктор медицины, работает в бесплатной клинике и преподает в начальной школе. Он понимает, как важна его помощь там, куда так трудно привлечь высококвалифицированных специалистов. Он расписывает время по минутам, чтобы не обделить вниманием жену, четырех детей, двух собак и трех кошек. Он оказывает малоимущим медицинскую помощь и передает следующему поколению интеллектуальное богатство.
- Мой кузен — самоотверженный и убежденный филантроп — возглавляет два благотворительных фонда. Он помогает людям в более традиционном, материальном смысле и поддерживает дела, которые дороги его сердцу.
- Что касается меня, то, помимо управления семейным состоянием, я занимаю ответственные посты в двух организациях, задача которых — поддержка начального и среднего образования и помощь детям из неблагополучных семей. Я стараюсь передать окружающим любовь нашей семьи к детям и образованию, чтобы наше общество становилось более сильным и конкурентоспособным, а дети получали доступ к образованию и в дальнейшем к интересной и полезной жизни. Кроме того, я использую на благо этих организаций свои знания в области инвестиций.

Большинство из нас старается использовать унаследованное состояние, чтобы сделать наш мир лучше. Мы понимаем, что наша жизнь была бы совсем другой, возможно, менее значимой, не будь у нас этих денег, которые позволяют заниматься делом, интересным для нас и важным для общества. Все мы сталкивались с многочисленными соблазнами и трудным выбором, осознали свой долг действовать, а не держаться в стороне, и ныне целенаправленно используем свои предпринимательские таланты.

Семья

Принято считать, будто состоятельная семья — это замкнутая система, в которую входи только те, кто в ней родился. Это неправда. С каждым следующим поколением семья обновляется и порой существенно меняется в результате браков, а иногда появления приемных детей.

Большинство богатых семей — это плод усилий их основателя, создателя семейного состояния, человека волевого, который даже десятилетия спустя после своей смерти может сильно влиять на семейные ценности. Но вместе с тем культура семьи — саморазвивающаяся система. Культурные нормы со временем меняются. Каждый новый брак приводит к тому, что семейные ветви переплетаются с чужими ветвями, привнося новые ценности, укрепляя или заменяя существующие. Влияние родоначальника постепенно слабеет, одновременно расширяясь, благодаря растущему числу потомков.

Дух нашей семьи создал патриарх и основатель Carnation Элбридж Стюарт. Этот дух укрепил и в чем-то изменил его сын, который удочерил мою мать и ее сестру. Излишне говорить, что моя жизнь была бы совсем другой, если бы мой дед не принял двух девочек как родных. Когда они вышли замуж, их мужей пригласили работать в Carnation.

Следуя традиции привлекать «свежую кровь» в семейный бизнес, я пригласил мою невестку Мелиссу стать моим инвестиционным консультантом. Бывший инвестиционный аналитик в Capital Guardian, одной из ведущих финансовых компаний мира, она обладает глубокими знаниями и опытом в фармацевтике, медицине и новых медицинских технологиях. Мелисса — отличный партнер. Она заслужила эту ответственную должность, а мы счастливы, что нашли такого помощника.

Все мои братья и сестры, и я в том числе, вступили в брак, и наши супруги пришли к нам со своей историей, наследием и устоями. Мой брат усыновил ребенка с серьезными проблемами здоровья. Я беспокоился за его молодую семью, считая, что это слишком большая ответственность. Сегодня же, глядя на их детей, я понимаю, что правы были они, и что их решение пошло на благо всем нам.

Наша семья чудесным образом расширила свои религиозные и этнические границы. Бабушка и дедушка моей жены (и самого близкого мне человека) Сьюзан были евреями из Восточной Европы. Они приехали в Америку, устав от постоянной борьбы за существование и антисемитизма. Сьюзан — американка в третьем поколении. Традиции ее семьи я чтю точно так же, как традиции собственной. Мы сознательно решили воспитывать своих детей в иудейской вере, хотя я сам был воспитан в традициях англиканской церкви и остаюсь ее приверженцем.

Мы далеко не идеальная семья (я таких никогда не видал, разве что в голливудских фильмах). Мы бурно реагируем, ссоримся и даже воюем. Бывало,

что некоторые предпочитали просто уйти. Как говорила тетушка Этель, более всего мы жестоки к самым близким. Времена менялись, кто-то возвращался, кто-то — нет. Такова судьба — она разводит людей, а потом сводит их снова. Примирения — это всегда впечатляющие и отрадные события, и я очень надеюсь, что мои читатели открыты к их исцеляющей силе.

Воспитание детей

В детстве мне посчастливилось общаться с одной удивительной женщиной, дочерью нефтяного магната. Она воспитывала четырех сыновей. У нее была очень обеспеченная семья, жившая в Нью-Йорке. Я называл ее «миссис Бест» в знак уважения и восхищения. Летом она вывозила детей в фамильный домик на берегу озера в Адирондакс, или же они ездили в Европу, навестить родственников. Все ее сыновья были очень разными, но их объединяло трудолюбие, творческий ум и предпринимательская жилка. Кроме того, они были великолепными людьми и хорошими друзьями.

Незадолго до ее смерти я спросил у миссис Бест о секрете воспитания детей. Ответ был простым и изящным. Она сказала, что каждого ребенка считала самостоятельной личностью. Она не препятствовала их увлечениям и интересам, старалась понять и поддержать, а не использовать как инструмент для достижения каких-то своих целей.

У одного моего друга, Говарда Стивенсона, профессора экономического факультета Гарвардского университета и соавтора популярной книги об успехе *Just Enough*, семеро чудесных взрослых детей. Несмотря на свои многочисленные обязанности в качестве преподавателя, предпринимателя, писателя и активиста по поиску средств для благотворительности, он находит время и силы, чтобы быть хорошим отцом. Он знает, что его время и его присутствие гораздо важнее для будущего успеха и счастья детей, чем материальный достаток или его профессиональные заслуги.

Мой главный учитель в науке воспитания детей — моя мать. Всю свою жизнь она посвятила своим четверым детям. Она активно участвовала в нашей школьной жизни. Она накручивала сотни миль, возя нас в школу и забирая обратно. Она ничего не говорила, когда мы на полную громкость включали записи Элиса Купера и Black Sabbath. Но стоило приятелю моего брата-пятиклассника засквернословить, и она без колебания выставляла его из машины.

Сейчас моей матери 68 лет, но ей по-прежнему не сидится на месте. Хотя мы живем в полутора тысячах миль друг от друга с тех пор, как мне исполнилось 17 лет, она всегда и во всем поддерживает меня. Она охотно занимается своими внуками. Недавно она брала двоих с собой на отдых в Эквадор на Галапагосские острова.

Как и наши родители, мы со Съюзан считаем, что дети — это главное богатство семьи. Я иногда шучу, что в выходные очень устаю и в понедельник

с радостью иду на работу, чтобы отдохнуть, и что пора обзавестись суперкомпьютером, иначе невозможно уследить за бурной деятельностью наших детей. Обычный наш выходной день — это футбольные матчи, репетиции в хоре, уроки плавания, школа для щенков, уроки музыки, дни рождения и гости. Хотя мы с женой оба водим машину и развозим своих гостей сами, иногда без помощника трудно. Мы ничего не навязываем своим детям; они принимают участие в том, что им больше по душе.

Любовь и забота имеют принципиальное значение в воспитании. Родители должны тонко чувствовать, когда поддержать детей, когда предоставить свободу, а когда ограничить ее. Выявлять склонности и таланты своих детей и развивать их — вот секрет успеха. Подталкивая ребенка к продуктивной деятельности, поддерживая его интересы и хобби, вы закладываете фундамент, благодаря которому жизнь ваших детей будет развиваться в столь уникальных направлениях, которые, порою, невозможно представить.

Мой отец часто бывал в разъездах, но всегда проводил с нами долгие летние каникулы, а мать активно работала на общественных началах в школах, в которых мы учились. В нужную минуту родители всегда были рядом. Собираясь за общим столом, мы рассказывали друг другу о прошедшем дне. Родители очень ценили это время, поэтому они крайне редко ужинали вне дома, пока мы росли.

Если бы стоял выбор — воспитать у детей волю к победе или оставить им большое наследство — большинство, не сомневаюсь, выбрали бы первое. Родители — всегда в долгу у детей и этот долг всегда больше и важнее ответной признательности другой стороны. Дети наполняют нашу жизнь смыслом, поэтому мы перед ними в долгу!

Предпринимательское управление и семья

В больших семьях, решивших объединить свои активы, двумя-тремя лидерами не обойтись. Культура предпринимательского управления прививается на уровне всей семьи. Нужно понимать, что те люди, которые проявляют интерес и способности к управлению семейным состоянием, берут на себя нелегкую ношу. Это ответственная и трудная работа, ведь вы можете потерять семейные деньги и положение в обществе, которое им сопутствует, и все, кто доверил вам свои активы, будут винить в этом именно вас. Или вы можете быть чрезвычайно успешным, существенно обогатить своих родственников, но так и не получить от них признания своих талантов и заслуг как стратега управления.

Лучший способ предотвратить проблемы — сочетание открытости и возможности не участвовать в управлении семейными активами для тех, кто не хочет этим заниматься. Такой подход позволяет взрослым членам семьи всегда быть в курсе событий и самим выбирать между участием в совместном управлении на предлагаемых условиях и независимым управлением.

Семейные встречи

Когда в последний раз вы собирались всей семьей, чтобы обсудить финансовые вопросы — с письменной повесткой дня, демонстрационными материалами и бутылками с минералкой?

Поскольку у нас царит культура открытости, все взрослые члены семьи и их супруги приглашаются на регулярные семейные встречи, посвященные вопросам управления семейным состоянием, чтобы на них были представлены все точки зрения. Каждый понимает, что семейный офис наилучшим образом обслуживает его интересы, и признает, что совместная работа дает лично ему огромные преимущества.

Наш семейный офис умеет зарабатывать деньги. За последние годы мы значительно увеличили стоимость своего портфеля и создали конкурентное преимущество, которое увеличивается к выгоде каждого члена семьи.

У нас есть ряд определенных, часто неписаных требований. Первое: каждый обязан участвовать в годовом семейном собрании, где мы обсуждаем финансовые вопросы. Второе: каждый обязуется оплачивать часть расходов, связанных с функционированием семейного офиса, включая вознаграждение тем «своим», кто работает в офисе полный рабочий день. Третье и главное: семейный офис всегда действует с учетом наших долгосрочных интересов, как личных, так и общих. И каждый должен быть готов пожертвовать своими сиюминутными выгодами и желаниями, если они могут пагубно отразиться на общих целях. Вот почему мы неустанно повторяем, что долгосрочные выгоды от совместной работы по управлению семейным состоянием намного перевешивают расходы. Плюс ко всему это весело — большую часть времени!

Со своей стороны семейный офис обязан прислушиваться к каждому члену семьи, чутко относиться к его персональным обстоятельствам и, в случае необходимости, оказывать надлежащую помощь.

Отступление 9.2. Что такое семейный офис?

Я постоянно упоминаю понятие «семейный офис». Таковые имеются примерно у двух-трех тысяч семей в Соединенных Штатах, в их задачу входит координация управления активами и инвестиционная деятельность. Зачастую они занимаются налогами, юридическими вопросами и даже бухгалтером. Некоторые крупные офисы выполняют функцию личных референтов и оказывают различные услуги некоторым (или всем) членам семьи. Я видел семейные офисы, управляющие всего 50 миллионами долларов (хотя при таком размере активов они редко имеют экономический смысл), и офисы с 50 и более сотрудниками, отвечающие за миллиарды долларов.

Как правило, семейные офисы создают по двум причинам. Во-первых, это престижно. Если вы можете позволить себе семейный офис, значит, вы богаты *по-настоящему*. Во-вторых, владельцы крупных состояний рассматривают их как полезную структуру, помогающую организовать свою сложную жизнь. Но лично я считаю, что те и другие упускают главное.

Стратег управления, учреждая семейный офис, смотрит в будущее. Чтобы успешно сохранять и приумножать состояние семьи на протяжении жизни многих поколений, нужно приводить в движение мощный экономический двигатель и воспитывать все новых лидеров. Многие семейные офисы делают как раз обратное. Они поощряют зависимость и неприятие риска. Зависимость — потому что есть офис, который всегда готов помочь, снять бремя финансовой, да и вообще всякой ответственности с владельца состояния вплоть до заказа авиабилетов для себя. Неприятие риска — потому что большинство семей нанимают для управления офисами профессиональных менеджеров, но зачастую не хотят или не могут состязаться за лучших (тех, кто умеет зарабатывать деньги). Хуже того, они снимают с себя всякую ответственность за управление этим мощным рычагом, чтобы сохранять и умножать состояние через поколения.

Я убежден, что семейные офисы должны функционировать совсем иначе. Во-первых, они принесут гораздо больше пользы, если ими будут руководить члены семьи. Видя такую заинтересованность, профессиональные менеджеры будут работать с большей отдачей. Во-вторых, они должны действовать как экономические двигатели, а не административные центры. В-третьих, именно они должны создавать, поддерживать и увеличивать конкурентное преимущество, дающее адекватную экономическую отдачу. В-четвертых, они должны быть эпицентром внутрисемейной коммуникации, а административные функции пусть достанутся внешним подрядчикам. Наконец, они должны подталкивать всех членов семьи к самостоятельному управлению своими повседневными финансовыми вопросами.

Сейчас семейный офис обходится нам в 0,6–0,8% от стоимости наших активов в год без учета платы за управление, подготовку налоговой отчетности и юридические услуги. У нас довольно сложные требования, но конечные финансовые результаты с лихвой окупают все усилия. За последние годы мы существенно улучшили навыки распределения активов, научились находить лучших инвестиционных менеджеров и работать с гораздо более широким спектром активов. Параллельно мы стали лучше оценивать собственную эффективность и эффективность наших консультантов. Все это дает весомое конкурентное преимущество и является хорошей школой для следующего поколения.

Мы придаем большое значение общению с семьей. Ведущую роль здесь играет мой отец Уильям. Он отвечает за ежеквартальное информирование членов семьи о работе семейного офиса и за составление годовых отчетов, каждый из которых — шедевр финансового дела. В них удивительным образом сочетается семейная культура и ценности, юмор и обучающие моменты, финансовые результаты и темы для обсуждения. Эти отчеты — основа для общего годового собрания и для стратегической проверки деятельности офиса. Отец помогает нам разбираться с личными финансовыми вопросами. *Он не делает за нас нашу работу*, хотя я знаю, что в некоторых случаях так было бы гораздо проще. Он — наставник и специалист по разрешению проблем. Он не создает зависимости, но поощряет уверенность в себе, самостоятельность и (подспудно) более полное понимание всех заслуг и преимуществ, которые дает семейный офис.

Только та семья по-настоящему успешна, которая поддерживает баланс между нуждами и желаниями всех и каждого. А для этого крайне важно привить культуру предпринимательского управления. И сделать это можно только на личном примере. Родитель, который не в состоянии управлять семейным состоянием, вряд ли воспитает хороших управляющих. Что значит быть хорошим управляющим? Это значит эффективно управлять финансовыми активами, формировать культуру и жить согласно ценностям, которые показывают, какое значение вы придаете своей семье. И, разумеется, это поддержание равновесия между индивидуальными желаниями и коллективной выгодой.

Непотизм

Непотизм, или семейственность — покровительство родственникам и своим людям, — может выражаться либо в виде безоглядной опеки, либо содействия в достижении новых высот. Первое порождает слабость; второе дарует уверенность в своих силах. Я видел много родителей — состоятельных и не очень, — действующих по принципу «ну как не порадеть родному человечку». Приучая близких к тому, что они всегда могут рассчитывать на родственную протекцию, вы провоцируете чувство зависимости и гасите предпринимательский огонь. Классический пример — зависимость взрослых членов семьи от семейного состояния. Такое положение дел укрепляет зависимое поведение, которое со временем только усугубляется. В конце концов это серьезно ослабляет всю семью.

Правильное решение — помочь человеку расти и исследовать новые возможности. Нужно составить гласный (или негласный) договор, который четко определяет, какие надежды возлагаются на данного члена семьи, с целью

подтолкнуть его рост. «Бенефициар» должен доказать, что способен достичь того, к чему стремится. Он может попросить у семьи поддержки в реализации своих замыслов или достижении целей. Добившись успеха, он получит уважение и признание со стороны семьи и коллег, которые поддерживали его с самого начала — финансово и/или эмоционально.

Использование семейственности для распределения финансовых рисков или увеличения шансов на успех стимулирует предпринимательское поведение и одновременно демонстрирует, насколько сильной может быть сплоченная семья. Яркий пример тому — две знаменитые политические династии: Кеннеди и Буш. Обе семьи поддерживаются мощными экономическими двигателями, и в обеих мощное старшее поколение последовательно настраивало представителей молодого поколения на достижение личной и семейной цели — стать президентом США. Джон Кеннеди и Джордж Буш вряд ли добились бы столь ошеломительного политического успеха без активной закулисной поддержки родственников.

Дух здоровой семейственности присущ многим династиям финансовых и промышленных магнатов. Немало крупнейших американских компаний являются семейными предприятиями — возьмите хотя бы семью Марс (M&Ms, Snickers, Uncle Ben's) или семью Джонсона (широчайший спектр товаров массового потребления). Крупные семейные офисы и индивидуальные владельцы состояний контролируют огромные финансовые активы. В nepотизме нет ничего нового, и тем более предосудительного. К сожалению, средства массовой информации охотно поднимают шумиху вокруг случаев неудачного протекционизма, что только укрепляет циничное отношение людей к этой практике.

Справедливость

Если у вас несколько детей, справедливо ли выделять кого-то одного? Это важный вопрос, на который нет простого ответа. В увлекательнейшей книге Томаса Стэнли и Уильяма Данко «Мой сосед — миллионер» есть глава «Экономическая терапия». Авторы подчеркивают, что во многих богатых семьях существует обратная зависимость между размером финансовой поддержки, которую родители оказывают каждому ребенку, и его умением распоряжаться своими финансами. В результате тот, кто хуже всего обращается с деньгами, получает их больше других. Но такая практика может привести к превращению эпизодической денежной помощи в регулярные подачки, а постоянные ошибки с деньгами со стороны одних и тех же членов семьи лишают их самоуважения и провоцируют пожизненную зависимость. Денежные вливания могут стать хроническими и истощать и донора, и реципиента¹.

Как один из четырех детей и родитель троих детей, ответственно заявляю, что вопрос справедливости — один из самых сложных. Как позиционировать

состояние по отношению к своим детям? Как объяснить ребенку, что ему даются полномочия, а не безоговорочные права? Все это весьма непросто.

По-моему, исходить надо из следующего принципа. Что справедливо, а что нет, решает дающий. Получающий же обязан правильно использовать любое проявление щедрости. Если бы в свое время я мучился вопросом, являются ли действия моих родителей по отношению ко мне справедливыми или нет, я бы превратился в угрюмого неудачника. Я понимал, что не могу увидеть всю картину целиком. Кто я такой, чтобы судить, сколько денег должны давать мне родители и как им распоряжаться собственными средствами? Если честно, у меня были гораздо более интересные темы для размышлений.

Сегодня нас с женой постоянно обвиняют в том, что мы ущемляем интересы того или иного нашего отпрыска, притом что старшему всего четырнадцать. Но справедливое не значит равное. Наша задача — помочь каждому ребенку идти своим собственным путем и преуспеть на нем. Поскольку все дети разные, мы должны обращаться с ними по-разному. Если мы справимся с этой задачей, наши дети в конечном счете поймут и оценят нас.

Время

Состояние дарит вам главную роскошь — время, в том числе время для принятия большинства финансовых решений. Возвращаясь к теме воспитания ответственного отношения к деньгам, скажу, что я нашел один действенный прием, а именно раздвинул временной горизонт, в пределах которого мы принимаем решения по управлению активами, чтобы вся семья могла оценить соотношение краткосрочных и долгосрочных финансовых целей. Например, я семь лет пытался убедить их, что скорость, с которой мы тратим деньги, слишком велика, если мы хотим достичь нашей долгосрочной цели — сохранить семейное состояние неизменным из расчета на одного члена семьи на протяжении многих поколений. С одной стороны, я чувствовал себя миссионером, предлагая близким отказаться от каких-то конкретных благ сегодня ради достижения абстрактной цели лет через 30–50. С другой стороны, имеющаяся у нас информация указывала на то, что бережливое и благоразумное управление активами — это единственно верное решение.

Мы серьезно подошли к решению об ограничении уровня расходов. На основе данных за более чем десятилетний период члены семьи смогли увидеть, что означает «долгосрочный» в конкретных цифрах. Им пришлось учиться ответственно управлять своими финансами. Первый шаг мы сделали примерно два года назад, сократив свой уровень расходов. Мы обсуждаем этот вопрос вот уже несколько лет и, вероятно, будем обсуждать его снова и снова, прежде чем сделаем следующий шаг в этом направлении.

Заключение

В семьях, представленных несколькими поколениями, воспитание одного или нескольких талантливых лидеров-предпринимателей, которые сумеют поддержать и улучшить способности семьи сохранять свое состояние, — ключ к процветанию. Другой ключ — это семья, которая ощущает свою целостность, имеет уникальное семейное наследие и ценности, а также осознает финансовые выгоды, которые приносит ей коллективное управление активами. Например, только благодаря совместным усилиям мы смогли существенно улучшить финансовое положение. Мы научились работать в одной упряжке, уважать личные нужды каждого и поддерживать друг друга в реализации личных замыслов и профессиональных интересов. Если мы будем последовательны, то сможем успешно сохранять и увеличивать наше состояние на протяжении жизни многих поколений.

