

МИРОВОЙ БЕСТСЕЛЛЕР

РОДЖЕР ЛОВЕНСТАЙН

КОГДА

ГЕНИЙ

ТЕРПИТ



ПОРАЖЕНИЕ

ВЗЛЕТ И ПАДЕНИЕ КОМПАНИИ

LONG-TERM CAPITAL MANAGEMENT,

ИЛИ КАК ОДИН НЕБОЛЬШОЙ БАНК

СОЗДАЛ ДЫРУ В ТРИЛЛИОН ДОЛЛАРОВ

Роджер Ловенстайн

Когда гений терпит поражение

«Олимп-Бизнес»

2001

УДК 336.761
ББК 65.262.1

Ловенстайн Р.

Когда гений терпит поражение / Р. Ловенстайн — «Олимп-Бизнес», 2001

ISBN 978-5-9693-0171-9

Вместе с «Покером лжецов» Майкла Льюиса (М.: Издательство «Олимп – Бизнес», – 2017) эта книга составляет своеобразную дилогию. Одни найдут в ней документальную историю взлета и падения компании LTCM, описание и анализ ее деятельности. Другие усмотрят интерпретацию вечного сюжета о конфликте разума и азарта, о несовпадении благих намерений одних с алчными интересами других. Перед нами увлекательный рассказ о попытке группы ученых и нобелевских лауреатов применить закон больших чисел на рынке облигаций, но вместе с тем – притча о человеческих страстях и пороках. Один нюанс этой истории будет особенно любопытен российскому читателю: августовский дефолт 1998 года в России, оказавшийся непредсказуемым и непостижимым даже для лауреатов Нобелевской премии. Книга предназначена для широкого круга читателей.

УДК 336.761
ББК 65.262.1

ISBN 978-5-9693-0171-9

© Ловенстайн Р., 2001
© Олимп-Бизнес, 2001

Содержание

От издательства	6
От автора	8
Введение	10
Часть I	14
Глава 1	14
Глава 2	31
Глава 3	45
Конец ознакомительного фрагмента.	58

Роджер Ловенстайн
Когда гений терпит поражение
Взлет и падение компании Long-
Term Capital Management, или
Как один небольшой банк создал
дыру в триллион долларов

© Roger Lowenstein, 2001 All rights reserved.

© Перевод на русский язык, издание, оформление. Издательство «Олимп – Бизнес»,
2010, 2017

* * *

От издательства

В истории бизнеса было – и будет – много взлетов и падений. Бесстрастная статистика свидетельствует, что ни одна компания не застрахована от неудачи и в мире бизнеса падение – обыденное явление, которое случается гораздо чаще, чем успех.

И все-таки рассказанную Р.Ловенстайном историю хедж-фонда Long-Term Capital Management не назовешь банальной. Хотя бы потому, что эта компания была уникальна по своему интеллектуальному потенциалу и техническому оснащению. Ее специалисты, в числе которых были нобелевские лауреаты Р.Мертон и М. Скоулс, использовали наиболее совершенные математические модели и добивались впечатляющих результатов в бизнесе, уподобляемом многими выхватыванию мелких монеток из-под надвигающегося бульдозера. На протяжении трех с лишним лет трейдерам хедж-фонда удавалось обыгрывать рынок. В момент, когда казалось, что найдена магическая формула вечного успеха, все стало рушиться, и компания, располагавшая активами на сумму 100 миллиардов долларов и диктовавшая банкам условия, на которых она соглашалась брать кредиты (!), в считанные месяцы оказалась на грани банкротства.

В истории Long-Term Capital Management несколько пластов, и каждый из них важен и интересен. Автору удалось вплести в ткань повествования объяснение сложных финансовых операций, психологические портреты главных действующих лиц, описание обычаев и нравов Уолл-стрит, мотивы поведения людей, управляющих ведущими финансовыми институтами мира. Книга позволяет многое узнать об особенностях современного финансового рынка, его инструментах, психологии участников, их ошибках, условиях, способствующих таким ошибкам, стратегиях работы. Читатели найдут в ней полезные наблюдения и отрезвляющие предупреждения, например о том, что проверенные временем истины порой оказываются несостоятельными (так, яйца, разложенные по разным корзинам, могут разбиваться одновременно), что даже самые изощренные математические модели не заслуживают абсолютного, слепого доверия, а методы, успешно применяемые в одних сегментах финансового рынка, дают фатальные сбои в других.

Автор на примере Long-Term Capital Management (компания специализировалась на арбитражных операциях на сближение спредов по облигациям и операциях с экзотическими производными финансовыми инструментами) раскрывает причины расцвета арбитражного бизнеса, хедж-фондов и головокружительного успеха Long-Term Capital Management, одновременно показывая, что падение было фактически предопределено первоначальным успехом, который ослепил руководителей хедж-фонда, лишил их ощущения реальности, чувства времени и меры, способности быстро и адекватно реагировать на неожиданные изменения.