В главе 11 «Как объединить долгосрочное планирование и передачу активов» мы поговорим о том, как передать активы от одного поколения другому, при этом укрепляя ценности предпринимательского управления. Я опишу несколько простых приемов, которые работают десятилетиями и даже больше.

Но прежде я хочу представить вам главу 10 «Благотворительность как часть инвестиционной стратегии», где мы рассмотрим и благоприятные возможности, и проблемы, с которыми вы столкнетесь, когда решите использовать свое богатство на благо общества.

Глава 9. Темы для обсуждения

1. Как состоятельный человек, что вы считаете самым главным успехом или достижением в своей жизни?
2. Вы идете на какие-либо риски помимо финансовых, чтобы создать в семье культуру предпринимательского управления?
3. Что значит в вашей жизни понятие «социальный капитал»? Как вы используете его на благо своей семьи и общества, в котором живете?
4. Какое участие вы принимаете в жизни своей семьи/детей, чтобы передать им свои предпринимательские ценности и цели? Как вы создаете «клей», который поможет вам укреплять связи со своими детьми и внуками по мере их взросления, а также связи между ними?
5. Кто является для вас примером для подражания среди вашего окружения? Стараетесь ли вы больше общаться с этими людьми, чтобы узнать больше об их семейной культуре и ценностях?
6. Как вы относитесь к nepoтизму? Положительно или с подозрением? Почему?
7. Что нового вы узнали, составляя свое генеалогическое дерево?
8. Культура вашей семьи — это открытая или замкнутая система? Каковы достоинства и недостатки вашей семейной культуры, готовы ли вы ее изменить? Как вы укрепляете ее положительные стороны и боретесь с отрицательными?
9. Есть ли в вашей семье члены, которые не могут или не хотят быть финансово самостоятельными? Если да, что вы делаете, чтобы справиться с этой ситуацией?
10. Вы согласны, что справедливость — это индивидуальный подход к каждому человеку с учетом его уникальных качеств и обстоятельств, или же вы считаете, что справедливость — это одинаковое отношение к каждому?

ПРИМЕЧАНИЯ

¹ Томас Дж. Стэнли, Уильям Д. Данко. Мой сосед — миллионер. СПб.: Попурри, 2005.

0,000 ГЛАВА 10 000,000,000 00,00 БЛАГО- 000,000,000,0 ,000, ТВОРИТЕЛЬНОСТЬ 000, 00,00 КАК ЧАСТЬ 000,000,00 0,000 ИНВЕСТИЦИОННОЙ 000, 000,0 СТРАТЕГИИ 000,000,00

Благотворительность:

1. проявление сострадания к людям; особенно добровольная помощь с целью помочь нуждающимся;
2. пожертвование или действие безвозмездного характера, а также деятельность организации, которая распределяет пожертвованные средства или существует за счет таких средств.

Словарь Merriam-Webster ¹

Благотворительность — неотъемлемый элемент нашей семейной культуры и важнейший аспект Модели стратегического управления состоянием. Близкие уходят, передавая накопленное и нажитое тем, кто остается. Многомиллиардные состояния переходят к живым. Традиция *делиться* пребудет в веках.

Сызмальства мой прадед, Элбридж Стюарт, протестантский квакер, щедро делился с людьми своим временем и деньгами, помогая им и в хорошие, и в плохие времена. Учреждение в 1937 году, в самый разгар Великой депрессии, фонда Стюарта стало всего лишь продолжением и приданием официального статуса той миссии, которую он выполнял всю свою жизнь. Четыре года спустя он создал второй фонд, в память своей жены Мэри, с которой прожил в браке более полувека. За время своего существования, вплоть до продажи Carnation, фонды распределили миллионы долларов в виде грантов, поддерживая местные школы, библиотеки, церкви и детские приюты в тех общинах, где работала Carnation. Руководство считало себя ответственным за тех, кто населял эти преимущественно сельские районы. Совет директоров распределял гранты, контролировал использование средств и поощрял трудолюбие получателей.

В то время в Соединенных Штатах существовало менее 12 000 освобожденных от налогов учреждений, и большинство из них работало как благотворительные организации, а не фонды. Сегодня их число перевалило за миллион. Совокупные активы 65 000 фондов приближаются к 500 млрд долларов. Ежегодно эти фонды распределяют около 30 млрд долларов, которые идут на нужды социальных служб, образовательных и медицинских учреждений, на защиту окружающей среды, поддержку искусства, сохранение религиозных святынь и т.д.² С гордостью могу сказать, что мой прадед шел в авангарде вместе с другими великими предпринимателями и филантропами своего времени.

В 1985 году оба фонда и еще один, созданный Э. Стюартом, слились в единый фонд Стюартов. Мы также сузили фокус нашей деятельности. Сегодня фонд ставит своей целью помощь детям и молодежи в штатах Калифорния и Вашингтон и финансирует учебные программы в системе бесплатного школьного образования, инициативы по охране детства и ориентированные на молодежь местные общественные организации. Эти два штата были главной резиденцией Carnation и семьи Стюартов. Сегодня фондом управляют профессиональные эксперты, и с момента продажи Carnation фонд

выплатил более 200 миллионов долларов. Загляните на интернет-сайт (www.stuartfoundation.org), чтобы получить более полное представление о нашем детище.

Почему люди занимаются благотворительностью

С библейских времен до нас дошли истории о богачах, решивших жить в бедности и смирении и раздавших свои богатства. Самый впечатляющий пример, пожалуй, — это Будда, по имени которого названа целая религия. Будда был сыном короля, но отказался от мирских благ и стал странствующим монахом, желая достичь просветления. И в наши дни есть необыкновенные личности, которые идут по его стопам. Но чаще всего истории их служения людям не так хорошо известны.

Вот что Стюарт-первый написал о создании первого фонда: «Моя жизнь была наполнена неустанным трудом, и я с полным правом горжусь этим. <...> Я мечтаю, чтобы наша страна оставалась страной открытых возможностей для моего сына, моих внуков и детей моих внуков, а также для всех молодых людей, стремящихся к высоким идеалам и готовых идти на жертвы ради их достижения³. <...> За свою долгую жизнь я пришел к важному выводу: развиваются и процветают лишь те общества, в которых живут трудолюбивые и ответственные люди⁴. Я уверен, что многие филантропы думают точно так же, как мой прадед, и я восхищаюсь теми, кто сознательно делится своим богатством с другими.

В последние 100 лет многие люди и компании занимаются филантропией из чисто прагматических и просто деловых соображений, и наше государство создало множество финансовых стимулов, поощряющих частную благотворительность.

Я могу назвать несколько причин, которые приводят состоятельных людей к благотворительности.

- Желание внести свой вклад в улучшение общества.
- Убежденность в том, что положение и состояние налагают ответственность.
- Желание приобрести или увеличить социальный капитал.
- Чувство вины за свое благополучие.
- Заразительность энтузиазма других.
- Желание получить налоговые льготы.

Желание внести свой вклад в улучшение общества

Многие получают глубокое удовлетворение, видя результаты своих пожертвований, и действуют очень творчески, добиваясь того, чтобы их дары при-

носили настоящую пользу. Сколько великих дел финансировалось за счет благотворительности! Семья Рокфеллеров активно участвовала в создании системы национальных парков и помогла основать Университет Рокфеллера (один из лучших исследовательских институтов в Соединенных Штатах); Чикагский университет и неправительственную организацию международного развития Winrock International.

Иногда этих людей захватывает какая-нибудь конкретная идея. Так, в 1992 году небольшая группа единомышленников решила создать благотворительный фонд для поддержки Национального общественного радио (НОР), еженедельная аудитория которого на тот момент составляла 9 миллионов слушателей. Несколько лет спустя я тоже увлекся этой идеей и присоединился к ним, став членом совета директоров Фонда НОР. Вместе с коллегами мы превратили финансово нестабильный фонд без активов в фонд с активами стоимостью 25 миллионов долларов. Наши усилия привлекли внимание Джона Крок, жены основателя корпорации McDonald's, которая завещала фонду почти 200 миллионов долларов, сделав Национальное радио по-настоящему мощной, финансово независимой организацией.

Благодаря в значительной степени ее пожертвованию, а также стараниями корреспондентов и станций Общественного радио по всей стране в настоящее время его еженедельная аудитория выросла до 25 миллионов слушателей.

Дар госпожи Крок не только укрепил Фонд, он сделал гораздо больше. Была создана финансовая платформа, позволяющая НОР производить превосходный информационный продукт, который доступен огромному количеству людей через существующие и новейшие средства массовой информации. НОР поставило перед собой по-настоящему высокую и значимую цель, которая является одним из краеугольных камней нашей демократии, — информированное общество.

Необязательно делать крупные пожертвования, чтобы внести свой вклад в улучшение нашего общества. Немного времени, чуть-чуть энергии, по возможности денег, мало ли что можно придумать — все это может изменить к лучшему многие жизни!

*Убежденность в том,
что положение и состояние
налагают ответственность*

В Рокфеллер-центре, на самом видном месте, висит изречение Джона Рокфеллера, в котором тот публично заявляет о своем чувстве социальной ответственности: «Всякое право подразумевает ответственность; всякая привилегия — обязанность; всякая собственность — долг». Многие разделяют убежденность в том, что те, кому повезло больше, обязаны помогать другим людям, своим общинам и своей стране. И они воплощают этот принцип в жизнь своими делами. Чувство ответственности неразрывно связано с сис-

темой религиозных или моральных ценностей. Для Элбриджа Стюарта это было именно так.

Ответственность может выражаться по-разному. Кто-то борется с болезнями и нищетой, поддерживает бесплатные столовые, приюты для женщин, испытывавших насилие, клиники для больных СПИДом и детские больницы. Кто-то занимается поддержкой талантов. Премия Прицкера в архитектуре, премии преподавателям «Золотое яблоко», премия Рокфеллера и стипендия фонда Макартуров — всего лишь несколько примеров благотворительности, когда люди отдают свой долг посредством того, что находят и вознаграждают подлинно великих сограждан, которые двигают вперед культуру и все человечество. Деньги, общественное признание, время и сострадание — вот главные инструменты благотворительности.

Желание приобрести или увеличить социальный капитал

Нет ничего плохого в том, чтобы использовать благотворительность как возможность подняться по социальной лестнице. Некоторые жертвуют деньги на благотворительность и в качестве вознаграждения принимают приглашения на роскошные ужины. (Обычно такие события освещаются в прессе, поэтому ваше имя и даже фотография могут появиться в газетах.) Другие становятся почетными председателями комитетов по сбору средств для благотворительных организаций, в деятельности которых они практически не участвуют, но всем сердцем поддерживают всяческие начинания.

Есть и другие способы отметить щедрых сограждан. В Англии вас посвящают в рыцари. Во Франции могут наградить орденом Почетного легиона. В Китае повышают по партийной линии. В Монако вы получаете доступ к самым элитным причалам для яхт и вечеринкам для избранных в Монте-Карло!

Неважно, что мотивы для благотворительности в таких случаях могут быть разными, и даже не совсем искренними, — ведь эти деньги в конечном счете поддерживают достойные дела. И я аплодирую щедрости этих людей!

Чувство вины за свое благополучие

Некоторыми богатыми наследниками движет (к сожалению) чувство вины. Их благотворительность зачастую проистекает из желания решить свои внутренние проблемы, а не послужить на благо общества. Но если сосредоточенность человека на себе удастся обратить на благо другим, то взаимная польза и выгодна, и очевидна. Благотворительность в своей высшей форме начинается с души, а уже потом она трансформируется в сострадание, милосердие и щедрость к тем, кто нуждается в помощи.

Заразительность энтузиазма других

Иногда харизматические лидеры вдохновляют людей делать пожертвования, ведь в глубине души мы всегда восхищаемся теми, кто живет идеями. Ланс

Армстронг, Кристофер Ривз, мать Тереза, Нельсон Манделла и принцесса Диана — эти люди вдохновляли других на поддержку достойных дел, будь то борьба с раком или исследования спинного мозга, борьба с бедностью, поддержка политических свобод, просвещение в сфере СПИДа или разминирование мест боевых действий. Однако знаменитость тут не главное. Просто нужно иметь четкое представление о том, к чему вы стремитесь, и искренняя преданность своему делу.

Желание получить налоговые льготы

Кто-то предпочитает делать пожертвования вместо того, чтобы отдавать свои деньги государству. Налоговые льготы для благотворительной деятельности появились еще в 1917 году, когда они были включены в Налоговый кодекс, всего четыре года спустя после введения подоходного налога. Тогда в Соединенных Штатах было очень мало благотворительных организаций. Так что политика дяди Сэма дарить налоговые скидки в обмен на пожертвования оказалась весьма дальновидной.

Сегодня существует множество способов передачи активов с получением взамен налоговых льгот. Налоговые последствия каждого пожертвования зависят от типа активов, которые вы дарите, степени контроля над их использованием, административных расходов и вашего желания сохранить анонимность.

В любом случае вы получаете налоговый вычет на сумму пожертвования из своего скорректированного валового дохода. Например, если в налоговой декларации вы указываете валовой доход в 100 000 долларов и делаете пожертвование на сумму 10 000 долларов, ваш налогооблагаемый доход уменьшается до 90 000 долларов. Существуют ограничения по максимальному размеру вычета, которым вы можете воспользоваться каждый год, в виде процента от скорректированного валового дохода. Любые неиспользованные суммы можно переносить на будущие периоды.

КАК ПОЛУЧИТЬ МАКСИМАЛЬНЫЕ НАЛОГОВЫЕ ЛЬГОТЫ ПРИ ОСУЩЕСТВЛЕНИИ ПОЖЕРТВОВАНИЙ

С точки зрения налоговых властей (да и по определению), пожертвование означает абсолютно бескорыстный и безвозмездный дар. В обмен вы не получаете ни товаров, ни услуг. В противном случае это уже не дар, а сделка. Если вы принимаете приглашение на благотворительный ужин, часть вашего взноса идет на оплату приема и не подлежит вычету. Чтобы получить налоговые льготы, дар должен быть подлинным.

С точки зрения налогообложения выгоднее жертвовать выросшие в стоимости ценные бумаги (которыми вы владеете дольше одного года), а не деньги, потому что, даря деньги, вы получаете налоговый вычет в размере пожертвова-

ния за вычетом налогов. Но если вы дарите выросшие в стоимости ценные бумаги, то вычет равен валовой рыночной стоимости вашего дара. Давайте посмотрим, как это работает. Если вы жертвуете ценные бумаги с первоначальной стоимостью 1 доллар и текущей рыночной стоимостью 10 долларов, то получаете налоговый вычет в 10 долларов и не платите налог в размере 1,35 доллара (исходя из ставки налога на долгосрочный прирост капитала в 15%) на полученную прибыль в 9 долларов. Когда вы жертвуете акции, вы вообще не платите на них налогов. Более того, в этом случае вы сохраняете некоторый контроль над тем, куда идет ваша доля прибыли, а государство отказывается от своего притязания на 1,35 доллара и перенаправляет эту сумму на то же благое дело, что и вы. Вот еще одна причина иметь диверсифицированный портфель с акцентом на акции. Когда они растут в цене, их можно не продавать, а жертвовать на благотворительные цели и не платить налогов!

Между тем есть определенные ограничения, которые государство накладывает на размер годовых благотворительных взносов с целью получения налоговых льгот.

- Общая сумма благотворительных взносов не может превышать 50% вашего скорректированного валового дохода.
- Денежные пожертвования общественным благотворительным организациям не могут превышать 50% вашего скорректированного валового дохода.
- Пожертвования в виде долгосрочного прироста капитала общественным благотворительным организациям не могут превышать 30% вашего скорректированного валового дохода.
- Денежные пожертвования частным фондам не могут превышать 30% вашего скорректированного валового дохода.
- Пожертвования в виде долгосрочного прироста капитала частным фондам не могут превышать 20% вашего скорректированного валового дохода.

Если вместо (или помимо) финансовых активов вы жертвуете некоммерческой организации товары или услуги, позаботьтесь о том, чтобы все было обосновано и задокументировано должным образом, потому что Служба внутренних доходов ведет активную борьбу со злоупотреблениями. В письме председателю финансового комитета Сената США от 30 марта 2005 года комиссар Службы внутренних доходов называет пожертвования налогоплательщиками охранных (или исторических) сервитутов с целью сохранить некоторые земли и строения для будущих поколений «в высшей степени подозрительными». (Жертвовались сервитуты на фасады исторических домов в обмен на налоговые вычеты.) В ряде случаев фасады уже попадали под ограничения по местным постановлениям о районировании, так что налогоплательщики получали налоговый вычет за отказ от права, которого на самом деле не существовало.

Служба внутренних доходов пристально следит за оценкой неденежных пожертвований некоммерческим организациям. Так, несколько лет назад были ужесточены нормы для оценки стоимости передаваемых в дар автомобилей. Завышение оценочной стоимости или неполный отказ от использования даруемых активов могут стать причиной серьезных проблем в случае проверки.

ЗАВЕЩАТЕЛЬНЫЕ ДАРЫ

Если вы делаете благотворительные взносы в виде завещания, размер вашего наследства уменьшается на стоимость завещательного дара. Если на вас распространяется налог на наследство, это позволяет уменьшить налогооблагаемую базу и сократить или вообще устранить налоговое обязательство. Поскольку для состоятельных людей ставки налога на наследство традиционно высоки, включение благотворительности в планирование наследства может принести ощутимую выгоду.

Люди, финансовая цель которых — сохранить высокую покупательную способность, не хотят остаться без средств. Чтобы обеспечить себе при жизни достаточную финансовую свободу, некоторые откладывают благотворительность «на потом», оставляя соответствующее завещание.

Тем, у кого финансовая «подушка» слишком пухлая, лучше заняться богоугодным делом при жизни, чтобы уменьшить свой налогооблагаемый доход и соответственно налоги. В таком подходе есть пять плюсов. Как только вы делаете пожертвование, активы сразу же начинают расти в свободном от налогов режиме. Некоммерческая организация получает возможность использовать пожертвованные вами активы или доход от них, чтобы делать добрые дела уже сегодня, а не ждать вашей кончины. Вы же становитесь бенефициаром и можете наслаждаться созданной вами стоимостью — в виде социального капитала или просто удовлетворения от того, что помогаете людям. В конце концов вашему примеру последуют другие и тоже сделают крупные пожертвования.

ДРУГИЕ ВАРИАНТЫ

Существуют по меньшей мере две благотворительные структуры, которые объединяют благотворительные цели с планированием наследства и налогообложения. Это благотворительные опережающие трасты и благотворительные остаточные трасты, которые требуют детальной юридической и налоговой проработки. В обоих случаях вы вкладываете деньги в инвестиционный инструмент, из которого производятся ежегодные выплаты в течение определенного времени или до наступления определенного события, такого как ваша смерть или смерть вашей супруги/супруга.

В благотворительном опережающем трасте выплаты получают безналоговые благотворительные организации, но в определенный момент ос-

новой пакет собственности переходит семье учредителя или другим бенефициарам. В благотворительном остаточном трасте ситуация обратная — сначала выплаты по доходам получают обычные бенефициары, а в определенный момент собственность переходит к указанным благотворительным организациям.

Опережающий траст — один из способов передачи активов от одного поколения другому, уменьшающий налог на дарение и наследство, и соответственно хорошая альтернатива полисам страхования жизни. Действует эта схема следующим образом: будущее повышение стоимости траста, переходящего вашей семье, не облагается налогом на наследство, а текущая стоимость передаваемых активов пересчитывается Службой внутренних доходов с использованием формул расчета приведенной стоимости, предназначенных для определения текущей стоимости дара, который ваша семья получит в будущем. Кроме того, опережающий траст часто позволяет уменьшить сумму подоходного налога, которая выплачивается Службе внутренних доходов. Это происходит потому, что трастам разрешается вычитать благотворительные взносы из налогооблагаемого дохода без ограничений в виде процента от валового дохода, под которые попадают частные лица, о чем мы говорили в начале этой главы. Стоимость пакета собственности, который в конечном счете перейдет вашей семье без налога на наследство, можно оценить на основе прогнозов о финансовом росте активов.

Благотворительный остаточный траст — это возможность обеспечить материальное благополучие себе или близким, и одновременно уменьшить бремя подоходного налога. Учреждая такой траст, вы получаете текущую благотворительную скидку на сумму будущего благотворительного взноса (которая рассчитывается по формуле приведенной стоимости) и имеете право на ежегодную ренту. Кроме того, остаточный траст позволяет уменьшить или отсрочить налоги на прирост капитала, если трасту передаются выросшие в стоимости активы, которые он затем продает. Остаточный траст освобожден от подоходных налогов, а получатель аннуитета платит налоги только с той суммы, которую он получает ежегодно и которая может облагаться налогом на долгосрочный прирост капитала. Это позволяет диверсифицировать крупные пакеты акций без текущей уплаты налогов на полный прирост капитала. Выросшие в цене акции часто передаются благотворительным остаточным трастам и затем продаются ими, а их учредители получают ежегодную ренту, защищенную диверсифицированными портфелями остаточных трастов. При этом потенциальная привлекательность каждого инструмента зависит от ряда факторов. Если вы заинтересовались такими схемами, советуем обсудить их со своими консультантами.

Помимо изучения налоговых и социальных преимуществ, обязательно продумайте, как вы будете контролировать управление трастами в долгосрочной перспективе.

Благотворительные трасты позволяют объединить стратегию управления активами со стратегией благотворительной деятельности. Так, в 2004 году Гарвардский университет получил информационное письмо из Службы внутренних доходов США, в котором частным лицам впервые разрешалось инвестировать активы своих благотворительных трастов вместе с активами фонда пожертвований самого университета. Но здесь есть одна оговорка. Гарвард должен быть доверительным собственником и единственным благотворительным бенефициаром этих активов. Хотя, с другой стороны, Фонд пожертвований Гарварда имеет один из лучших «послужных списков» среди благотворительных организаций в Америке. Если он и дальше будет держать столь высокую планку, эта схема может оказаться очень выгодной и для университета, и для тех людей, которые хотят в ней участвовать. Гарвард так воодушевлен этой возможностью, что даже поможет вам учредить соответствующий траст.

Гарвард предлагает еще одну программу для тех, кто хотел бы сделать частичное пожертвование университету. В этом случае Гарвард также выступает в роли доверительного собственника, но активы инвестируются в серию налогово-эффективных (т. е. индексных) фондов компании Vanguard. В прошлом эти фонды работали не так хорошо, как Фонд пожертвований Гарварда. Но если у вас есть благотворительный остаточный траст, то здесь получается интересный налоговый режим. Учитывая то, как Гарвард управляет своим Фондом, налоговая ставка для выплат налогооблагаемому частному лицу будет примерно в два раза выше налоговой ставки для выплат по программе Vanguard. Поэтому даже если эта программа и не обеспечит вам такого же роста активов, при прочих равных условиях ваш чистый доход в течение нескольких лет значительно возрастет.

Думаю, что к тому моменту, когда эта книга появится на полках книжных магазинов, многие организации обратятся в Службу внутренних доходов с похожими запросами.

Историческое отступление

Если бы меня попросили объяснить, почему мой прадед занимался благотворительностью, я бы перечислил все вышеупомянутые причины, с одной оговоркой — все зависит от конкретной ситуации. Стюарт часто говорил о необходимости «жить полезной жизнью». Это было призмой, через которую он оценивал свои дела и достижения. Он стремился внести свой вклад в увековечивание достоинств и ценностей американской культуры, помогая своим согражданам и в повседневной жизни. Он всегда смотрел в будущее, о чем свидетельствуют его слова о «еще нерожденных поколениях потомков», которые, как он надеялся, получат в наследство такую же страну открытых возможностей, в которой жил он сам. Структура благотворительного фонда отражала его мировоззрение — он создал его как бессрочный траст.

Как стать филантропом

У стратега управления есть четыре варианта передачи активов на благотворительные цели. Ниже они перечислены в порядке возрастания сложности.

1. Прямые пожертвования.
2. Вспомогательные организации.
3. Именные фонды.
4. Частные фонды.

Прямые пожертвования

Вы можете делать прямые, подлежащие вычету пожертвования организациям, зарегистрированным по параграфу 501 (с)(3) Налогового кодекса. Узнать о том, имеет ли данная некоммерческая организация указанный статус и какие сведения необходимо передавать Службе внутренних доходов, можно на сайте www.guidestar.com. Если выбранная вами организация имеет статус 501 (с)(3), можно сделать пожертвование и при желании оговорить, как оно должно использоваться. Помните, что, когда взнос уже сделан, вы теряете над ним контроль, однако все уважающие себя благотворительные организации очень серьезно относятся к пожеланиям донора. Как правило, прямые пожертвования предназначаются для текущего использования и могут делаться анонимно.

Вспомогательные организации

Некоторые некоммерческие организации имеют свои фонды пожертвований, единственная цель которых — обеспечить финансовую поддержку самим организациям. Наибольшей популярностью пользуются фонды пожертвований высших учебных заведений, но такие структуры имеются и у больших культурных и религиозных организаций, и даже у некоммерческих средств массовой информации, таких как Национальное общественное радио. Основная масса благотворительных взносов делается в фонды пожертвований. Иногда донор указывает конкретные цели, на которые должны идти его средства; в других случаях это оставляется на усмотрение организации. Пожертвования могут быть анонимными.

Именные фонды

Фонды местных сообществ первыми разрешили донорам указывать, какой организации (какому типу организаций) должны быть направлены их пожертвования. Инвестиционные компании Fidelity, Vanguard и другие подхватили эту идею и разработали специальные программы, которые дают донорам некоторую гибкость в отношении того, как должны инвестироваться и кому должны быть переданы их средства. Если вы жертвуете выросшие

в стоимости ценные бумаги, компании Fidelity или Vanguard обычно сразу же продают их, тогда как некоторые фонды местных сообществ по вашему требованию могут сохранить их на отдельном счете. В обоих случаях вы получаете налоговый вычет на момент совершения пожертвования и по той же ставке, как если бы сделали прямое пожертвование. Но здесь вы можете отложить распределение средств из пожертвования на несколько лет, чтобы активы могли расти в безналоговом режиме. Пожертвования также могут быть анонимными.

Частные фонды

Частный фонд — это, пожалуй, самый гибкий, но одновременно самый сложный способ сделать задуманное пожертвование. Хотя структура управления фондом не зависит от его активов, вы как учредитель можете входить в совет директоров и подбирать членов совета по собственному усмотрению. Это делает частный фонд оптимальной структурой, позволяющей вам контролировать использование пожертвований — либо потому, что вы хотите удержать выросшие в цене активы, либо потому, что хотите управлять выплатами. Налоговые льготы в этом случае почти так же привлекательны, как в альтернативных вариантах. Частные фонды обязаны ежегодно распределять не менее 5% активов в виде грантов или квалифицированных расходов. Из-за такого ограничения они не могут обеспечить безналоговый рост активов с той же скоростью, как именные фонды или вспомогательные организации, которые предпочитают распределять меньше. Кроме того, они обязаны подавать в Службу внутренних доходов годовой отчет (по Форме 990) и платить небольшой акциз. Эти сведения предаются публичной огласке.

Если вы планируете сделать пожертвование на сумму меньше 250 000 долларов, учреждать для этого собственный фонд нецелесообразно, потому что административные издержки и строгие требования к отчетности перевесят преимущества. Но если вы решительно настроены именно на этот вариант, компания Foundation Source предлагает специальную услугу, которая снижает стоимость и сложность учреждения фонда. Узнать об этой услуге можно на сайте www.foundationsource.com. Анонимные пожертвования частным фондам делать не разрешается.

Мое мнение

Я считаю необходимым прокомментировать два важных момента: контроль донора над своими пожертвованиями и желание оставаться анонимным.

Степень контроля

Сегодня все больше доноров жертвуют деньги на конкретные программы, а не на благотворительную деятельность вообще. В обоснование они при-

водят тот довод, что поддержка конкретных программ создает более четкую и прозрачную систему отчетности внутри некоммерческой организации, и в какой-то степени они правы. Но такой подход имеет ряд неблагоприятных последствий. Благотворительность «под программы» налагает тяжелое административное бремя на некоммерческие организации, которые вынуждены вести множество отдельных кампаний по сбору средств и доказывать свой успех с использованием множества различных форматов, подстраиваясь под личные прихоти доноров. Вытекающие из этого высокие административные издержки снижают эффективность усилий по сбору средств и забирают деньги оттуда, где они нужнее всего.

Кроме того, поскольку все пожертвования делаются под конкретные программы, некоммерческим организациям неоткуда брать деньги на финансирование своей административной и базовой инфраструктуры и на оплату труда сотрудников. Наконец, такой вид благотворительности иногда толкает организации на финансовое надувательство — когда их руководители начинают перемещать деньги по балансу, чтобы удовлетворить пожелания индивидуальных доноров и продемонстрировать, что организация якобы достигает своих целей. Таким образом, этот вид благотворительности на практике может подрывать отчетность и отвлекать внимание организации от ее главной миссии.

Вот почему я выступаю за то, чтобы традиционные пожертвования делались без всяких оговорок благотворительным организациям с хорошей репутацией и четкой миссией.

Желание оставаться анонимным

Некоторые предпочитают оставаться анонимными, но я призываю всех открыто проявлять свою щедрость. Я поощряю официальные пожертвования, потому что своим примером вы можете подтолкнуть других людей тоже поддержать это благое дело. Поэтому, прежде чем ставить галочку в квадратике «Анонимный», подумайте, не стоит ли указать свое имя, чтобы выбранная вами организация могла получить максимальную пользу от вашей помощи.

Иногда для анонимности есть причины. Зачастую считается, что если вы являетесь крупным донором, то имеете огромное влияние. Это не всегда так, но даже видимость влияния может оказаться нежелательной для вас или вашей семьи.

Новшества эффективной благотворительности

Учитывая, какое количество организаций занимается благотворительной деятельностью и какие деньги крутятся в этой сфере, неудивительно, что сегодня здесь появляется множество новшеств. Организации, такие как Совет

Фондов США, и академические институты, такие как Гарвардская школа бизнеса, неустанно ищут новые способы совершенствования своей деятельности. Самые творческие идеи связаны с венчурным инвестированием, прогрессом в отчетности, частно-государственным партнерством, дебатами о продолжительности существования и управлением.

Венчурное инвестирование

На первый взгляд 30 миллиардов долларов, которые ежегодно выплачиваются американскими фондами, могут показаться астрономической суммой, но когда вы сравните эту цифру, скажем, с 60 миллиардами долларов, которые выделяются на систему государственного начального и среднего образования в одной только Калифорнии, она сразу поблекнет. Один из способов, которым филантропы пытаются усилить эффект своих относительно небольших вложений — это применение некоторых принципов венчурного капиталовложения в мире благотворительности.

Они ищут новую, жизнеспособную идею с доказанным потенциалом роста. Затем проводятся исследования, чтобы собрать как можно больше информации об этой идее, узнать, не были ли где-нибудь уже испробованы ее компоненты, и определить, какие аспекты идеи необходимо доработать. Затем собирается команда талантливых и увлеченных людей, запускается пилотный проект. Если он оказывается успешным, его раскручивают в широком масштабе.

Бывает, что потребность существует, но решение пока не очевидно. В этом случае филантроп может нанять группу экспертов. Далее схема та же: исследование, пилотный проект и расширение в случае успеха.

Такой вид благотворительности очень увлекателен, требует упорной работы и не всегда бывает успешным. Но если он успешен, результаты могут превзойти все ожидания. Например, Фонд Национального общественного радио создавался как венчурное предприятие, и его успех очевиден. Фонд Стюартов помогал разработать концепции и запустить ряд успешных организаций в сфере образования и охраны детства. Прелесть данного вида инвестирования состоит в том, что вы можете воплотить в жизнь интересную идею с относительно небольшим количеством денег. К сожалению, творческие и связанные с риском аспекты венчурных инвестиций находятся за пределами возможностей многих благотворительных организаций. Но я уверен, что в ближайшие годы венчурное инвестирование как компонент корпоративной и институциональной благотворительности будет только расти.

Прогресс в отчетности

Традиционно организации общественного обслуживания испытывали немалые трудности с отчетностью. Их цели зачастую являются нематериальными,

долгосрочными, зависящими от личных вкусов и с трудом поддающимися количественной оценке. Теперь отчетность приходит и в благотворительность. Сегодня грантодатели все чаще и жестче требуют конкретных обязательств по эффективности. Эти обязательства могут измеряться в чем угодно: количество наработанных часов или обслуженных клиентов, уровень вторичной инфекции (для госпиталей), количество калорий на блюдо (для столовых для бедных), уровень удовлетворенности пользователей, количество аттестованных преподавателей и так далее.

Некоторые доноры, особенно компании, требуют от грантополучателей отчитываться не только перед благотворительными организациями, но и перед ними тоже. Они все чаще ожидают осязаемых и неосязаемых выгод в сфере связей с общественностью, которые, если честно, граничат с рекламой. В некоторых кругах это называется альтруистическим размещением продукта — когда компании активно показывают обществу, что они жертвуют на добрые дела и одновременно оценивают влияние такой «рекламы» на поведение потребителей.

Главное, что должна освещать отчетность (даже отчетность по эффективности инвестиций), — это деятельность советов директоров некоммерческих, благотворительных и филантропических организаций. Сегодня членство в таких советах все чаще несет с собой конкретные требования к работе и ряд fiduciary обязанностей: регулярное участие в заседаниях совета директоров, взнос минимальной обозначенной суммы или сбор пожертвований на эту сумму. Все это делается для того, чтобы привлечь в совет директоров подходящих людей и использовать на благо организации их деловые навыки. Национальное общественное радио и многие другие некоммерческие организации начали проводить ежегодную оценку деятельности своих директоров, чтобы оправдать их присутствие в совете и оценить вклад в работу организации. Если член совета директоров не выполняет своих обязанностей по сбору средств или других требований своей «должностной инструкции», он может лишиться своего места.

Частно-государственное партнерство

Это еще одна новая тенденция в благотворительности. Для большей эффективности деятельности частные фонды или благотворительные организации объединяются с государственными.

Эта концепция берет новаторство и мобильность частного сектора и соединяет его с инфраструктурой и деньгами государственного сектора, позволяя более продуктивно обслуживать конкретные общины. Такое партнерство принимает множество разных форм и создается для работы с конкретным набором вопросов. Партнерство может складываться в рамках конкретных проектов, иметь ограниченное время существования или действовать много лет.

Чикагская благотворительная организация Ounce of Prevention вот уже несколько лет сотрудничает с государственными организациями, предо-

ставляя социальную помощь новорожденным и малолетним детям, чья жизнь находится под угрозой. В Калифорнии наш Фонд создал партнерство с несколькими окружными организациями, цель которых — улучшить социальное обслуживание детей в приютах и помочь им обрести постоянные семьи.

Крупные благотворительные организации, ведущие деятельность за рубежом — такие как Gates Foundation, AmeriCares и J. Paul Getty Trust, — работают напрямую с правительствами и приправительственными организациями по всему миру. Они обмениваются данными своих исследований и делятся ресурсами, чтобы решать проблемы, с которыми никто бы из них не справился в одиночку.

Продолжительность существования фондов: ограниченные во времени или бессрочные?

В последние годы ведутся дебаты о необходимости ограничения продолжительности существования частных фондов. Как я уже говорил, частные фонды обязаны ежегодно выплачивать не менее 5% своих активов, но эта цифра включает не только благотворительные выплаты, но и большую часть административных расходов. Бессрочные фонды несут значительные административные издержки, обычно от 0,5 до 1,5% от стоимости своих активов в год, чтобы поддерживать свое существование, поэтому обществу достается ежегодно всего 3,5–4,5% их активов. В то же время донор получает за свои взносы в фонд весомую и безотлагательную налоговую льготу. Вот почему у правительства возникают сомнения в справедливости этого уравнения.

Еще одна актуальная тема — это актуальность намерения донора. Большинство людей, учреждающих частные фонды или фонды пожертвований, вносят в уставные документы такие формулировки, которые дают будущим доверительным собственникам гибкость в смене целей деятельности организации, если первоначальная цель перестает быть актуальной и уместной. В результате будущие доверительные собственники получают простор для маневров и могут использовать средства фонда таким образом, который не входил в намерения донора или рассматривался как нежелательный. С другой стороны, учредители, которые выражают свое намерение в жестких и узких формулировках, рискуют тем, что фонды в конце концов могут достичь первоначально заявленных целей и потеряют смысл существования. Хотя я не исключаю, что некоторым выгоден именно такой сценарий, вряд ли большинство учредителей захочет, чтобы их фонд однажды перестал быть нужным обществу.

Учитывая изменчивую природу социальных потребностей и нужд местных сообществ, дебаты о роли и функции фондов в мире благотворитель-

ности весьма полезны. Великий филантроп и основатель компании Sears Roeбuck Джулиус Розенвальд поставил условие, что его фонд должен выплачивать все свои активы в течение 50 лет после его смерти. Другие, например Джоан Крок, завещали часть своих активов конкретным некоммерческим организациям. Сегодняшнее поколение предпринимателей, многие из которых в последние двадцать лет сделали крупные пожертвования, не учреждает собственных фондов, а занимается благотворительной деятельностью профессионально. Многие пересмотрели свои жизненные ценности — переориентировав их с *успеха* в традиционном профессиональном и финансовом смысле на *значимость* того, чем они занимаются в жизни. Вместо того чтобы создавать фонды и управлять ими, они, засучив рукава, используют свои деловые навыки и предпринимательские таланты, чтобы управлять уже существующими некоммерческими организациями или становятся сборщиками средств, преподавателями, добровольцами и наставниками.

Управление

Фонды учреждаются и финансируются в частном порядке. Но после создания они теоретически становятся общественным достоянием. В обмен на налоговые льготы жертвователям и безналоговый статус фондов государство требует поддерживать оговоренные законом виды некоммерческой деятельности.

Отголоски закона Сарбейнса–Оксли, принятого Конгрессом в 2002 году с целью привнести больше дисциплины в управление корпорациями, ощущаются далеко за пределами залов заседаний советов директоров ведущих американских компаний. Руководители фондов считают, что они следующие. Некоторые штаты, например Калифорния, ввели в законодательном порядке дополнительные требования к управлению фондами и их советам директоров. Эти изменения неизбежно увеличат затраты, сложность и потенциальную ответственность для директоров и руководителей фондов. К счастью, у частных лиц и семей, которые хотели бы заняться благотворительностью в плановом порядке, имеются привлекательные и простые альтернативы частным фондам — это прямые пожертвования, вспомогательные организации и именные фонды.

Руководство фондов всегда занимало особое и привилегированное положение среди других подобных структур, но это положение уязвимо как перед кажущимися, так и перед реальными злоупотреблениями. У фондов нет клиентов, им не нужно собирать деньги, и у них нет акционеров. Во многих фондах нет даже независимых членов совета директоров. Для них не существует рыночных механизмов и системы противовесов, которые сдерживают большинство других организаций в нашей экономике. Те немногие ограничения, которые у них есть при полной автономности, — это рекомендации тех, кто управляет фондами и надзирает за их деятельностью, требование пре-

давать публичной огласке ключевую (финансовую) информацию и обязанность ежегодно представлять отчет по Форме 990.

С политической точки зрения очень важно, чтобы благотворители получали нефинансовые поощрения за управление тем полутриллионом долларов, что находится в американских частных фондах. Необходимо, чтобы они по-прежнему активно участвовали в управлении фондами и чтобы не слишком давило бремя регулирования.

Тем не менее определенное законодательное регулирование все же необходимо, чтобы свести к минимуму злоупотребления особым статусом фондов. В ближайшие годы нашим политикам придется поломать головы над тем, как сделать руководство фондами более прозрачным, не оскорбив при этом владельцев фондов.

Благотворительность и семья

Как вы заметили, семья занимает центральное место в моих рассуждениях. Я смотрю на жизнь сквозь призму своей семьи и всегда ищу те пути, которые помогут ее укрепить. Благотворительность для меня в какой-то мере — это способ сплотить близких мне людей. Если раньше нас объединяла Carnation, то сейчас эту роль выполняет благотворительная деятельность и служение обществу.

Еще одна семья, которая использовала благотворительность как путь к сплочению и увековечиванию ценности семейного предприятия, — это Леманы. Леманы — одно из трех семейств, превративших компанию Fel-Pro в ведущего производителя запчастей для автомобилей в Штатах. До ее продажи концерну General Signal в феврале 1998 года за 720 миллионов долларов⁵ эта компания входила в десятку лучших работодателей Америки. Одной из причин этого была твердая убежденность руководства компании в том, что сотрудники, которых уважают, слушают и поддерживают, своей высокой производительностью с лихвой окупают любые расходы, связанные с созданием более эргономичных и удобных рабочих мест. Производство запчастей всегда было сложным, высококонкурентным бизнесом, и стратегия управления персоналом компании Fel-Pro приносила коммерческий успех и давала повод для гордости.

После продажи Fel-Pro Леманы решили создать благотворительную организацию (не фонд), задачей которой стало распространение передовых технологий в области управления человеческими ресурсами среди мелких и средних компаний. Они назвали ее Winning Workplace. На сайте www.winningplace.org вашему вниманию предлагается недорогой учебный курс Tool Kits, посвященный различным аспектам управления персоналом. Чтобы обеспечить признание людям, добившимся выдающихся успехов в этой области, семья начала сотрудничество с журналом *Fortune Small Business Magazine*, учредив премию

«За достижения в области управления человеческими ресурсами». Всего через несколько лет после основания организации, на торжественном обеде в честь вручения премий собралось более 300 гостей-благотворителей, а также представители четырех поколений семьи Леман. (Видимо, грамотное управление персоналом способствует долгожительству!)

Совет директоров Winning Workplace состоит из трех членов семьи Леман, представляющих два поколения, и восьми независимых экспертов. Хотя до сих пор семья сама финансировала большую часть издержек, сегодня она обращается за помощью к другим, чтобы разделить это бремя.

Благодаря Winning Workplace семья Леман приобрела новую объединяющую миссию. Они используют коллективный опыт ведения бизнеса, чтобы оказывать поддержку мелким и средним фирмам, где сегодня создается большая часть рабочих мест в Соединенных Штатах. Ни новоприобретенное богатство, ни благотворительная деятельность не помешали членам семьи реализовать свои таланты и возможности: кто-то создал блистательную гоночную команду, кто-то стал хирургом-кардиологом, кто-то пошел в политику, кто-то растит детей или управляет семейным офисом. Я восхищаюсь этой семьей и тем, что она делает.