Падение Long-Term Capital Management стало результатом крайне маловероятного стечения обстоятельств, усугубленного чисто человеческими ошибками. Руководители хедж-фонда не просто упустили момент для радикального пересмотра стратегии, но проявили неспособность к такому пересмотру. Причины этой неспособности лежали не в интеллектуальной, а в психологической сфере. Блестящие интеллектуалы из Long-Term Capital Management совершили весьма распространенную среди трейдеров ошибку: они не смогли преодолеть психологическую привязанность к фондовым позициям, которые были для них глубоко личными. Особенности сложившихся в компании отношений довершили дело.

Разумеется, назвать историю Long-Term Capital Management трагедией нельзя. Однако в конфликте, составляющем нерв повествования, есть отблеск трагического – ключевые действующие лица, уверенные в том, что они могут обыграть рынок, пошли на столкновение со стихией и... потерпели поражение. Как показывает история Long-Term Capital Management, современный финансовый рынок далеко не эффективен, весьма уязвим и не всегда спосо-

бен к автоматической самокоррекции. Во всяком случае, только вмешательство Федеральной резервной системы, принудившей частные банки к сотрудничеству и ставшей координатором совместных усилий, устранило вызванную кризисом Long-Term Capital Management угрозу «расплавления» рынков.

Таким образом, в известном отношении книга Р.Ловенстайна – занимательное дополнение к дискуссиям о природе, характеристиках и перспективах современного рынка, который по-прежнему остается капканом для логически мыслящих людей. Иногда рынок можно обыграть. При большом везении у кого-то это получалось несколько раз, очень редко – даже несколько раз подряд. Но постоянно делать это невозможно. Крупная игра требует предельной осторожности и строжайшей самодисциплины. Особенно тогда, когда успех игроков обеспечен заемными средствами.

Посвящается Мори Ласки и Джейн Рут Мэйрс

Прошлое может являться прологом, но какое именно прошлое?

Генри Хью¹

¹ Hu Henry Ò. Ñ. Misunderstood Derivatives: The Causes of Informational Failure and the Promise of Regulatory Incrementalism//The Yale Law Journal. 102. 1993. № 6. April. P. 1477.

От автора

Рассказанная в этой книге история компании Long-Term Capital Management не получила одобрения упомянутых в ней лиц. В начале работы над книгой я несколько раз официально интервьюировал двух партнеров компании, Эрика Розенфелда и Дэвида Маллинса, но такому сотрудничеству вскоре пришел конец. Попытки продолжить беседы и получить доступ к Джону У. Меривезеру, учредителю компании, и к другим партнерам оказались безрезультатными. Тем не менее на протяжении всего моего расследования я неоднократно пересылал Розенфелду по электронной почте и задавал по телефону казавшиеся нескончаемыми вопросы, и он великодушно соглашался отвечать на многие из них. Кроме того, различные люди, занимавшие в компании разные должности, в частном порядке оказывали мне помощь в расследовании, позволяя постичь как внутренние механизмы работы компании, так и особенности многих ее партнеров. Я глубоко благодарен эти людям за помощь.

Моими другими важными источниками были интервью, которые я получил в крупных инвестиционных банках Уолл-стрит. В их число входили и шесть банков, сыгравших решающую роль в зарождении и конечном спасении Long-Term. Без помощи сотрудников Bear Stearns, Goldman Sachs, J. P. Morgan, Merrill Lynch, Salomon Smith Barney и Union Bank of Switzerland эта книга никогда не была бы написана.

Кроме того, у меня были щедрые наставники в экономике: Питер Бернстайн, Юджин Фама, Джон Джилстер, Брюс Джекобс, Кристофер Мэй и Марк Рубинштейн помогли мне понять тот мир опционов, хеджирования, графиков нормального распределения и «жирных хвостов», в котором вела свой бизнес компания Long-Term.

Далее, конфиденциальный меморандум о полном разгроме фонда, подготовленный партнерами Long-Term в январе 1999 года, обеспечил меня фактами и количественными данными о капитале, совокупных активах фонда, соотношении его собственного капитала к заемному капиталу и о доходах, которые фонд получал ежемесячно на протяжении своего существования, а также информацией о доходах отдельных инвесторов. Это был бесценный материал, ставший, по сути дела, источником всех приведенных в книге количественных данных. Наконец, я благодарен Федеральному резервному банку Нью-Йорка за проявленную готовность к сотрудничеству.