Подводя итог, скажу, что благотворительные фонды — это замечательный способ самоопределения семьи и семейных ценностей через служение обществу. Они позволяют найти общие интересы и научиться работать в команде и наполнить семью жизненной энергией.

Благотворительность и дети

Многие религиозные организации и школы с детства учат тому, что евреи называют *цедака* (*пер. с иврита* — благотворительность, букв. перевод: справедливость. — *Прим. ред.*). Каждую неделю мои дети откладывают часть карманных денег в коробочки *цедака* и, когда те наполняются, придумывают, как ими распорядиться. Ребенком и я делал нечто подобное во время Великого поста и перед Рождеством. Многие религии поощряют десятину и другие формы благотворительности и помощи местным общинам.

В школе, где учатся мои дети, каждый ученик обязан посвятить какое-то время общественно-полезному труду. Можно привести тысячи причин, почему стремление помогать другим необходимо поощрять и поддерживать с самого детства.

Семейные фонды

Принимая решение об учреждении семейного фонда, необходимо ответить на следующие ключевые вопросы.

- Есть ли миссия у вашего фонда?
- Есть ли у вас активы, которыми нужно управлять особым образом?
- Достаточно ли велики эти активы, чтобы покрывать издержки?
- Собираетесь ли вы выплачивать благотворительные гранты частным лицам и организациям, не имеющим статуса 501 (с)(3)?
- Хотите ли вы, чтобы ваш фонд был уникальной и независимой организацией, что будет способствовать выполнению его миссии?

Если вы положительно отвечаете на все вопросы, то путь выбран правильно. Однако помните, что фонды дороги в управлении, обязаны вести корпоративную учет, подавать годовой отчет по Форме 990, управлять своими активами и проявлять должную осмотрительность, т. е. проверять получателей грантов. Крупным семейным фондам приходится нанимать постоянный персонал, чтобы оценивать заявки на гранты, заниматься связями с общественностью, поддерживать интернет-сайт и т. д. Ежегодные административные издержки легко могут превысить 1% от стоимости активов фонда или одну пятую от обязательной нормы выплат. Кроме того, фонды обладают чуть меньшей налоговой эффективностью по сравнению с другими благотворительными структурами.

В семьях, представленных несколькими поколениями, фонды часто учреждаются по завещанию. Это позволяет уменьшить размер налогооблагаемого наследства, снизить сумму налога на наследство или вообще избежать налогообложения. Однако судьба таких фондов зависит от того, насколько близко намерение учредителя наследникам и насколько они подготовлены к управлению. Если вас заинтересовал этот вариант, рекомендую учредить фонд при жизни, в уменьшенном масштабе, и уже сегодня проработать со своей семьей вопросы управления. Это позволит вашей семье приобрести необходимый опыт, а вам — уверенность, что фонд попадет в надежные руки. Кроме того, воодушевившись вашей идеей, ваша супруга/супруг или дети могут в будущем жертвовать фонду средства уже из собственных побуждений.

Непосредственное участие

Но лучше всего, пожалуй, самому поработать в той благотворительной организации, которую вы поддерживаете. Вы станете лучше понимать ее цели и задачи и нужды ее подопечных. Кроме того, вы обрратете связями, которые впоследствии могут пригодиться. Но главное — это в высшей степени благодарный труд, потому что вы своими глазами увидите, как ваша помощь меняет жизни других людей.

Разумеется, самые сильные впечатления можно получить, если поработать непосредственно на «линии фронта». Но чтобы принести максимальную

пользу, параллельно с этим можно активно участвовать в руководстве организацией или стать членом совета директоров. Не отказывайтесь от членства в совете. Используя свои деловые навыки и опыт, вы поможете организации работать более эффективно. Со своей стороны вы познакомитесь со спецификой управления некоммерческими организациями. Вы узнаете, как инвестируются их финансовые активы, и сможете сами поучаствовать в этом. Вы увидите изнутри организацию, в которую верите, и получите доступ к информации, которая позволит вам принимать более взвешенные решения. Плюс ко всему это интересно.

Заключение

Мой прадед свято верил, что богатство несет с собой обязанность жить «полезной жизнью» — отчасти как проявление уважения к своим предкам и отчасти как пример для своих детей. Вот что писал Джеймс Маршалл, автор его биографии: «Самое большое богатство было не в том, что он сохранил, а в том, что он отдал; имущество, завещанное им своим наследникам после смерти, было гораздо меньше того, что он пожертвовал другим за всю свою жизнь»⁶.

Я старался следовать его философии, когда писал эту книгу, и стараюсь следовать ей в своей жизни, пытаясь быть активным филантропом, ответственным членом семьи и достойным управляющим семейным состоянием. Филантропические ценности есть и будут неотъемлемой частью нашей стратегии управления активами.

Глава 10. Темы для обсуждения

1. Есть ли у вас благотворительная миссия? Почему да или почему нет? В чем она состоит?
2. Считаете ли вы, что среди причин заниматься благотворительностью какая-то одна имеет решающее значение? Если да, почему?
3. Что вы думаете об анонимных пожертвованиях? Не уменьшает ли анонимность эффект благотворительного дара?
4. Вы когда-нибудь использовали благотворительность для получения налоговых льгот? Если нет, почему?
5. Какая схема благотворительной деятельности является для вас оптимальной? Вы используете для пожертвований выросшие в стоимости ценные бумаги?
6. Интересны ли вам в качестве инструментов благотворительные опережающие или остаточные трасты?
7. Что дает вам уверенность в том, что организация, которой вы делаете пожертвования, правильно использует ваши деньги? Вы просили ее предоставить вам данные, позволяющие удостовериться в этом? Вы думали над тем, чтобы поработать волонтером или членом совета директоров в организации, которую вы поддерживаете?
8. Если идеи благотворительности и служения обществу важны для вас, что вы делаете для того, чтобы привить эти ценности вашей супруге/супругу, детям и внукам?

ПРИМЕЧАНИЯ

¹ *The Merriam-Webster Dictionary*, 1998 Edition, p. 391.

² The Foundation Center, *Foundation Yearbook*, 2004.

³ Elbridge A. Stuart, Statement, The Elbridge Stuart Foundation, November 30, 1937, pp. 5 and 7.

⁴ Там же, p. 7.

⁵ PriceWaterhouseCoopers, *Global Automotive Deal Survey*, 1998.

⁶ James Marshall, *Elbridge A. Stuart, Founder of Carnation Company*. Western Printing and Lithograph Company, 1949, p. 199.

0,000 ГЛАВА 11 000,000,000 00,00 КАК ОБЪЕДИНИТЬ 000, ,000, ДОЛГОСРОЧНОЕ 000,00 00,00 ПЛАНИРОВАНИЕ 000,00 ,000 И ПЕРЕДАЧУ 000,000, 000,0 АКТИВОВ 000,000,000,

Я должен изучать политику и военное дело, чтобы мои сыновья могли изучать математику и философию. Мои сыновья должны изучать математику и философию, географию и естествознание, кораблестроение и навигационное дело, коммерцию и сельское хозяйство, чтобы их дети могли изучать живопись, поэзию, музыку, архитектуру, скульптуру.

Джон Адамс, 2-й президент США

Цель планирования наследства — создание ценного финансового, семейного и социального наследия. Грамотное применение Модели стратегического управления состоянием помогает достичь этой цели.

Мое желание создать для своей семьи ценное наследие родилось не случайно. Любовь к семье двигала моим прадедом, когда он строил свою компанию, учреждал трасты и занимался благотворительностью. Его жена Этель считала, что истинное богатство измеряется не количеством денег, а тем, *что* вы оставляете после себя. Моя мать всегда поощряла открытый разговор о сложных вопросах планирования наследства.

В нашей семье планирование наследства — не частное дело, и таковым никогда не было. Помню, ребенком я каждый год находил под рождественской елкой конверт от бабушки и дедушки, в котором лежал сертификат на акции Carnation. Тогда я, конечно же, не понимал, что это значит, и конверт быстро оседал в сумочке матери. Но со временем я осознал и оценил щедрость старших.

Модель планирования наследства

Моя модель планирования наследства сконцентрирована на трех основных задачах: удовлетворение основных потребностей каждого поколения, укрепление гармонии в семье и воспитание достойной смены. Планирование предусматривает шесть последовательных этапов, каждый из которых является логическим продолжением предыдущего и преследует конкретную цель.

1. Предвидеть свою неизбежную кончину и подготовить к ней близких.
2. Сосредоточиться на защите, пусть наступлением занимаются наследники.
3. Уладить вопросы с передаваемым по наследству имуществом.
4. Сделать семейный экономический двигатель вечным.
5. Подготовить план передачи активов.
6. Сделать все, что требуется.

Эта модель является в высшей степени простой и гибкой. Старайтесь избегать таких планов передачи наследства, которые включают жесткие юри-

дические структуры, перегруженность административными элементами, недостаточно защищенные позиции в случае претензий со стороны Службы внутренних доходов и колоссальные счета юристам. Некоторые состоятельные семьи разрабатывают крайне сложные схемы передачи наследства, потому что это дает на первый взгляд значительную экономию на налогах, и у них есть инфраструктура, чтобы управлять этими сложными схемами. Но даже очень обеспеченным и подготовленным я советую учитывать, что им придется иметь дело со многими поколениями, разрастающейся семьей, изменчивым и непредсказуемым будущим и постоянно совершенствоваться, чтобы управлять этими сложными схемами. Чрезмерная сложность может подорвать гармонию в семье и потребовать слишком много времени, денег и нервов.

В любом случае реализация этих шести этапов сделает ваш план более эффективным. И еще: проводя собеседования с юристами, претендующими на роль ваших консультантов, убедитесь, что они в высшей степени опытные и компетентны.

Этап 1. Предвидеть свою неизбежную кончину и подготовить к ней близких

Ваша первая обязанность как стратега управления — привести в порядок свои дела. Это нужно лично вам, чтобы обеспечить себе душевное спокойствие, и это нужно вашим детям. Возможно, такой совет кажется очевидным, но делают это далеко не все. *Убедитесь*, что вы действительно позаботились о своих детях. Обеспеченному человеку это сделать гораздо проще.

Привести дела в порядок означает следующее.

Финансовая обеспеченность. Убедитесь, что у вас с супругой/супругом достаточно средств, чтобы хватило до конца жизни. Финансовый управляющий поможет спрогнозировать, сколько и каких активов потребуется, чтобы обеспечить безбедную старость. Выйдя на пенсию, регулярно проверяйте свое финансовое положение и аккуратно составляйте бюджет, чтобы иметь возможность вносить необходимые корректировки по ходу дела.

Сбор информации. Узнайте об услугах, предоставляемых различными некоммерческими организациями, такими как Mather Lifeways, которая предлагает ряд возможностей по организации жизни пожилых людей, проводит исследования и работает с семьями, помогая им решать проблемы старения. В медицинских периодических изданиях, таких как *Harvard Health Newsletter* или *Mayo Clinic Health Newsletter*, постоянно публикуются советы по уходу за здоровьем, а также информация о новейших исследованиях и открытиях в медицине.

Эффективное общение. Обсуждайте с детьми свои намерения относительно наследства, медицинской помощи и близких людей. Они должны быть в курсе ваших пожеланий, потому что может настать момент, когда вы не сможете осуществить их без посторонней помощи. Ниже приведены темы для обсуждения.

- Обозначьте свои намерения: хотите ли вы остаться дома, перебраться в отдельную квартиру, переселиться в независимую общину для престарелых, нанять медсестру для ухода на дому или переехать в хороший дом престарелых.
- Тема смерти в американской культуре считается чуть ли не запретной. Мне довелось жить в Великобритании и Франции, где смерть рассматривается как естественный этап жизненного цикла. Если вовремя и в правильном ключе завести разговор, поверьте, ни вы, ни ваши дети не пожалуют об этом.
- Заблаговременно сформулируйте свои пожелания относительно медицинской помощи на тот случай, если вы будете не в состоянии высказать их сами. В каждом штате действуют свои законы, регулирующие вопросы, связанные с кончиной, к тому же эти законы регулярно меняются. Моральные вопросы являются одновременно личными и общечеловеческими. Чем подробней вы объясните, как вам видится ваш «закат», тем больше вероятность того, что ваши пожелания будут исполнены, и тем меньше моральное бремя, которое вы возлагаете на своих детей.
- Обсудите с семьей план передачи наследства и завещательные дары, которые вы хотите сделать друзьям или организациям. Занятые собственными проблемами, взрослые дети часто не знают о тех узах, которые связывают их родителей с другими людьми. Вашего лучшего друга дети могут заподозрить в лицемерии и корыстолюбии, обвинив его в том, что он ждет вашей смерти, чтобы завладеть вашими деньгами. Если вы собираетесь разделить наследство на неравные доли, советую объяснить детям ваше решение, эту ответственность не стоит перекладывать на душеприказчика.

Все мы читали об оспариваемых завещаниях, и многим доводилось видеть, какие переживания выпадают людям, вынужденным решать юридические вопросы, связанные с кончиной близких. Грамотное общение снимает со следующего поколения этот тяжкий груз точно так же, как грамотное управление активами снимает с него финансовое бремя. Это поистине бесценный подарок.

Юридическая подготовка. Составьте предварительное распоряжение и доверенность поверенному в делах медицинской помощи (обычно им выступает супруг или дети) — принимать решения о медицинском вмешательстве от вашего лица, если вы будете не в состоянии принять их сами. Кроме того,

в распоряжение нужно включить ваши пожелания относительно применения (или отказа от применения) процедур, обеспечивающих поддержку жизнедеятельности человеческого организма, таких как систем искусственного дыхания и питания. Нашумевшее в 2005 году дело Терри Шайво лишний раз доказывает, как важно заранее подготовить ясные и четкие распоряжения в отношении собственной кончины. В большинстве штатов, когда пациент утрачивает способность изъявлять свою волю, врач имеет право действовать на основе одного только предварительного распоряжения, не опасаясь привлечения к суду. При отсутствии такого документа жизнедеятельность организма безнадежно больного человека будут поддерживать сколь угодно долго (возможно, против его воли), до тех пор, пока родственники, врачи, юристы и иногда политики не придут к иному решению.

Кроме того, вам нужно составить доверенность на случай болезни или недееспособности. Она позволяет в законном порядке передать право принимать решения тому или иному лицу (или группе лиц). Эта доверенность предназначена скорее для финансовых, чем для медицинских решений.

Таким образом, вы должны иметь заблаговременное распоряжение и доверенность на случай болезни или недееспособности и уповать на то, что ни то, ни другое никогда не понадобится. Если вы этого еще не сделали, советую обсудить этот вопрос со своим юристом и семьей. Не ждите, пока грянет гром. Каждый взрослый человек обязан поговорить на эту тему с людьми, которым он доверяет.

Помощник. Если у вас нет супруги/супруга и детей или ваши отношения с ними таковы, что вы не можете доверить им вышеописанные действия, вам нужен кто-то, кому вы сможете передать свою волю и кто может выступить в роли доверенного лица по финансовым и медицинским вопросам. Некоторые управляющие компании и большинство юридических фирм, специализирующихся на доверительном управлении и вопросах наследования, предоставляют такого рода услуги. Найти компетентного помощника, которому вы можете в буквальном смысле слова доверить свою жизнь и все свое состояние, — очень важный шаг. Лучше принять это решение раньше, чем позже, чтобы у вас было время выстроить отношения.

Этап 2. Сосредоточиться на защите, пусть наступлением занимаются ваши наследники

Один из первых вопросов, который обычно задают, когда речь заходит о передаче наследства детям: «Сколько отдать?» Никто не хочет, чтобы его наследники становились «детьми трастов», праздно прожигающими жизнь и состояние. Но «сколько» — неправильная постановка вопроса. Правильная — «как».

- Как передать состояние, чтобы оно стимулировало развитие и открывало новые возможности перед детьми?
- Как передать состояние, чтобы дети научились эффективно управлять этими деньгами?
- Как передать состояние, чтобы защитить тех, кто не может позаботиться о себе сам?

Ответ прост: сделайте своими главными приоритетами финансовую обеспеченность ваших детей и внуков на пенсии, их образование и здоровье. Если вы сумеете помочь им в этих вопросах, вы подарите им свободу — свободу без страха идти на предпринимательские риски при управлении семейным состоянием или свободу заняться в своей жизни делом, которое их по-настоящему интересует и над которым не довлеют экономические императивы. Возможно, вы подтолкнете их избрать профессию, связанную с религией, медициной, искусством или преподавательской деятельностью, как это сделали мой брат и зять, оба — замечательные учителя начальной школы.

Для такой передачи наследства не требуется ни замысловатых юридических документов, ни сложного раскрытия сведений в налоговых декларациях, ни уплаты налогов на наследство и передачу имущества. Вот как это делается.

Финансирование пенсий наследников

Ежегодно вы и ваш супруг/супруга можете передавать в дар до 11 000 долларов (22 000 долларов на двоих) любому количеству людей. Это называется ежегодным необлагаемым минимумом. Если у вас трое детей и каждому из них вы будете дарить по 22 000 долларов в год в течение тридцати лет, общая сумма составит 1,98 миллиона! Не исключено, что в ближайшее время Конгресс повысит размер ежегодного необлагаемого минимума, тем самым увеличив потенциал этой стратегии.

Разовьем пример дальше: если ваши дети вступают в брак и «дарят» вам семерых внуков, вы можете одаривать и их тоже в течение, скажем, 20 лет. В этом случае сумма переданных вами активов составит 5,7 миллиона долларов!

Таким образом ваши дети и внуки вместе взятые ежегодно получают от вас 286 000 долларов!

Давайте взглянем на эту ситуацию глазами получателя, чтобы полностью оценить потенциал этих простых подарков. При рождении счастливый ребенок получает по 11 000 долларов от каждого из родителей и двоих из четырех бабушек и дедушек на общую сумму 44 000 долларов. Такие подарки поступают в течение следующих 20 лет. Начиная с двадцатилетнего возраста (и до достижения 50 лет) человек продолжает получать по 22 000 долларов от родителей, поскольку бабушки и дедушки к этому времени предположительно умирают. Если эти активы инвестируются в индексный фонд, который приносит годо-

вой доход в 8% за вычетом налогов (возьмем текущую ставку налогов на долгосрочный прирост капитала), то за 50 лет счастливец накопит 25,5 миллиона долларов только благодаря ежегодным необлагаемым подаркам! Даже если в какие-то годы родители не будут делать таких подарков, сочетание регулярных необлагаемых даров, грамотного управления активами и накопления — это великая сила... если подаренные деньги инвестируются, а не тратятся.

Если вы сомневаетесь в финансовой дисциплинированности своих детей, можно вносить ежегодный необлагаемый дар в простой траст и уточнить в учредительном договоре, что активы не могут выплачиваться до достижения получателем определенного возраста. Если вы уверены в своих детях, позвольте им самим управлять активами.

Позвольте рассказать еще об одном хитром приеме, который увеличивает и без того немалый потенциал ежегодного необлагаемого дара. В возрасте 20 лет бенефициар получает приличную зарплату и может перечислять по 11 000 долларов в год без уплаты налогов на пенсионный счет с отложенным налогообложением.

Не все могут позволить себе (или захотят) откладывать деньги на пенсию в столь раннем возрасте. Но дальновидный человек *будет* делать такие отчисления — ведь его мудрые родители ежегодно дарят ему эту сумму в виде необлагаемого минимума. Теперь его налогооблагаемый доход уменьшается на 11 000 долларов, на сумму взноса в пенсионный план, и, благодаря подарку своих родителей, он ежегодно откладывает на пенсию столько же. Эти деньги, попадая на пенсионный счет, начинают расти на основе отложенного налогообложения и будут это делать в течение следующих 50 лет.

Но это еще не все. Поскольку его налогооблагаемый доход уменьшается на 11 000 долларов, он не платит федеральный подоходный налог с этой суммы, который может составлять 3000 долларов и больше. Эти «сэкономленные» деньги можно либо тратить, либо вносить на пенсионный счет, еще больше уменьшая налогооблагаемый доход и увеличивая активы, растущие в режиме отложенного налогообложения.

Ежегодный необлагаемый дар, помимо всего прочего, дает получателю два огромных преимущества: возможность тратить больше денег, чем при иных обстоятельствах, и с молодых лет откладывать на пенсию приличные суммы, которые будут расти без уплаты налогов в течение десятилетий. Благодаря хорошей финансовой дисциплине получатель сможет уменьшить размер своих пенсионных отчислений в пожилом возрасте и отдавать лишние деньги *своим* детям точно так же, как его родители отдавали ему. Так создается непрерывный цикл: передача значительного состояния от поколения к поколению, никаких налогов на дарение, отложенный подоходный налог, никаких огромных юридических гонораров и простая инвестиционная стратегия. Эта схема будет работать, кем бы ни были ваши дети — воротилами бизнеса, танцорами, врачами или академиками.

Финансирование образования наследников

Вы хотите сделать для своих детей и внуков еще больше — например, оплатить их образование? Вот несколько советов.

Если вы делаете платежи непосредственно учебным заведениям, они не рассматриваются как дар и не облагаются налогом на дарение. Помните, этим вы освобождаете своих наследников от немалых расходов, и они смогут закончить учебу без долгов. А возможность выйти из нашей системы образования «вчистую» — дорогого стоит.

Для финансирования образования наследников учреждают так называемый план 529. Вам нужно знать одну вещь: взносы в план 529 включаются в годовой необлагаемый минимум. Учтите, хотя у этих планов есть некоторые налоговые льготы, у них есть и административные затраты. Убедитесь, что выгоды перевешивают издержки. Если же нет, те же самые деньги лучше подарить детям и инвестировать их в индексный фонд, который обойдется вам гораздо дешевле, даст большую гибкость и почти такую же налоговую эффективность. Наконец, вы можете непосредственно оплачивать обучение своих детей и внуков и ежегодно дарить им необлагаемые налогом суммы.

Финансирование медицинской помощи для своих наследников

Вы хотите заранее оплатить расходы на медицинское обслуживание для детей и/или внуков?

Прямые платежи поставщикам медицинских услуг (больницам и другим медицинским учреждениям) *не* рассматриваются как дар и не облагаются налогом на дарение. Преимущество этого подхода состоит в том, что вы даете детям возможность экономить деньги на медицинской страховке, позволяя им увеличить франшизу — и, как следствие, уменьшить свои страховые взносы — тогда как вы берете на себя ответственность за оплату разницы, если появляются большие медицинские счета.

Я знаю, о чем вы думаете. А что если эти счастливые бенефициары привыкнут к тому, что вы оплачиваете их обучение в престижном университете или медицинские счета, и радостно промотают собственные, «экономленные» за счет вашей щедрости, деньги?

Предложите детям откладывать сэкономленную сумму. Составьте обязательство в письменной форме, и дайте им его подписать. Это подтвердит серьезность и важность ваших намерений, а вашим детям покажет, как заключается договор. Ваша щедрость требует определенного поведения с их стороны, и пренебрегать этим не следует.

Финансирование покупки первого дома для своих наследников

Возможно, вы захотите помочь своим детям купить их первый дом. Это отличный способ вложения средств. Чем больше дом, тем больше вклад и тем боль-

ше потенциал повышения стоимости. Большой дом — это еще и большой налоговый вычет, если ваши дети возьмут ипотечный кредит для его покупки. Ипотечный налоговый вычет — лакомый кусок. Это лучшая налоговая льгота, не считая начисляемых налогов на нереализованный прирост капитала.

Хочу сделать одну оговорку: дом может стать бездонной бочкой для денег. Вы окажете наследнику медвежью услугу, если купите дом, содержать который ему не по карману. Прежде чем что-то делать, убедитесь, что ваш сын или дочь учитывают все расходы, связанные с владением и содержанием дома, и могут себе их позволить. В противном случае подарок обернется непосильной ношей.

Как вы уже обратили внимание, все мои советы на этапе 2 предполагают отложенное вознаграждение. Многими из выгод наследники смогут воспользоваться лишь через несколько десятилетий или же эти выгоды заключаются в уменьшении или устранении возможных долгов. Кроме того, одно из обязательных условий всех моих рекомендаций — наследники должны сами зарабатывать себе на жизнь. Они должны тщательно планировать бюджет и разумно вкладывать средства. Однако есть и текущие выгоды: детям не приходится откладывать деньги на пенсию, возвращать ссуды или платить за обучение в элитной школе и университете. Но все это побочные выгоды, которые зависят исключительно от их способности к самообеспечению.

Этап 3. Уладить вопросы с недвижимостью и другим наследственным имуществом

Хотя недвижимость редко рассматривается как расходная статья в семейном бюджете, она таковой является. Жилые дома, загородные дома/дачи и некоторые другие активы, такие как коллекции произведений искусства или яхты, могут быть важной частью семейных традиций и очень значительной статьёй расходов. Люди хотят сохранить их в семье, но это дорогостоящее удовольствие. У каждого поколения разный интерес к этим активам, а также разные способности к управлению ими.

Иногда дети всеми силами хотят сохранить родной дом, в котором они выросли. Мы с женой столкнулись с этим несколько лет назад, купив дом у пожилой пары, решившей сократить расходы и переселиться в более скромное жилье. Их взрослый сын любил приезжать и останавливаться в комнате, где прошло его детство, поэтому он всячески убеждал родителей не продавать дом. К счастью, здравый смысл одержал верх над сантиментами.

Точно так же многие взрослые дети стараются сохранить загородные дома из-за детских воспоминаний. В последние годы наблюдается высокий рост цен на загородную недвижимость, поэтому, возможно, стоит подумать о продаже своей давней собственности, чтобы заработать хорошую прибыль. Однако сентиментальность нередко заставляет людей держаться за свои «семейные

гнезда», что несет с собой массу финансовых и технических вопросов. Если у вас двое или больше взрослых детей, как вы будете распределять время, которое они проводят в этом доме со своими семьями? Как будете делить расходы и решать вопросы, связанные с содержанием и ремонтом дома и налогами? Я вовсе не хочу сказать, что этот сценарий невозможен в больших семьях, просто он требует много общения и командной работы.

Давайте поговорим о конкретных юридических процедурах, которые вы можете использовать для передачи недвижимости следующему поколению и которые можно адаптировать под ваши индивидуальные обстоятельства. Наиболее популярным является траст недвижимости для личного проживания (Qualified Personal Residence Trust — QPRT). Он дает возможность в будущем подарить недвижимость по стоимости на момент учреждения траста. Некоторые особенности QPRT позволяют уменьшить стоимость дома в целях расчета налога на дарение. Разумеется, в этой стратегии есть свои риски, связанные главным образом с тем, что даритель должен быть жив на момент истечения срока действия траста. В противном случае дом возвращается в наследство и облагается соответствующим налогом из расчета его стоимости на момент вашей смерти. Чтобы разобраться в возможностях QPRT и связанных с ним стратегиях, проконсультируйтесь с юристом и изучите доступные вам варианты.

Хочу дать два совета на тот случай, если вы хотите передать детям загородный дом. Во-первых, прежде чем они унаследуют или купят этот дом, пусть составят письменный «договор об эксплуатации», в котором будут четко оговорены такие вопросы, как расходы на содержание и ремонт, график использования и возможная продажа дома. Этой недвижимостью будут владеть только ваши дети или их супруги тоже? Как по справедливости разрешить ситуацию, если кто-то из детей захочет использовать дом, а кто-то нет?

Второе, постарайтесь переориентировать менталитет наследников с «владельца» на «управляющего». Траст или товарищество с ограниченной ответственностью могут быть полезными инструментами, особенно если у вас есть возможность передать юридическому лицу не только сам дом, но и «пожертвование» для финансирования эксплуатационных расходов. Такое «пожертвование» снимет финансовое бремя с ваших детей, особенно тех, кто зарабатывает не очень много и кому трудно покрывать расходы на содержание дома. Кроме того, вы должны оговорить передачу имущественных прав. Сделав все это, вы избавите детей от необходимости оплачивать расходы, которые они не могут себе позволить или не хотели бы нести.

В этом случае ваши дети могут рассматривать дом как роскошь, которой нужно делиться, а не как имущество, которым нужно управлять. Они не обязаны использовать этот дом и не несут никаких экономических обязательств. Но даже при самом тщательном планировании может возникнуть такая ситу-

ация, когда владение домом начнет доставлять больше хлопот, чем удовольствия. Это значит, что пришло время превратить предмет роскоши в деньги. Большинство, подавляющее большинство или все дети (или внуки) могут прийти к единодушному решению продать дом. Они могут купить другой дом или разделить между собой вырученные от продажи дома деньги и ликвидировать траст или товарищество.

Этап 4. Сделать семейный экономический двигатель вечным

В отличие от домов успешный бизнес обычно имеет текущие или ожидаемые положительные денежные потоки или, проще говоря, доходы. При грамотном планировании наследства вы можете либо передать семейный бизнес следующему поколению, либо оказать финансовую поддержку своим детям или внукам, которые хотят основать или купить компанию (или другой приносящий доход актив).

Я не сторонник активного использования кредитов при управлении семейным состоянием. Но если рассматривать планирование наследства как способ стимулировать предпринимательское управление в семье, то здесь я придерживаюсь абсолютно противоположной точки зрения в отношении одного конкретного вида займов, а именно внутрисемейного кредита между поколениями. Если честно, я считаю этот кредит одним из лучших инструментов планирования наследства, который отражает всю суть стратегического управления активами. Давайте рассмотрим два примера, чтобы вы лучше поняли, что я имею в виду.

Передача семейного бизнеса

Для начала возьмем ситуацию, когда у семьи есть компания, которую нужно передать от одного поколения другому. Предположим, что право собственности и управленческий контроль передаются одновременно. В этом случае происходит обычный выкуп за счет внутрисемейного кредита — схема, известная в некоторых кругах как «замораживание», потому что она замораживает стоимость компании для одного поколения и передает дополнительную стоимость следующему поколению. Цель — передать компанию по справедливой цене. Пусть компания стоит 1 миллион долларов и приносит годовую прибыль до уплаты налогов в размере 100 000 долларов. Родители соглашаются продать компанию взрослым детям за эту сумму и финансируют 90% суммы покупки. Существуют специальные правила Службы внутренних доходов, которые оговаривают процентные ставки для внутрисемейных кредитов, чтобы те не попадали под налог на дарение. Эти ставки весьма привлекательны для заемщиков. Если брать современные ставки, то прибыли

компании из нашего примера будут с лихвой окупать проценты по кредиту, да еще и оставлять свободные деньги для реинвестирования в бизнес.

Дети, которые в течение многих лет получали ежегодный необлагаемый дар, накопили достаточно средств, чтобы сделать необходимый первоначальный взнос в 100 000 долларов. Таким образом, родители передают семейный бизнес следующему поколению без всяких налогов на наследство. Даже если компания стоит 5 миллионов, 50 миллионов и больше, эта схема дает сопоставимые результаты.

Теперь давайте посмотрим, что происходит дальше. Дети становятся владельцами компании и отныне управляют ею. Они должны выплачивать родителям проценты и в конечном счете вернуть всю ссуду. У них есть реальные экономические стимулы, чтобы много и продуктивно работать. Предположим, что на момент продажи компания была хорошо позиционирована, дети показывают себя хорошими менеджерами, и экономические условия благоприятны. В первые годы придется нелегко, потому что платежи по кредиту и потребности растущего бизнеса в притоке капитала не оставляют лишних денег. Но через десять лет дети выплатят ссуду, стоимость компании увеличится до 10 миллионов долларов, а ее годовая прибыль вырастет до миллиона. Отличный результат, не так ли? Предпринимательские навыки и опыт принесут наследникам щедрые дивиденды, а родители полностью вернут свои деньги плюс проценты.

Но что, если с бизнесом возникнут проблемы? Тогда условия кредитного соглашения предоставляют несколько вариантов действий. Если дети управляют компанией хорошо, а бизнес просто переживает циклический спад, родители могут на некоторое время отложить получение причитающихся им процентов и основных платежей и помочь компании пережить трудный период. Если же дети оказались плохими менеджерами, родители могут снова взять руководство компанией в свои руки. Но если компания изначально была пустышкой, возникнет серьезная проблема, особенно если выручка от продажи компании — значительная часть доходов. Мораль — не связывайтесь сами и не продавайте своим родственникам пустышки!

Семейное финансирование венчурных предприятий

Вторая разновидность внутрисемейных кредитов связана с ситуациями, когда молодой предприниматель решает основать или купить компанию и обращается к родителям за финансовой помощью. У родителей есть по меньшей мере три варианта, как поступить. Они могут сами ссудить деньги на проект (в виде безоборотного кредита) почти так же, как было описано в предыдущем примере. Или предоставить финансовые гарантии для независимого кредитора, чтобы снизить стоимость ссуды. Наконец, можно дать отпрыску личный кредит (без обеспечения), чтобы тот купил акции компании и предоставил обеспечение в виде акций (и только акций). Какой вариант вы выберете, зависит от конкретных обстоятельств.

Внутрисемейные кредиты и выкупы с использованием заемных средств нравятся мне по нескольким причинам.

- Эта схема относительно проста в реализации и сохраняет гибкость, какие бы непредвиденные обстоятельства ни возникли в будущем. Даже если у вас несколько детей, вы можете разделить капитал компании и участие в управлении, исходя из количества вовлеченных в бизнес членов семьи. Если один или оба родителя умирают, пока долговое обязательство не погашено, детям не составит никакого труда обосновать, что это обязательство стоит гораздо меньше 100 центов за доллар, и получить актив из имущества умершего с меньшими налоговыми выплатами.
- Риск сделки отделен от ее потенциальных выгод. Я исхожу из того, что, если родители хотят передать своим детям компанию подобным образом, им не нужно больше денег. Но они все-таки получают дополнительные деньги по мере погашения кредита. Я также надеюсь, что они диверсифицировали свои активы, потому что при этих схемах — замораживание и выдача внутрисемейного кредита — большая часть риска падает именно на них. По крайней мере, если произойдет самое худшее, т. е. неоплаченный кредит будет полностью списан, Служба внутренних доходов предоставит хороший налоговый вычет, и родители (гораздо вероятнее, чем дети) смогут им воспользоваться. Дети получают экономическую выгоду лишь в том случае, если компания процветает, но если она неуспешна, они сталкиваются с серьезным дисциплинирующим средством в виде убытка от акций. При наличии столь действенных экономических стимулов родители могут отстраниться и позволить молодому поколению проверить себя на деле.
- Эта схема поощряет предпринимательское поведение, щедро награждая молодое поколение за успех. Благодаря кредиту начинающие предприниматели получают возможность зарабатывать большие доходы при ограниченном риске. Наделение полномочиями порождает деловой успех, а деловой успех приводит к увеличению состояния. Создает ли это стимулы, чтобы быть настоящим предпринимателем? Безусловно!

Но некоторая осторожность все-таки необходима. Во-первых, наймите хорошего юриста, чтобы оформить все надлежащим образом. Ссуды между родственниками регулируются массой разных правил, и нужно убедиться, что вы их соблюдаете. Во-вторых, используя подобную схему, вы искусственно уменьшаете риск убытков для детей (и берете на себя неоправданно высокий риск с точки зрения потенциального вознаграждения). Имея такую защиту от риска убытков, молодые предприниматели могут потерять всякий страх и идти на такие финансовые риски, на которые иначе не осмелились бы.

Если вы хотите финансировать венчурные предприятия своих детей, рекомендую создать консультативный комитет или другой независимый механизм, чтобы оценивать жизнеспособность новых бизнес-идей, которые рождаются у молодого поколения. Процесс строгой проверки принесет пользу всем заинтересованным сторонам. Возможно, в качестве вознаграждения вы решите позволить членам консультативного комитета инвестировать средства в новую компанию. Помимо прочего, такая договоренность обеспечит должную общность интересов всех сторон.

Этап 5. Подготовить план передачи активов, чтобы создать источники дохода

На этапе 2 мы говорили о ежегодном необлагаемом даре как способе финансировать пенсию своих детей. В этом случае вы создаете источник дохода, которым они могут воспользоваться через 20, 30 или 40 лет. Но если у вас есть финансовые возможности, вы можете создать для своих детей и внуков поток доходов раньше. Это можно сделать при помощи пенсионных планов, безотзывных трастов, семейных компаний, семейных товариществ и других механизмов. Иногда источник дохода передается наследникам после смерти дарителя. В других случаях он начинает работать по достижении бенефициаром определенного возраста или по наступлении оговоренного события. Некоторые дарители создают такие источники дохода, чтобы обеспечить средствами к существованию близкого человека, который не может позаботиться о себе сам. Другие просто хотят сделать подарок людям, которых они любят. Они могут подарить коллекцию вин, ежегодное путешествие, ежемесячный оплаченный ужин в изысканном ресторане или деньги на покупку новой мебели. Если семья ставит перед собой цель сохранить капитал неизменным из расчета на одного члена семьи на протяжении многих поколений, ей придется упорно трудиться, чтобы ее экономический двигатель работал на полную мощность.

Пенсионные планы

Каждый, кто владеет планом 401k, IRA или другим пенсионным планом, должен назначить бенефициаров и ответственных управляющих для этих активов на случай своей смерти. Можно сделать так, чтобы бенефициар и управляющий были одним и тем же лицом. Если вы используете пенсионные планы как средство передачи активов следующему поколению, обязательно проконсультируйтесь с компетентным юристом, чтобы правильно структурировать такую передачу. Следует также проанализировать, является ли пен-

сионный план с учетом его стоимости и налогового режима самым экономически эффективным способом передачи активов. (В большинстве случаев, если у вас есть активы, которые подпадают под налог на наследство, вам лучше потратить при жизни как можно больше средств из пенсионного плана, чтобы передать своим наследникам другие активы.)

Позвольте привести пример из собственной жизни. Три года назад мой дядя Джон умер. У него было небольшое состояние, он был одинок и завещал мне часть своих накоплений на счете IRA. Для него 40 000 долларов были большой суммой, и он очень гордился тем, что после своей смерти сможет подкинуть мне «на жизнь», и я очень благодарен ему за щедрость. По закону я обязан ежегодно снимать со счета около 2000 долларов. Больше года я размышлял над тем, как найти этим деньгам достойное применение.

Ответ пришел сам собой. Я люблю хорошее вино, поэтому и решил, что каждый год, получая причитающуюся мне долю, буду покупать два-три ящика вина и за десять лет соберу коллекцию вин Джона Лукаса. Я держу его коллекцию отдельно и за все время открыл всего пару бутылок, и то по особым случаям. Я каждый раз вспоминаю о дяде Джоне, когда совершаю ежегодное паломничество в винный магазин, откупориваю бутылку, наслаждаюсь букетом и вкусом вина и даже когда просто прохожу мимо его коллекции, чтобы взять бутылку того, что британцы называют «plonk» (дешевое вино).

Подарок дяди я буду хранить, как сокровище, всю свою жизнь, а дальше коллекция Джона Б. Лукаса перейдет к моим детям, а если наши вкусы совпадут — совсем хорошо.

Безотзывные трасты

Безотзывные трасты как способ передачи активов следующим поколениям гораздо эффективнее пенсионных планов. Этот инструмент позволяет вам самому оговорить способы хранения, управления и распределения ваших активов. Хотя это может показаться очевидным, условия безотзывного траста нельзя изменить после его учреждения. Вы должны назначить одного или нескольких доверительных собственников, но ни вы, ни ваша супруга/супруг, ни кто-либо другой из бенефициаров им быть не может. Это условие позволяет защитить активы траста от требований кредиторов в ситуациях банкротства, судебных исков, разводов и т. д. Доверительный собственник несет ответственность за управление согласно законодательству и условиям договора об учреждении траста. Он должен сочетать высокий профессионализм с умением сказать твердое «нет», если бенефициары захотят изменить условия траста вразрез с намерениями дарителя. Не менее важно найти независимое лицо, которое будет проверять деятельность доверительного собственника и в случае необходимости сможет его заменить.

Отступление 11.1. Плюсы жесткой структуры управления активами

У большинства правил есть исключения, есть они и у моих правил тоже. В мире доверительной собственности некоторая жесткость — это хорошо. Я настоятельно рекомендую, чтобы каждый учредитель безотзывного траста принял пять принципиально важных (и не подлежащих изменению) решений при разработке его структуры и предельно четко и однозначно сообщил о своих намерениях членам семьи. Таким образом можно предупредить возможные семейные разногласия и обеспечить правильное выполнение намерений учредителя.

1. *Согласуйте темпы выплаты средств из траста с вашими долгосрочными финансовыми целями.* Например, если вы хотите, чтобы реальная стоимость активов траста оставалась неизменной, имейте в виду, что распределение более 2,0–2,5% в виде ежегодных чистых выплат (за вычетом налогов) сделает эту цель труднодостижимой. Составляя учредительный договор, вы можете внести в него особые условия, дающие доверительным собственникам право уменьшать или увеличивать размер обозначенных выплат. Например, у бенефициара могут возникнуть особые нужды из-за проблем с физическим или психическим здоровьем, поэтому ему потребуются более крупные выплаты. Или же, наоборот, бенефициар склонен к мотовству и при первой возможности пустит все на ветер. Существует точная, проверенная в судах юридическая терминология, позволяющая оговорить все эти условия и дающая доверительному собственнику право на их принудительное выполнение.
2. *Обговорите возраст, в котором начинаются выплаты.* Выплаты могут быть структурированы таким образом, что их сумма будет увеличиваться по мере взросления получателей.
3. *Используйте унитарный формат для расчета выплат.* На протяжении многих десятилетий в учредительных договорах говорилось о распределении доходов из трастов. Но за последние пять лет многие штаты узаконили трасты (так называемые унитары), которые распределяют определенный процент не доходов, а активов. Привлекательность унитарного формата состоит в том, что он позволяет инвестировать активы исходя из совокупного дохода, а это обеспечивает лучшее согласование интересов получателей дохода и получателей основного портфеля активов. Первые получают регулярные выплаты, пока действует траст. Вторые получают оставшиеся активы траста по его окончании. Обе стороны получают выгоду, если активы растут в цене, и обе страдают, если их стоимость падает.

4. *Обговорите метод распределения активов внутри семьи.* Стандартные варианты — *в порядке представления и в равных долях.* В *порядке представления* означает, что активы будут распределены поровну между детьми каждого представителя второго поколения; *в равных долях* означает, что активы будут распределены поровну между представителями каждого поколения. Если у учредителя траста двое детей, и у одного из них четверо детей, а у другого один ребенок, то: *в порядке представления*, в третьем поколении, каждый из четырех детей получит долю 12,5%, а пятый 50%. *В равных долях* все пятеро детей получают по 20%. При любом сценарии второе поколение делит траст 50 на 50%.
5. *Обговорите, как вы хотите разделить активы между семьей и благотворительностью.*

Что касается остального, то чем меньше условий вы поставите и чем больше свободы предложите доверительному собственнику, тем лучше.

Некоторые безотзывные трасты позволяют пропустить одно поколение и уменьшить или полностью устранить налоги на наследство. В долгосрочной перспективе такие трасты могут сэкономить вам миллионы долларов в виде налогов и одновременно создать потоки доходов для членов семьи.

Семейные компании и семейные товарищества

Семейные компании и семейные товарищества также используются как средства передачи активов и создания источников дохода для бенефициаров. Во многих случаях их назначение — ограничение ответственности некоторых или всех участников. В отличие от безотзывных трастов здесь обязательно разделение контроля и экономических интересов, и их обычно не разделяют.

Одно из преимуществ семейных компаний и товариществ состоит в том, что административное управление, экономическая выгода и ответственность за контроль — это гибкие элементы, которые поддаются изменению, и их легко подогнать под ваши конкретные обстоятельства. Вы можете делегировать управление компанией команде профессиональных менеджеров, вознаграждать менеджеров за счет прироста капитала, если они его создают (что дает вам максимальную налоговую эффективность), и оставить за членами семьи право возвращать управление в свои руки, если так нужно или они того хотят, просто собрав необходимое число голосов в поддержку этого решения. Еще одно преимущество этих структур заключается в том, что уставные документы можно легко менять в соответствии с меняющимися обстоятельствами.

Доли участия в капитале компании могут быть куплены, проданы или подарены в соответствии с условиями уставных документов. Грамотно составленные уставные документы могут уменьшать стоимость долей участия в целях расчета налога на дарение. Как правило, чем ниже ликвидность у актива и чем меньший контроль над ним имеет собственник, тем меньше стоит этот актив. Служба внутренних доходов время от времени оспаривает в суде использование таких приемов, но хорошо структурированные и хорошо обоснованные стратегии доказали свою устойчивость к подобным выпадам. С трастовой структурой добиться таких преимуществ очень трудно.

Как и трасты, эти инструменты предназначены для выплаты доходов партнерам и акционерам. Они также могут выплачивать зарплаты и проценты на долю в капитале. Однако, несмотря на большую гибкость в управлении, компании и товарищества не позволяют пропускать поколения в целях передачи активов и соответственно лишены налоговых преимуществ трастов. Кроме того, ответственность тех, кто управляет компанией или товариществом, не поднимается до уровня ответственности доверительного управляющего. Руководители компании могут платить себе зарплаты на свое усмотрение независимо от того, как это сказывается на интересах мелких акционеров. Другими словами, здесь не существует обязательства «одинаковой справедливости» ко всем акционерам или партнерам. Эти механизмы замечательны, но залог их эффективной работы — высокий профессионализм и честность руководства. Как, впрочем, и хорошая система контроля, заставляющая менеджеров отчитываться перед вами на регулярной основе!

Консультанты по управлению активами рекомендуют усложненные варианты только что описанных компаний и товариществ. Обязательно сравните издержки, риски и преимущества каждой такой структуры с аналогичными показателями предложенных мною более простых схем. В большинстве случаев вы увидите, что чем проще, тем лучше.

При оценке сложных структур передачи активов обратите особое внимание на их гибкость. Когда процесс запущен, его порой невозможно повернуть вспять. Проанализируйте самые разные сценарии, даже невероятные, чтобы проверить, насколько хорошо работает стратегия. Задайте себе следующие вопросы.

- Что будет, если изменятся налоговые ставки?
- Что будет, если стоимость моей инвестиции резко уменьшится?
- Что будет, если описание моей стратегии появится на первой странице местной газеты или *Wall-Street Journal*?
- Есть ли у меня административная инфраструктура, чтобы реализовать эту стратегию?
- Что будет, если в семье кто-нибудь умрет или разведется?

- А если появятся еще дети (родные или приемные)?
- Что будет, если доходы от инвестиций во много раз превысят мои ожидания?
- Что будет, если мои дети, которые управляют компанией, окажутся некомпетентными, потеряют к этому интерес или серьезно заболеют?
- Сколько изменений может выдержать эта стратегия, оставаясь работоспособной? Чем меньше гибкости, тем выше риск и тем больше вам требуется осторожности, аналитических навыков и опыта.

Не пожалейте денег и наймите консультанта-практика, который не только хорошо разбирается в наследственном праве, но также понимает семейную динамику и может помогать вам управлять активами на протяжении многих десятилетий — какие бы структуры вы ни учреждали.

Этап 6. Сделать все, что требуется

На протяжении всей книги я старался быть добрым советчиком, помогал вам ставить перед собой цели и приводил различные способы их достижения. Теперь я позволю себе приказной тон и дам вам несколько установок, требующих безоговорочного исполнения, в противном случае все наши труды пропадут.

*Первое:
составьте завещание!*

Завещание позволит вам:

- ясно изложить свои намерения относительно имущества, которым вы хотите распорядиться иным образом, чем позволяет траст;
- решить конкретные личные вопросы;
- назначить опекуна по завещанию для несовершеннолетних детей на случай смерти обоих родителей;
- сделать прямые подарки в виде денег или имущества (драгоценностей, мебели, предметов домашнего обихода, предметов искусства и т. д.) конкретным людям или организациям;
- Изложить свои пожелания насчет похорон.

Без завещания:

- Служба внутренних доходов может получить половину ваших активов, а ловкие адвокаты, бухгалтеры и иже с ними заберут остальное;
- ваши наследники, не имея никаких сдерживающих моментов, могут пустить на ветер все, что заработали вы, ваши деды и прадеды;

- ваше имущество попадет в суд по делам о наследствах. Дело о наследстве — это осуществляемая под надзором суда процедура распределения имущества усопшего. Это публичный процесс, который выставляет ваши финансовые активы на всеобщее обозрение и приглашает принять участие каждого, кто имеет хоть какие-то притязания на это имущество. Иногда это происходит в *вашем* (!) доме! При этом могут возникать самые разные и неожиданные вопросы, которые увеличивают издержки и затягивают производство, даже если притязания впоследствии оказываются необоснованными. Дело нельзя закрыть, пока не будут выслушаны все претензии и не будут приняты судебные решения по каждому из них. А пока дело не закрыто, законные наследники не имеют доступа к имуществу умершего.

Не откладывайте планирование наследства просто потому, что вы заняты, молоды, не хотите платить адвокатам или имеете какое-нибудь другое оправдание промедлению!

Второе:
учредите отзывной траст

Отзывной траст позволяет распределить большую часть вашего имущества, и особенно финансовых активов, без процедуры подтверждения завещания. (Учредив его, убедитесь, что вы *действительно* передали ему свои активы.) Траст действует как набор подробных и четких инструкций, в которых подробно расписано распределение активов траста после вашей смерти.

Хотя кредиторы все же могут предъявить притязания на ваше имущество, им придется убедить судью заморозить наследственные активы, пока рассматриваются их претензии. В отзывных трастах доверительным собственником при жизни обычно выступает сам даритель (вы), а в учредительном договоре назначается доверительный собственник (часто супруг/супруга), на которого ложится ответственность за управление трастом после смерти дарителя. Обязательно проверяйте свой отзывной траст примерно каждые пять лет, чтобы убедиться, что он работает так, как планировалось. Если по какой-либо причине вы захотите ликвидировать траст, изъять или добавить в него активы, сделать это легко и недорого. Это очень гибкая структура.

Третье:
учредите супружеский траст

Супружеский траст — это способ обеспечить вашему супругу/супруге доступ к активам после вашей смерти на оговоренных вами условиях без передачи этих активов. Таким образом, данный траст позволяет вам обеспечить своего супруга/супругу средствами к существованию и одновременно сохранить контроль над окончательным распределением активов. Кроме того, вы полностью реализуете свою льготу по налогу на наследство, но при этом сохраните для своей

супруги/супруга право использовать эти активы. Помните, что механизмы учреждения таких трастов разнятся от штата к штату, а регулирующие их правила постоянно меняются. Например, в 2004 году штат Массачусетс узаконил однополые браки. Поэтому обязательно узнайте, какие правила действуют там, где вы проживаете.

Четвертое:
передайте часть активов своей супруге/супругу

Если вы состоите в браке и один из вас контролирует большую часть семейных активов, советуем подумать, как распределить их между вами более равномерно. Супругам разрешается передавать друг другу неограниченное количество активов без каких-либо налоговых последствий. Однако что касается остальных, то здесь есть ограничение по размеру активов, которые вы можете передать без уплаты налога на наследство. Это называется налоговой льготой на наследство, и с 2005 года ее сумма составляла полтора миллиона долларов. Это право не подлежит передаче. Поэтому, чтобы получить максимальную выгоду, возможно, кому-то из вас нужно передать часть своих активов супругу, чтобы вы оба могли воспользоваться своей налоговой льготой в полной мере.

Пятое:
подумайте над учреждением безотзывных трастов

В рамках плана передачи наследства вы можете учредить безотзывные трасты для детей, чтобы обеспечить их средствами к существованию на случай вашей смерти (или смерти супруга/супруги). Для управления этими трастами нужно назначить доверительного собственника. В зависимости от «разветвленности» вашей семьи и сложности учреждаемых трастов вы можете выбрать родственника, друга или управляющую компанию. Если активы превышают (или могут превысить) несколько сотен тысяч долларов, рекомендую назначить корпоративного доверительного собственника (см. Отступление 7.3 «Доводы в пользу корпоративных доверительных собственников»).

Вы можете структурировать свое наследство таким образом, чтобы в случае вашей внезапной смерти эти трасты были полностью профинансированы и запущены в действие. Некоторые покупают полисы страхования жизни и назначают их бенефициарами безотзывные трасты. Для того чтобы обеспечить надлежащее управление их активами и контроль над расходами, важно найти надежного и ответственного доверительного собственника. Это особенно важно, если у вас несовершеннолетние дети. Вы также можете включить условие, чтобы по достижении определенного возраста или по наступлении определенного события контроль над активами переходил вашим детям. Наконец, можно учредить трасты, «пропускающие поколения», активы

которых остаются в доверительной собственности на протяжении одного или нескольких поколений, что позволяет избежать нескольких «слоев» налога на наследство.

Отступление 11.2. Ужимки и прыжки законов о налоге на наследство

В 2001 году Конгресс принял Закон о налоговой реформе, который вызвал панику среди специалистов по планированию наследства. В течение ближайших лет порог налогообложения при наследовании резко изменится. К 2009 году он должен подняться с 1 500 000 долларов (в 2005 году) до 3 500 000 долларов. В 2010 году налог на наследство будет полностью отменен. Но в 2011 году он вернется снова, причем к порогу в 1 000 000 долларов на человека — туда, где он находился до принятия закона. Предельная ставка налога на наследство снизится с 47% (2005) до 45% (2009), затем исчезнет на год, а по возвращении поднимется до 55%. Эти дикие скачки превращают планирование наследства в сплошной кошмар.

Кроме того, в 1976 году Конгресс принял положение об «Освобождении от налога на дарение в течение жизни», чтобы закрыть лазейку в налоге на дарение, которая позволяла людям отдавать активы в течение жизни без уплаты налога на наследство. В настоящее время это освобождение разрешает дарить сверх ежегодного необлагаемого минимума на общую сумму 1 000 000 долларов в течение всей жизни. Это общая сумма на дарителя, а не на получателя. Однако освобождение от налога на дарение является частью освобождения от налога на наследство, поэтому если вы используете часть своего освобождения от налога на дарение, ваше освобождение от налога на наследство уменьшается на соответствующую сумму.

Вот почему сегодня, как никогда раньше, важно делать акцент на гибкости планов передачи наследства. Будем надеяться, что в ближайшие пять лет Конгресс приведет ситуацию в порядок. Республиканцы хотят вообще отменить этот налог, который в прошлый раз восстановили в 1917 году. Если им удастся это сделать, налог на наследство будет отменен в четвертый раз с момента его первого введения в 1789 году. Но у этой идеи есть влиятельные противники, включая Билла Гейтса-старшего и Уоррена Баффетта. Лично я считаю, что реформа налога на наследство необходима, но его полная отмена негативно отразится на американской культуре. Наша страна сильна тем, что она воздаст людям, которые своим трудом зарабатывают и создают богатство. Законы, которые будут способствовать формированию аристократии супербогатых, противоречат духу страны открытых возможностей.

Заключение

Планирование наследства должно фокусироваться на трех фундаментальных аспектах. Во-первых — это *финансовая уверенность*: уверенность в том, что на закате жизни вы будете финансово защищены и получите хороший уход; а также уверенность в том, что ваши наследники (и в будущем их наследники) получат хорошее образование и качественную медицинскую помощь и будут обеспечены на протяжении всей жизни.

Во-вторых — *семья*. Любые действия в области планирования наследства необходимо оценивать с точки зрения их влияния на гармонию и развитие семьи — тем самым вы сможете предотвратить или свести к минимуму противоречия, которые, оставленные без внимания, способны свести на нет самые благие намерения.

В-третьих — *передача полномочий*. Как сделать, чтобы передача состояния детям мотивировала их и побуждала стремиться и добиваться своих целей, а не превращала в иждивенцев-потребителей?

Если вы справитесь с этими задачами, то можете себя поздравить. По сравнению с ними сумма налога на наследство — в сущности, пустяк. Гораздо важнее, что вы вырастите и воспитаете людей, которых вы любите и которые будут готовы принять от вас эстафету управления состоянием со всеми сопутствующими обязанностями и привилегиями. Потомки могут приумножить его, успешно применяя свои предпринимательские таланты. Будучи материально обеспеченными, они смогут посвятить себя деятельности, не приносящей экономической выгоды, но делающей их жизнь яркой, неповторимой и полезной. Вслед за своими предками я придерживаюсь убеждения, что в этом и состоит главная цель стратегического управления состоянием.

Глава 11. Темы для обсуждения

1. Вы обучаете самых молодых членов вашей семьи искусству управления состоянием? Если нет, что, по-вашему, мешает это делать?
2. Если до сих пор вы воздерживались от разговора с родными о своей смерти, удалось ли мне убедить вас в необходимости этого шага? Если нет, какие дополнительные аргументы, на ваш взгляд, смогут убедить вас?
3. У вас есть надежный человек, который сможет выполнить ваши пожелания в случае серьезной болезни или смерти? Если да, знает ли он ваши пожелания? Вы изложили их письменно?
4. Как вы считаете, может ли финансирование образования, пенсии, медицинской помощи и т. д. «испортить» ваших наследников? Как вы можете им помочь, не отбив желания трудиться и самостоятельно добиваться успеха в жизни?
5. Стараетесь ли вы убедить своих детей и внуков начать как можно раньше откладывать деньги на пенсию с тем, чтобы использовать «магию сложных процентов»?
6. Вы разработали и внедрили систему управления семейным состоянием, например загородным домом, так чтобы каждый член семьи четко понимал свои права, выгоды и обязанности? Вы достигли согласия по этим вопросам? Если сейчас ответственность за управление этим семейным имуществом лежит на вас, как и кому вы планируете ее передать?
7. Если вы хотите оставить свои активы наследникам, сколько будет достаточно? А сколько — слишком много? Что может повлиять на ваше решение *не* оставлять бóльшую (или хотя бы какую-то) часть своего состояния своей семье?
8. Вы хорошо разобрались в концепции безотзывного траста? Если нет, удалось ли мне убедить вас в достоинствах этого инструмента, чтобы вы решили обратиться за дополнительной профессиональной помощью?
9. Что вы предпримете, если в следующем поколении не будет подходящего кандидата на роль стратега управления или не будет достигнуто согласия по поводу того, кто им должен стать? Каков возможный ущерб от раскола и каковы возможные выгоды от консенсуса?
10. У вас есть завещание и безотзывный траст, который вы должным образом профинансировали? Вы обдумали возможность передачи части активов от одного супруга другому в целях получения максимальных налоговых льгот?

ПОСЛЕСЛОВИЕ

Я написал эту книгу, чтобы помочь вам и вашей семье поставить перед собой правильные цели по управлению семейным состоянием — рассчитанные на одно поколение или многие поколения ваших потомков, — и достичь их. Модель стратегического управления состоянием и восемь принципов стратегического управления — основные инструменты, которые помогут стратегу управления успешно лавировать в лабиринтах инвестиций, налогов, благотворительности, предпринимательского управления, планирования наследства и внутрисемейных отношений. Овладев этими инструментами, вы обеспечите финансовое будущее себе и окажете неоценимую помощь тем людям и организациям, о которых вы заботитесь.

У каждого из вас есть свое уникальное прошлое и свои уникальные интересы и планы на будущее. Любая семья неповторима, а процесс управления семейным состоянием многогранен. Благодаря бесконечному многообразию возможных пересечений и взаимодействий затронутые темы совершенно по-разному отзовутся в умах и сердцах читателей.

Реальная жизнь гораздо сложнее, чем любой текст, втиснутый в двухмерное поле страницы. Прочитав книгу, вы можете избрать свой путь. Я не призываю слепо следовать за мной, напротив, ищите, а книга пусть послужит вам ориентиром. Возможно, на какие-то разделы вы потратите больше времени, это зависит от ваших личных обстоятельств и интересов. Обсудите книгу с родственниками, пусть она станет семейным справочником, к которому вы будете время от времени возвращаться за свежими идеями.

У всех нас собственные приоритеты, цели и заботы, но большинство стратегов управления активами сталкиваются со сходными вопросами. В этом смысле мы являемся единым сообществом и можем многому научиться друг у друга. К сожалению, у членов этого рассредоточенного сообщества не так уж много возможностей напрямую пообщаться друг с другом, поделиться своим опытом и идеями. Надеюсь, книга стимулирует дискуссию между нами. Я буду рад услышать ваше мнение о стратегиях и темах, кото-

рые я затронул, и об управлении состоянием в целом. Вы можете связаться со мной по Интернету.

Wealth Strategist Network, LLC
slucas@wealthstrategistnetwork.com
www.wealthstrategistnetwork.com

Желаю вам большого богатства!

Искренне ваш,
Стюарт Лукас

ПРИЛОЖЕНИЕ

ДАВАЙТЕ ДОГОВОРИМСЯ О СЛОВАРЕ!

Теперь, когда вы богаты — или скоро станете богатым, — вам нужно освоить специальный язык управления состоянием.

Я познакомил вас со множеством терминов в области управления состоянием. Некоторые из них взяты из обиходного языка и давно вам знакомы. Но в контексте управления состоянием эти слова приобретают новое и чрезвычайно актуальное для вас значение. Поначалу в них легко запутаться, поэтому лучше заранее не пожалеть усилий, чтобы впоследствии разговаривать на одном языке со своими консультантами, а также показать своим друзьям и коллегам, что вы — настоящий стратег управления состоянием и разбираетесь, что к чему.

Я составил небольшой словарик, где указал для каждого слова его традиционное значение и новое значение для вас как состоятельного человека.

Active Management

- Для **обычного человека (ОЧ)**: (Активное руководство). Очень деятельное начальство
- Для **стратега управления (СУ)**: (Активное управление). Активное инвестирование средств

Administrative Servicing Fee

Сбор за административное обслуживание

- **ОЧ**: Маловразумительная строка в вашем гостиничном счете
- **СУ**: Маловразумительная строка в вашем финансовом отчете

Advance Directive

- **ОЧ**: (Предварительный приказ). Приказ командира полка перед боем
- **СУ**: (Предварительное распоряжение). Документ, содержащий ваши пожелания относительно медицинского вмешательства, похорон и других вопросов на тот случай, если вы будете не в состоянии высказать их сами

Aggregate Performance

- **ОЧ**: (Общее исполнение). Выступление синхронного балета Rockettes на Бродвее
- **СУ**: (Совокупная эффективность). Общая сумма прибыли вашего инвестиционного портфеля

Alpha (Альфа)

- **ОЧ**: Вожак стаи
- **СУ**: «Добавленная стоимость», которую создает ваш инвестиционный менеджер

Angel (Ангел)

- **ОЧ**: Посланец небес
- **СУ**: Инвестор-благодетель, о котором мечтают «тонущие» предприниматели/компании

Bear (Медведь)

- **ОЧ**: Лесной зверь, хозяин леса
- **СУ**: Спекулянт, играющий на понижение (любое сходство со свирепым хищником считать случайным)
- **Bear Market**: медвежий рынок — рынок, характеризующийся падающими ценами

Bench

- **ОЧ**: (Скамья). Парковая мебель
- **СУ**: (Группа экспертов). Команда наемных финансовых менеджеров

Blind Offshore Trust

- **ОЧ**: (Слепая вера). То, что лелеет незадачливый капитан, в предрассветном тумане посадив судно на мель
- **СУ**: (Слепой офшорный траст). Средства, предусмотрительно размещенные за рубежом, как правило, в «налоговом оазисе», информацию о которых доверительные собственники не имеют права разглашать бенефициарам

Bonds

- **ОЧ:** (Узы). Тесные отношения, связывающие людей
- **СУ:** (Облигации). Вид ценных бумаг, выпускаемых корпорациями или государственными органами

Boutique (Бутик)

- **ОЧ:** Магазин высокой моды
- **СУ:** Небольшая специализированная финансовая фирма, обслуживающая узкую рыночную нишу

Bull (Бык)

- **ОЧ:** Большое рогатое животное, главный участник корриды
- **СУ:** Спекулянт, играющий на повышение
- **Bull Market:** бычий рынок — рынок, характеризующийся ростом цен

Buyout

- **ОЧ:** (Скупить магазин). Сделать очень много покупок
- **СУ:** (Выкуп). Выкуп компании, возможно, с использованием заемных средств

Calling

- **ОЧ:** 1) Звонок по телефону; 2) Призвание; склонность к определенной профессии
- **СУ:** (Требование). Требование досрочного погашения кредита. Может погубить вашу карьеру

Commission

- **ОЧ:** (Введение судна в строй). Полное вооружение, снабжение боеприпасами и подготовка к плаванию военного судна
- **СУ:** (Комиссионные). Вознаграждение поставщику финансовых услуг

Conservation (Сохранение)

- **ОЧ:** «Зачистка» территории после пребывания на ней человека
- **СУ:** Бережливость

Deflation

- **ОЧ:** (Сдувание). Выпускание воздуха из воздушного шарика
- **СУ:** (Дефляция). 1) Устойчивое снижение потребительских цен; 2) Ощущение «сдувшегося шарика»; возникает, когда проваливается ваша гениальная инвестиционная идея

Deposit Campaign (Кампания по сбору средств)

- **ОЧ:** Сдать пустые бутылки и серьезно обогатиться
- **СУ:** Активные действия по привлечению средств в ваш местный банк

Discretionary

- **ОЧ:** (Своевольный). Нечто, содеянное исключительно по собственному усмотрению
- **СУ:** (Дискреционный). Средства, которые вы можете тратить так, как считаете нужным

Equity

- **ОЧ:** (Справедливость). Честность и объективность в отношениях с людьми
- **СУ:** (Собственный капитал). Справедливая стоимость активов минус обязательства; хотя на примере Enron, MCI, Healthsouth, Adelphina и др. становится понятно, что определение «справедливая» не всегда уместно

Estate

- **ОЧ:** (Поместье). Большой загородный дом, окруженный большим участком земли
- **СУ:** (Наследство). Все имущество человека на момент смерти, включая поместье (см. выше)

Exit Strategy (Стратегия отступления)

- **ОЧ:** План, как прекратить отношения или спастись из горящего театра
- **СУ:** Заранее продуманные действия по продаже «горящих» ценных бумаг

Exposure

- **ОЧ:** (Разоблачение (*перен.*)). Раздеваться на публике, появляться на людях в непристойном виде
- **СУ:** (Подверженность риску). Идти на инвестиционные риски

Family Office (Семейный офис)

- **ОЧ:** Домашний закуток, где вы разбираетесь с накопившимися счетами, пока домочадцы бродят по Интернету
- **СУ:** Инфраструктура для управления вашими семейными активами, составления расписания вашего личного транспорта; предмет зависти ваших друзей

Financial Supermarket (Финансовый супермаркет)

- **ОЧ и СУ:** Финансовое учреждение, оказывающее комплекс финансовых услуг

Floating

- **ОЧ:** (Плавающий). Умеющий держаться на воде
- **СУ:** (Размещение). Например, первоначальное публичное размещение акций, т. е. первая продажа акций компании широкой публике. Риск по этим акциям достаточно велик, поскольку большинство из них в конце концов падает в стоимости

Foundation

- **ОЧ:** (Фундамент). Бетонное основание здания
- **СУ:** (Фонд). Организация, которая старается улучшить наше общество

Gift

- **ОЧ:** (Подарок). Красиво обернутые коробки с сюрпризом, которые люди дарят друг другу по праздникам
- **СУ:** (Дарение). Безвозмездная передача денег (красота упаковки роли не играет)

Gross Exposure

- **ОЧ:** (Грубое обнажение). Выставить на всеобщее обозрение нечто крайне неприглядное.
- **СУ:** (Валовой риск). Суммарный риск

Growth

- **ОЧ:** (Рост). То, что ваши дети переживают каждую минуту
- **СУ:** (Компании роста). Компании, в которые люди вкладывают деньги в надежде на их рост (имейте в виду: компании менее предсказуемы, чем дети!)

Hidden Compensation (Скрытое вознаграждение)

- **ОЧ:** Деньги, которые вы сознательно платите своим сотрудникам «по-черному»
- **СУ:** Вознаграждение, которые вы, сами того не зная, платите консультанту

Illiquid

- **ОЧ:** (Не жидкий). Нечто твердое и не текучее.
- **СУ:** (Неликвидный). Активы, которые нельзя быстро реализовать, т. е. превратить в деньги

Index

- **ОЧ:** (Алфавитный указатель). Способ систематизировать/организовать данные
- **СУ:** (Индексация). Способ участвовать в росте широкого финансового рынка, например S&P 500 или Wilshire 5000, с минимальным налоговым бременем

Inflation

- **ОЧ:** (Надувание). Наполнение воздушного шара воздухом или газом
- **СУ:** (Инфляция). 1) Устойчивый рост потребительских цен; 2) То, что происходит с результатами ваших инвестиций на коктейль-вечеринках

Institutional

- **ОЧ:** (Казенный). Лишенный индивидуальности и яркости
- **СУ:** (Институциональный). Профессионально управляемые инвестиции

Interest

- **ОЧ:** (Интерес). Чувство, которое вы испытываете по отношению к тому, что/кто вам нравится
- **СУ:** (Проценты). Сумма, которую берет кредитор за предоставление ссуды или которую платит заемщик за использование ссуды

Investment Vehicles

- **ОЧ:** (Инвесторские машины). Автомобили, на которых ездят инвесторы и банкиры
- **СУ:** (Инвестиционные инструменты). Механизмы покупки, продажи и владения ценными бумагами

Leakage

- **ОЧ:** (Протечка). Неприятная проблема с водопроводно-канализационной сетью у вас дома
- **СУ:** (Утечка). Экономические факторы, съедающие ваши активы (инфляция, расходы, налоги и вознаграждения)

Liquid

- **ОЧ:** (Жидкий). Не твердый

- **СУ:** (Ликвидный). Активы, которые можно быстро реализовать, т.е. превратить в деньги

Load

- **ОЧ:** (Груз). То, что грузовая машина перевозит из одного места в другое
- **СУ:** (Нагрузка). Вознаграждение финансовому консультанту за то, что он убедил вас купить инвестиционный продукт

Margin

- **ОЧ:** (Поля). Пустое пространство, которое вы оставляете с левой и правой стороны страницы
- **СУ:** (Маржа). Разница между суммой инвестиции и суммой денег, которой вы реально владеете. «Покупать на марже» на сленге инвесторов означает «купить ценные бумаги, заняв у брокера деньги и использовав эти бумаги для обеспечения займа»

Marital Trust

- **ОЧ:** (Супружеское доверие). Уверенность в своем партнере
- **СУ:** (Супружеский траст). Структура, дающая доступ к вашим деньгам супруге/супругу

Open Architecture (Открытая архитектура)

- **ОЧ:** Строение без стен с высоким потолком
- **СУ:** Возможность широко диверсифицировать и изменять свой инвестиционный портфель

Penalties

- **ОЧ:** (Пенальти). Наказание для спортсменов за нарушение правил игры
- **СУ:** (Штраф). Плата за изъятие инвестированных средств ранее оговоренного срока

Pots

- **ОЧ:** (Кастрюля). Емкость, в которой готовят еду
- **СУ:** (Горшки). Отдельные фонды, в которых вы размещаете деньги

Power of Attorney

- **ОЧ:** (Адвокатский талант). Дар свыше, благодаря которому знаменитый адвокат Перри Мейсон выигрывал все дела
- **СУ:** (Доверенность). Юридический документ, уполномочивающий одно лицо действовать от имени другого

Prenuptial Agreement

- **ОЧ:** (Добрачное согласие). Согласие между женихом и невестой по поводу цвета салфеток на свадебном столе
- **СУ:** (Добрачный контракт). Документ, который вы подписываете перед вступлением в брак, если опасаетесь конфликтов из-за цвета салфеток (см. выше)

Principal

- **ОЧ:** (Директор/ректор). Руководитель школы или университета
- **СУ:** (Номинал). Номинальная (или лицевая) стоимость ценной бумаги

Priority Claim

- **ОЧ:** (Очень веская претензия). Уверенность в том, что вы имеете право на первоочередное обслуживание
- **СУ:** (Преимущественное право требования). Законное право получить деньги раньше, чем кто-либо другой

Public Markets

- **ОЧ:** (Базар). Продажа свежих фруктов и овощей на открытом воздухе
- **СУ:** (Открытые рынки). Инвестиционные арены, где кто угодно может купить и продать ценные бумаги

Rebalance

- **ОЧ:** (Балансировка). Устранение дисбаланса колес, когда вы меняете на них покрышки
- **СУ:** (Балансирование). Изменение соотношения различных видов инвестиций в портфеле, как того требует ситуация

Retainer

- **ОЧ:** (Скобки). Приспособление для выравнивания зубов
- **СУ:** (Предварительное вознаграждение). Сумма аванса консультанту

Scale

- **ОЧ:** (Весы). Прибор для измерения веса
- **СУ:** (Шкала). Набор различных ставок процентов, определяющих «вес» денег

Silent Partner

- **ОЧ:** (Молчаливый партнер). 1) Юноша, впервые пригласивший девушку на медленный танец; 2) Беззаветно любящая вас супруга
- **СУ:** (Пассивный партнер). Инвестор, который не принимает активного участия в управлении компанией или инвестициями

Simple Trust

- **ОЧ:** (Верность). То, что дети ожидают от своих друзей
- **СУ:** (Простой траст). Финансовая конструкция, которая описывает, как следует управлять данной суммой денег

Small Cap

- **ОЧ:** (Маленькая крышка). Маленькая крышка от маленькой бутылки
- **СУ:** (Низкая капитализация). Компания с рыночной стоимостью менее 1 млрд долларов

Social Capital

- **ОЧ:** (Социальный капитал). Форт-Лодердейл (Флорида), Аспен (Колорадо) или Палм-Спрингс (Калифорния)
- **СУ:** (Социальный капитал). Восхищение и зависть со стороны окружающих, потому что у вас есть дом в Форт-Лодердейле, Аспене или Палм-Спрингсе

Spread

- **ОЧ:** (Пир горой). Роскошный ужин или пикник
- **СУ:** (Спред). То, на чем брокер зарабатывает деньги

Stepped-Up Basis

- **ОЧ:** (Увеличить темп). Резко ускорить шаг
- **СУ:** (Нарастающая база). Скорректированная стоимость актива для целей налогообложения

Stock

- **ОЧ:** Крепкий бульон
- **СУ:** (Акции). Доля участия в уставном капитале компании

Trade (Обмен, бартер)

- **ОЧ:** Обменять бейсбольную карточку Эл Калина на карточку Карла Ястржемски
- **СУ:** Обменять IBM на Microsoft

Trust Lawyer

- **ОЧ:** (Достойный доверия юрист). Небывальщина по определению, по научному — оксюморон, т. е. сочетание противоположных по значению понятий
- **СУ:** (Юрист, специализирующийся на трастах). Тот, кто приведет в порядок ваш земной капитал

Unearned Income (Незаработанный доход)

- **ОЧ:** Выигрыш в лотерее.
- **СУ:** Доход, полученный из других источников помимо зарплаты

Will

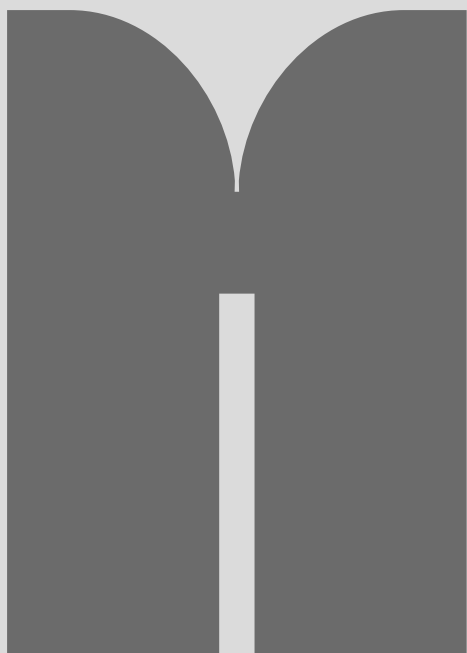
- **ОЧ:** (Уилл). Так звали Шекспира, также: воля, целеустремленность
- **СУ:** (Завещание). То, с чем промахнулся король Лир

Writer

- **ОЧ:** (Писатель). Тот, кто убеждает издателя в том, что ему есть, что сказать людям
- **СУ:** (Продавец опциона). Создатель производной ценной бумаги с высоким риском

ИНВЕСТИРУЙ
В РОССИЮ!

**С УПРАВЛЯЮЩЕЙ КОМПАНИЕЙ
БАНКА МОСКВЫ**



УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ БАНКА МОСКВЫ:

■ 2006й – ГОД ДИНАМИЧНОГО РАЗВИТИЯ!

По итогам 2006 года совокупная стоимость чистых активов ПИФов под управлением УК Банка Москвы выросла более, чем в 4,5 раза: с 1,647 млрд **до 7,641 млрд рублей** (на 29.12.06). С этим показателем мы вошли в пятерку лидеров рынка, заняв 4-е место в рейтинге управляющих компаний по стоимости чистых активов открытых и интервальных фондов (по данным Investfunds.ru).

В 2006 году наши паевые фонды пользовались большим спросом у инвесторов. По объемам чистого привлечения средств клиентов с «открытого» рынка России в открытые и интервальные ПИФы УК Банка Москвы вышла на 2-е место **с результатом 4,186 млрд рублей**, одновременно став первой среди банковских управляющих компаний.

Количество счетов, открытых клиентами в реестрах ПИФов УК Банка Москвы, выросло в 2006 году в 6 раз – **до 24 681** (на 29.12.06).

Агентская сеть по операциям с паями ПИФов УК Банка Москвы в 2006 году расширена более чем на 60 % – **до 202 агентских пунктов**, расположенных по всей территории России. Таким образом, возможность выхода на фондовый рынок через паевые инвестиционные фонды предоставлена самым широким слоям населения страны.

В ноябре 2006 года Национальное Рейтинговое Агентство повысило прогноз по индивидуальному рейтингу надежности УК Банка Москвы со «стабильного» на «положительный». Теперь рейтинг УК Банка Москвы находится на уровне **«АА+» — очень высокая надежность, первый уровень, прогноз «положительный».**

Фонды УК Банка Москвы, участвовавшие в «Рейтинге качества управления активами фондов 2006», подготовленном «Эксперт РА» совместно с Национальной лигой управляющих, заняли высокие позиции: ПИФы «Биржевая площадь – Индекс ММВБ» и «Кузнецкий мост» получили высший рейтинг «А» (высокий уровень качества управления активами фонда).

ЗАО «УК БАНКА МОСКВЫ»

Лицензия ФСФР России
на осуществление
деятельности по управлению
инвестиционными фондами,
паевыми инвестиционными
фондами и негосударственными
пенсионными фондами
№ 21-000-1-00014 от 04.02.1997.

■ Москва: (495) 105-80-00
Россия: 8 (800) 200-23-26
yk@mmbank.ru
www.mmbank.ru/pif

УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ БАНКА МОСКВЫ:

В 2006 году **УК Банка Москвы** расширила ассортимент инвестиционных продуктов с различными инвестиционными идеями с **6** до **11** паевых инвестиционных фондов. Создано **4 отраслевых ПИФа** и **фонд акций, ориентированный на индекс MSCI Russia**.

■ 20 июня 2006 года сформированы ПИФы:

Изменение стоимости пая на 29.12.2006:	ОПИФ АКЦИЙ «ЗАМОСКВОРЕЧЬЕ – РОССИЙСКАЯ ЭНЕРГЕТИКА»	ОПИФ АКЦИЙ «ТРИУМФАЛЬНАЯ ПЛОЩАДЬ – РОССИЙСКАЯ НЕФТЬ»	ОПИФ АКЦИЙ «ОСТАНКИНО – РОССИЙСКАЯ СВЯЗЬ»
за 1 месяц	+11,20 %	+1,77 %	+20,84 %
за 3 месяца	+36,39 %	+12,85 %	+26,64 %
за 6 месяцев	+50,26 %	+13,14 %	+62,55 %
с даты формирования	+50,50 %	+15,30 %	+62,66 %

■ 17 октября 2006 года сформированы ПИФы:

ОПИФ АКЦИЙ «ТРУБНАЯ ПЛОЩАДЬ – РОССИЙСКАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ»

ОПИФ АКЦИЙ «ЗВЕЗДНЫЙ БУЛЬВАР – ЗВЕЗДЫ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА»

Формирование ПИФов было завершено в течение одного дня за счет средств, привлеченных с «открытого» рынка.

По состоянию на 29.12.2006 совокупная стоимость чистых активов вновь сформированных ПИФов составила **1 532,27 млн рублей**.

В 2006 году совместно с Банком Москвы клиентам предложены совмещенные банковские продукты:

- Кредитование под залог паев ПИФов УК Банка Москвы.
- Скидки на пакеты банковских услуг – пакет «Универсальный» и пакет «Деловой».
- Вклад «Инвестиционный» (ПИФ + депозит).
- Возможность оплаты через Интернет-банкинг Банка Москвы при покупке паев ПИФов.

■ 2007й – ГОД РАЗВИТИЯ УСПЕХА!

Регистрация правил фондов в ФСФР России: ОПИФ акций «Триумфальная площадь – Российская нефть»: правила № 0526-93344732 от 01.06.2006. ОПИФ акций «Замоскворечье – Российская энергетика»: правила № 0524-93344815 от 01.06.2006. ОПИФ акций «Останкино – Российская связь»: правила № 0525-93344979 от 01.06.2006. ОПИФ акций «Трубная площадь – Российская металлургия»: правила № 0633-94118957 от 03.10.2006. ОПИФ акций «Звездный бульвар – звезды российского фондового рынка»: правила № 0634-94118877 от 03.10.2006.

ОТКРЫТЫЙ ПАЕВОЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ФОНД АКЦИЙ «КРАСНАЯ ПЛОЩАДЬ – АКЦИИ КОМПАНИЙ С ГОСУДАРСТВЕННЫМ УЧАСТИЕМ»

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ

Активы фонда «Красная площадь – акции компаний с государственным участием» преимущественно размещаются в акции компаний, находящихся в сфере стратегических интересов государства. Это акции Газпрома, Сбербанка, РАО ЕЭС и его «дочек», компании телекоммуникационного холдинга Связьинвест, Транснефти, Аэрофлота, ряда предприятий ВПК и др. В условиях возрастающей роли государства в экономике именно эти компании стали наиболее перспективными и предсказуемыми объектами инвестиций.

- Купить паи фонда можно у агентов УК Банка Москвы по операциям с паями и на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ).

Дата формирования ПИФа: **18 февраля 2005 года**
Стоимость чистых активов на 29.12.2006: **1 846,87 млн рублей**



Динамика пая на 29.12.06

1 месяц + 12,41 %
3 месяца + 25,52 %
6 месяцев + 39,06 %

ИНДЕКСНЫЙ ПАЕВОЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ФОНД «БИРЖЕВАЯ ПЛОЩАДЬ – ИНДЕКС ММВБ»

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ

«Биржевая площадь – Индекс ММВБ» – крупнейший в России открытый индексный фонд, ориентированный на индекс ММВБ. Индекс включает акции 21 крупнейшего российского эмитента. Управление индексным ПИФом является пассивным, но в зависимости от рыночной ситуации управляющие в рамках установленных ограничений могут отклоняться от индекса на 3 %.

- Купить паи фонда можно у агентов УК Банка Москвы по операциям с паями и на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ).

Дата формирования ПИФа: **11 июня 2004 года**
Стоимость чистых активов на 29.12.2006: **1 793,09 млн рублей**
Рейтинг: в 2006 году фонду присвоен рейтинг «Эксперт РА» на уровне «А» – высокий уровень качества управления активами фонда.



Динамика пая на 29.12.06

1 месяц + 10,23 %
3 месяца + 23,45 %
6 месяцев + 31,55 %
2 года + 202,88 %

ОТКРЫТЫЙ ПАЕВОЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ФОНД АКЦИЙ «МАНЕЖНАЯ ПЛОЩАДЬ – РОССИЙСКИЕ АКЦИИ»

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ

Фонд «Манежная площадь – российские акции» – классический ПИФ акций. Преимущество ПИФа – гибкость в управлении, что обеспечивает оптимальное соотношение риск / доходность. Формируя инвестиционный портфель фонда, управляющие выбирают активы из нескольких десятков российских акций с наибольшим потенциалом роста.

Дата формирования ПИФа: **23 марта 2005 года**
Стоимость чистых активов на 29.12.2006: **533,03 млн рублей**



Динамика пая на 29.12.06

1 месяц + 11,32 %
3 месяца + 24,19 %
6 месяцев + 35,10 %

Регистрация правил фондов в ФСФР России: ОПИФ акций «Красная площадь – акции компаний с государственным участием»: правила № 0318-76003975 от 26.01.2005. ОПИФ акций «Биржевая площадь – Индекс ММВБ»: правила № 0207-72730046 от 27.04.2004. ОПИФ акций «Манежная площадь – российские акции»: правила № 0319-76003892 от 26.01.2005.

ИНТЕРВАЛЬНЫЙ ПАЕВОЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ФОНД СМЕШАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ «КУЗНЕЦКИЙ МОСТ»

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ

По сравнению с фондами акций ПИФ «Кузнецкий мост» потенциально менее доходен, но более стабилен. В портфеле ПИФа присутствуют **акции и облигации российских эмитентов, в том числе и низколиквидные, но обладающие в долгосрочной перспективе высоким потенциалом роста.** ПИФ является интервальным, то есть приобретать и погашать паи можно только в определенное время: один раз в квартал в течение двух недель.

■ Купить паи фонда можно у агентов УК Банка Москвы по операциям с паями и на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ).

Дата формирования ПИФа: **18 марта 2003 года**

Стоимость чистых активов на 29.12.2006: **1 546,98 млн рублей**

Рейтинг: в 2006 году фонду присвоен **рейтинг «Эксперт РА»** на уровне «А» – высокий уровень качества управления активами фонда.



Динамика пая на 29.12.06

1 месяц + 10,88 %
3 месяца + 24,12 %
6 месяцев + 36,67 %
2 года + 128,89 %
3 года + 170,63 %

ОТКРЫТЫЙ ПАЕВОЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ФОНД СМЕШАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ «РОЖДЕСТВЕНКА»

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ

Фонд «Рождественка», в отличие от ПИФа «Кузнецкий мост», **включает в себя преимущественно «голубые фишки».** Инвестиции в низколиквидные акции и облигации отсутствуют. Это делает «Рождественку» менее доходной, но более ликвидной в сравнении с «Кузнецким мостом».

Дата формирования ПИФа: **17 июня 2003 года**

Стоимость чистых активов на 29.12.2006: **346,81 млн рублей**



Динамика пая на 29.12.06

1 месяц + 8,33 %
3 месяца + 18,16 %
6 месяцев + 25,16 %
2 года + 105,00 %
3 года + 130,18 %

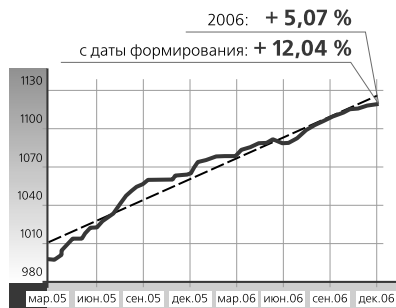
ОТКРЫТЫЙ ПАЕВОЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ФОНД ОБЛИГАЦИЙ «ВОЛХОНКА – РОССИЙСКИЕ ОБЛИГАЦИИ»

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ

«Волхонка» – классический ПИФ облигаций, **активы которого размещаются только в инструменты с фиксированной доходностью.** Фонд размещает активы как в облигации эмитентов 1-го эшелона, так и в низколиквидные рискованные облигации.

Дата формирования ПИФа: **22 марта 2005 года**

Стоимость чистых активов на 29.12.2006: **42,20 млн рублей**



Динамика пая на 29.12.06

1 месяц + 0,45 %
3 месяца + 1,09 %
6 месяцев + 3,11 %

Регистрация правил фондов в ФСФР России: ИПИФ смешанных инвестиций «Кузнецкий мост»: правила № 0092-59891904 от 05.03.2003. ОПИФ смешанных инвестиций «Рождественка»: правила № 0115-14244527 от 21.05.2003. ОПИФ облигаций «Волхонка – российские облигации»: правила № 0320-76004058 от 26.01.2005.

АГЕНТЫ

УПРАВЛЯЮЩЕЙ КОМПАНИИ БАНКА МОСКВЫ ПО ОПЕРАЦИЯМ С ПАЯМИ

**КУПИТЬ, ПРОДАТЬ ИЛИ ОБМЕНИТЬ ПАИ ПИФОВ
ПОД УПРАВЛЕНИЕМ УК БАНКА МОСКВЫ МОЖНО:**

В ОАО «БАНК МОСКВЫ»

Генеральная лицензия Банка России № 2748 от 14.10.2004
Лицензия ФСФР России № 177-03211-100000 от 29.11.2000

215 пунктов по операциям с паями ПИФов УК Банка Москвы в городах:

Азов, Архангельск, Астрахань, Барнаул, Белгород, Березники, Верхняя Салда, Владивосток, Владикавказ, Вологда, Воронеж, Выборг, Гай, Дмитров, Екатеринбург, Железногорск, Зеленоград, Ижевск, Иркутск, Калининград, Кемерово, Киров, Коломна, Комсомольск-на-Амуре, Конаково, Королев, Корсаков, Краснодар, Красноярск, Курск, Курчатов, Ленинск-Кузнецкий, Льгов, Лысьва, Майкоп, Москва, Нижний Новгород, Нижний Тагил, Новокузнецк, Новоорск, Новороссийск, Новосибирск, Новотроицк, Омск, Орел, Оренбург, Орск, Переславль-Залесский, Пермь, Петрозаводск, Петропавловск-Камчатский, Ростов-на-Дону, Самара, Санкт-Петербург, Саратов, Сергиев Посад, Серпухов, Соликамск, Сочи, Ставрополь, Таганрог, Томск, Тула, Тюмень, Улан-Удэ, Хабаровск, Химки, Чайковский, Чебоксары, Череповец, Южно-Сахалинск, Ярославль

■ в Москве: **(495) 105-80-00**

■ в других городах: **8 (800) 200-23-26** (звонок бесплатный)

yk@mmbank.ru

www.mmbank.ru/pif

Предоставляются услуги по операциям с паями **всех ПИФов под управлением УК Банка Москвы.**

В ОАО КАБ «БЕЖИЦА-БАНК»

Лицензия ФКЦБ России № 032-04506-100000 от 18.01.2001

■ Брянск **(4832) 56-27-66**

Предоставляются услуги по операциям с паями ПИФов «Биржевая площадь – Индекс ММВБ», «Красная площадь – акции компаний с государственным участием», «Манежная площадь – российские акции», «Рождественка», «Кузнецкий мост», «Волхонка – российские облигации», «Замоскворечье – Российская энергетика», «Останкино – Российская связь», «Триумфальная площадь – Российская нефть» под управлением УК Банка Москвы.

В ОАО «ТВЕРЬУНИВЕРСАЛБАНК»

Лицензия ФСФР России № 069-09048-100000 от 13.04.2006

■ **2** пункта по операциям с паями ПИФов УК Банка Москвы в городах:

Тверь: **(4822) 34-31-36**

Челябинск: **(3512) 65-72-06**

Предоставляются услуги по операциям с паями ПИФов «Биржевая площадь – Индекс ММВБ», «Рождественка», «Кузнецкий мост» под управлением УК Банка Москвы.

В ОАО «ФИРМА «КОН-ТРАСТ»

Лицензия ФКЦБ России № 045-06474-100000 от 07.10.2003

■ **3** пункта по операциям с паями ПИФов УК Банка Москвы в городах:

Курган: **(3522) 42-10-28, 46-33-15**

Челябинск: **(3512) 67-29-95**

Омск: **(3812) 39-69-20**

Предоставляются услуги по операциям с паями ПИФов «Биржевая площадь – Индекс ММВБ», «Красная площадь – акции компаний с государственным участием», «Манежная площадь – российские акции», «Рождественка», «Кузнецкий мост», «Волхонка – российские облигации» под управлением УК Банка Москвы.

В ОАО «ФОНД БЕРЛЕК»

Лицензия ФСФР России № 103-08465-100000 от 24.05.2005

■ Уфа **(3472) 51-52-19**

Предоставляются услуги по операциям с паями ПИФов «Биржевая площадь – Индекс ММВБ», «Красная площадь – акции компаний с государственным участием», «Манежная площадь – российские акции», «Рождественка», «Кузнецкий мост», «Волхонка – российские облигации» под управлением УК Банка Москвы.

«Альпина Бизнес Букс» рекомендует



Видеокурс

Александра Элдера

КАК ИГРАТЬ И ВЫИГРЫВАТЬ НА БИРЖЕ

Играть на бирже просто! Эта мысль приходила в голову многим.

Просто? Тогда почему столько людей разорилось в биржевой игре? И кто всё-таки выплывает в бурлящем море фьючерсов и акций, ускользая от «акул» и «пираний»?

Те, кто учится у звезды мирового трейдинга — доктора Александра Элдера, успешного профессионального биржевика и опытного преподавателя.

Александр Элдер сделал себе состояние как самостоятельный игрок. Его видеокурс — это система знаний и методик для выработки успешных торговых решений:

- Пути к выработке принципов самоконтроля на основе понимания психологии игрока и массовой психологии рынка.
- Построение индивидуальной торговой системы на основе технического анализа и стратегий игры.
- Контроль над рисками и управление капиталом.

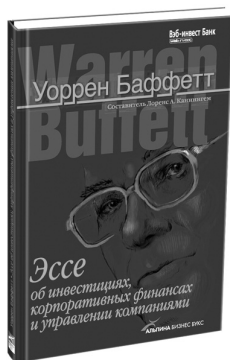
Для наглядной иллюстрации своих методик Александр Элдер использует не заранее подготовленные примеры из учебников, а анализирует живую ситуацию, предложенные участниками семинара.

Воспользуйтесь бесценным опытом Александра Элдера, и приготовьтесь к долгому, вдумчивому и поступательному движению к финансовому успеху!

Видеокурс можно приобрести в книжных магазинах, а также заказать в издательстве по тел.: **(495) 980-8077** или на сайте **www.alpina.ru**



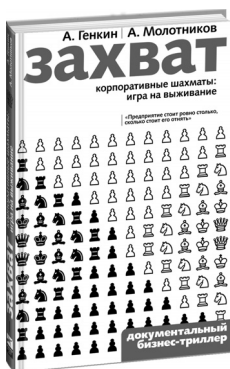
«Альпина Бизнес Букс» рекомендует



Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями

Уоррен Баффетт; сост., авт. предисл. Лоренс Каннингем
Пер. с англ., 3-е изд., 2007, 268 с.

Уоррен Баффетт уже несколько десятилетий входит в число богатейших людей мира, а его подход к инвестициям стал эталоном для миллионов. В книгу вошли письма Баффетта к акционерам Berkshire Hathaway, написанные в течение последних десятилетий. Они представляют бесценный обучающий материал и отражают глубокую инвестиционную философию автора.



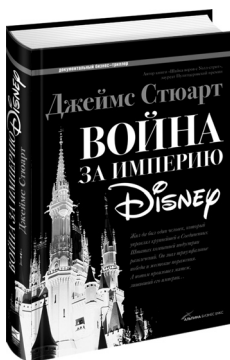
Захват Корпоративные шахматы: игра на выживание

А.С. Генкин, А.Е. Молотников, 2007, 253 с.

...Белые и черные сошлись в странной шахматной партии. На кон поставлена судьба Завода, судьба его владельца — Николая Топа, судьба города Николаевска и населяющих его людей. Кто-то пытается захватить Завод. Советник хозяина, молодой юрист Никита Бирюков, начинает разбираться в происходящем, чтобы защитить Завод от рейдерской атаки.

Один из авторов — доктор экономических наук, профессиональный консультант; другой — кандидат юридических наук, эксперт в области слияний и поглощений.

Роман основан на реалиях корпоративных войн в России.



Война за империю Disney

Джеймс Стюарт, пер. с англ., 2006, 640 с.

Серия «Документальный бизнес-триллер»

«Война за империю Disney» — это захватывающая история о «гражданской войне» в одной из наиболее могущественных компаний индустрии развлечений. Разногласия в ее руководстве были и раньше, но в ноябре 2003 г. Рой Дисней, председатель совета директоров студии Walt Disney Animation, ушел в отставку и объявил открытую войну председателю совета директоров и генеральному директору корпорации Майклу Эйзнеру.

Лауреат Пулитцеровской премии Джеймс Стюарт, автор нескольких бестселлеров, в том числе «Шайка воров с Уолл-стрит», раскрывает подробности поистине шекспировских страстей, на протяжении многих лет бушевавших в компании Disney.

Эти и другие издания можно приобрести в книжных магазинах, а также заказать в издательстве по тел.: **(495) 980-8077** или на сайте **www.alpina.ru**

Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами

Под редакцией Лакхбира Хейра, пер. с англ., 2007

Рынки ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и активами

Под редакцией Лакхбира Хейра, пер. с англ., 2007



В последнее двадцатилетие рынок MBS демонстрирует феноменальный рост. Совокупный объем находящихся в обращении MBS увеличился примерно со \$100 млрд в 1980 г. до \$3 трлн.

Лакхбир Хейр

Для кого эти книги?

Для начинающих и опытных специалистов и инвесторов, желающих научиться зарабатывать на рынке ипотечных ценных бумаг.

Что внутри?

В этих дополняющих друг друга книгах обобщен и структурирован практический и исследовательский опыт компании

Salomon Smith Barney, которая является одним из создателей вторичного ипотечного рынка США и крупнейшим его игроком. Здесь вы найдете наиболее полное и достоверное описание американских и неамериканских ипотечных рынков и сможете разобраться в механизмах инвестирования, методах анализа и моделирования. Специалистов, умеющих зарабатывать на этих рынках, не так уж и много из-за сложности и разнообразия инструментов. Вы можете стать одним из избранных!

Почему стоит выбрать именно эти книги?

- Работа с ними не требует специальной подготовки, кроме базовых знаний в области инструментов с фиксированной доходностью.
- Вашими учителями и советниками станут лучшие эксперты в своей области.
- Каждая из книг разделена на части, посвященные конкретным проблемам или секторам рынка, что позволяет использовать их как всеобъемлющее руководство.

Кто автор?

Книги изданы под редакцией Лакхбира Хейра, управляющего директора компании Salomon Smith Barney, признанного эксперта Уолл-стрит, в прошлом профессора школы бизнеса Уортона.

Ключевые понятия

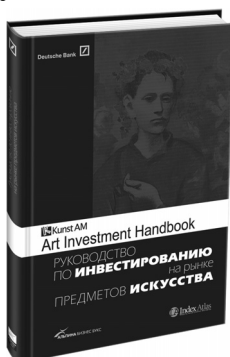
Инвестирование, ипотечные ценные бумаги, ценные бумаги, обеспеченные активами.



Десять главных правил для начинающего инвестора

Бертон Малкиел, пер. с англ., 2006, 172 с.

Простые и понятные идеи профессора экономики Принстонского университета Бертон Малкиела уже более тридцати лет привлекают внимание инвесторов, стремящихся постичь законы финансового мира и научиться с наибольшей выгодой использовать их. В этой книге Малкиел предлагает простую пошаговую стратегию, которая подходит любому частному инвестору. Это полное практическое руководство, которое в доступной форме дает максимум полезной информации. Книга будет понятна даже читателю, который далек от мира инвестиций.



Руководство по инвестированию на рынке предметов искусства

С. Скатерщиков, 2006, 224 с.

В книге впервые опубликованы рейтинги и статистические материалы, включая список 500 самых дорогих шедевров и 50 самых «ценных» художников мира, а также подробно описаны факторы (и их сравнительная значимость), определяющие многомиллионную рыночную стоимость мировых шедевров. Книга изобилует любопытными фактами и наблюдениями в отношении организации арт-рынка, принятых на нем инвестиционных стратегий и бизнес-моделей.

Это занимательная и профессионально подготовленная книга для широкого круга читателей, интересующихся инвестициями в предметы искусства и знакомых с основными финансовыми и инвестиционными понятиями.

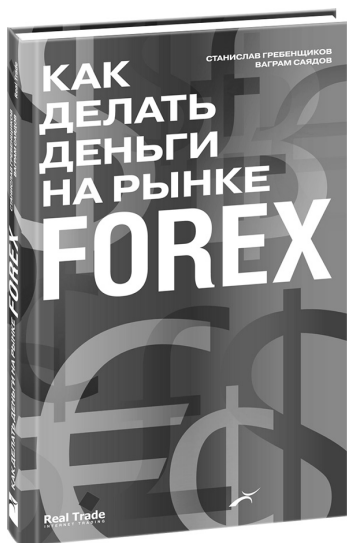


Хедж-фонды: Игра на рынке по новым правилам

Вадим Котиков, Джеймс Нэйл, 2006, 184 с.

Перед вами первая книга о хедж-фондах на русском языке, задуманная как введение в их увлекательный мир. Хедж-фонды — наиболее быстро растущий сектор финансовой отрасли. За последние 15 лет общий объем средств под их управлением вырос более чем в 20 раз и на сегодняшний день превышает 1,4 трлн долл. Однако до сих пор хедж-фонды остаются загадкой даже для многих профессиональных игроков фондового рынка. В книге нашли отражение не только теория, но и практический опыт авторов, создавших первый в России фонд хедж-фондов.

«Альпина Бизнес Букс» рекомендует



Как делать деньги на рынке Forex

С. Гребенщиков, В. Саядов, 2007, 130 с.

Почему люди приходят на рынок Forex, чтобы заработать, а уходят, проигравшись в пух и прах? Теряют деньги те, кто совершает три грубых ошибки: нарушает правила, надеется на везение и поддается собственной жадности. Forex – не казино, это рынок, который вам не друг и не враг. Он не задумывается над тем, имеет ли он право отнимать у вас последнюю копейку. Чтобы стабильно работать и зарабатывать на этом рынке, достаточно придерживаться нескольких простых правил и относиться к убыткам как неизбежным издержкам этой профессии. Авторы книги «Как делать деньги на рынке Forex», опытные трейдеры Станислав Гребенщиков и Ваграм Саядов, утверждают, что если кто-то вам мамой клянется, что 90% его сделок прибыльны – ему не стоит верить. Они готовы познакомить вас с эффективными торговыми стратегиями, подготовить к встречам с нестандартными ситуациями и «пьяными кенгуру», а также научить тому, как господину Трейду договориться с мистером Форексом и с его помощью наконец-то разбогатеть.



Как делать деньги на фондовом рынке Стратегия торговли на росте и падении

Уильям Дж. О'Нил, пер. с англ., 4-е изд., 2007, 329 с.

Книга описывает одну из самых прибыльных в мире систем выбора акций — CAN SLIM™, с помощью которой многие инвесторы сделали крупные состояния на фондовом рынке. Создатель этой системы, Уильям О'Нил, в последние десятилетия является одним из наиболее авторитетных биржевых консультантов США.

Система CAN SLIM™ основана на закономерностях поведения самых прибыльных акций в последние 50 лет. Знание этой системы является абсолютно необходимым для профессионалов фондового рынка. Кроме того, книга будет прекрасным учебным пособием для преподавателей и студентов экономических и финансовых вузов.

Эти и другие издания можно приобрести в книжных магазинах, а также заказать в издательстве по тел.: **(495) 980-8077** или на сайте **www.alpina.ru**

Лучшие деловые книги под вашим брендом!



Издательство «Альпина Бизнес Букс» выпускает литературу по менеджменту, маркетингу, рекламе и PR, финансам и инвестициям, банковскому и биржевому делу, политике. Мы предлагаем вам уникальный инструмент продвижения бренда — издание книги с участием вашей компании.

ВЫ ВЫБИРАЕТЕ ТЕМУ — МЫ ИЗДАЕМ КНИГУ

Наши специалисты подберут для издания книги на выбранные вами темы.

Пакет партнера издания:

- Логотип вашей компании на обложке и титульном листе.
- Надпись «Издано при содействии...» на странице с выходными данными книги.
- Предисловие от вашей компании.
- Рекламная полоса в конце книги или на задней обложке.
- Продвижение книги в СМИ.

ИЗДАНИЕ КНИГИ НА ОСНОВЕ АВТОРСКИХ ИЛИ КОРПОРАТИВНЫХ МАТЕРИАЛОВ

Если вы — топ-менеджер успешной компании, талантливый консультант, маркетолог, бизнесмен или просто профессионал, достигший карьерных высот, и у вас есть опыт, которым вы хотели бы поделиться с деловым сообществом, вы можете сделать это, выпустив книгу в нашем издательстве. Мы возьмем на себя весь издательский цикл. Тираж книги может быть передан нам для распространения.

КОРПОРАТИВНАЯ БИБЛИОТЕКА

Ежемесячно в издательстве выходит до 25 наименований книг. Любую заинтересовавшую вас книгу мы можем напечатать для вашей корпоративной библиотеки отдельным тиражом, оформленным в соответствии с вашими пожеланиями.



Партнер издания компания Sony



Партнер издания компания PIO GLOBAL



Книга В. Котикова и Дж. Нэйла. Партнер издания компания «АТОН»



Книга Седрика Рюда (SAP AG). Спонсоры издания: SAP AG, Делойт, Джи-Эм-Си-Эс, Хьюлетт-Паккард



Партнер издания компания SoftProm



Партнер издания СОБИНБАНК

Распространение и продвижение

Книги нашего издательства можно приобрести во всех крупных книжных магазинах России и ближнего зарубежья, а также с доставкой по всему миру через интернет-магазин www.alpina.ru.

Обзоры и рецензии на наши книги можно увидеть на страницах таких изданий, как газеты «Ведомости», «Известия», журналы «Компания», «Свой бизнес», «Секрет фирмы», на сайтах www.cfn.ru, www.e-executive.ru, www.begin.ru. По продвижению наших изданий мы сотрудничаем более чем с 60 печатными изданиями и 20 интернет-порталами, в которых размещаются аннотации, рецензии, фрагменты текстов.