Источники приведенной в тексте информации указаны в примечаниях, однако во многих случаях мне пришлось опираться на мнения людей, не хотевших упоминания своего имени. Недавнее прошлое всегда нуждается в деликатности и ощущается очень остро. Особенно если это история Long-Term, история провала и разочарования. Такая тема требует величайшего такта. Партнеры Long-Term – частные лица, и они испытали бы неловкость даже в том случае, если бы оказались упомянуты в книге, написанной о лучших временах. То, что они не пришли в восторг от участия в истории столь гигантского провала, – всего лишь проявление их человеческой природы. Поэтому я вынужден просить у читателей разрешения на определенную вольность и сразу заявить о том, что значительная часть материала приводится без ссылок на источники, из которых он почерпнут.

* * *

Я глубоко благодарен Викену Берберизну, моему помощнику, который оказался не только бесстрашным собирателем фактов, но и изобретательным и проницательным исследователем. Нил Барски, Джеффри Танненбаум и Луис Ловенстайн – два дорогих моему сердцу друга и идеальный отец, без усталости читавшие сырую рукопись этой книги. Они дали

мне бесценные и крайне необходимые советы. Каждая страница моей книги хранит руко-
творные следы их вдохновенной работы. Мелани Джексон, мой агент, и Энн Годофф, мой
редактор, составляющие столь же безупречную команду, как и «Montana-to-Rice»², искусно
вели этот проект от начала до конца. Уверенность в успехе, неоднократно ими демонстри-
ровавшаяся, скрашивала многие часы, которые без их участия были бы часами одиночества.
Источником постоянного вдохновения были и трое моих детей – Мэтт, Зак и Олли. В период
работы над книгой мне оказывали помощь (профессиональную и личную) и многие другие
люди, и я безгранично благодарен всем им.

² Футбольная команда. – Примеч. ред.

Введение

В самом сердце Уолл-стрит серой массой песчаника громоздится Федеральный резервный банк Нью-Йорка (Federal Reserve Bank of New York). Хотя это, построенное в 1924 году, здание и является одной из городских достопримечательностей, банк почти теряется в оживлении царящей по соседству предпринимательской деятельности. В квартале множество магазинов, торгующих со скидкой, кафетериев, а также брокерских компаний и банков, на которые наталкиваешься буквально на каждом шагу. Ближайшие соседи Федерального резервного банка Нью-Йорка – мастерская по ремонту обуви и японский ресторанчик, а также Chase Manhattan Bank; в нескольких кварталах от Федерального резервного банка Нью-Йорка находится J. P. Morgan. Здание Merrill Lynch, популярной брокерской компании, стоит чуть западнее и смотрит на реку Гудзон, за которой лежит вся остальная Америка и живут большинство клиентов этой компании. Небоскребы, в которых расположились банки, проецируются на открытое, удобное пространство, но здание Федерального резервного банка Нью-Йорка, напоминающее по стилю флорентийскую архитектуру эпохи Возрождения, отличается подчеркнутой строгостью. Его арочные окна забраны металлическими решетками, а у главного подъезда, выходящего на Либерти-стрит, расположился ряд черных охранных сооружений из литого железа.

Федеральный резервный банк Нью-Йорка – всего лишь спица, хотя и очень существенная, в колесе Федеральной резервной системы США, выполняющей функцию центрального банка. Благодаря своей близости к Уолл-стрит Федеральный резервный банк Нью-Йорка является глазами и ушами расположившегося в Вашингтоне руководства Федеральной резервной системы, возглавляет которую прорицатель по имени Алан Гринспен. Отличающийся крепким телосложением президент Федерального резервного банка Нью-Йорка Уильям Дж. Макдоноу часто общается с банкирами и трейдерами. Он стремится быть в курсе слухов, ходящих среди трейдеров, и в особенности интересуется всем, что касается нарушения стабильности на рынках или, еще того хуже, дестабилизации финансовой системы. Впрочем, Макдоноу старается держаться в тени. Федеральная резервная система как регулирующий орган всегда вызвала противоречивое отношение – слуга народа, действующий заодно с Уолл-стрит; уединенное, изолированное ведомство, существующее среди демократического хаоса рынков. Для вмешательства Макдоноу, пусть и незначительного, в естественный ход событий необходим кризис или даже война. И тем не менее в начале осени 1998 года Макдоноу все-таки вмешался, причем вмешался серьезно.

Источник беспокойства казался столь далеким и незначительным, столь смехотворным, что его можно было счесть несущественным. Но разве не так всегда и приходят большие беды? Груз чая, выброшенный в море, убийство эрцгерцога – и совершенно неожиданно оказывается, что запал уже горит. Затем разражается кризис, и мир становится другим. В данном случае роль запала сыграла компания Long-Term Capital Management, частное инвестиционное партнерство со штаб-квартирой в Гринвиче, штат Коннектикут, фешенебельном пригороде, расположенном милях в 40 от Уолл-стрит. Long-Term Capital Management (LTCM; LT) управляла деньгами всего лишь сотни инвесторов; в ней работали менее 200 человек. И, уж будьте уверены, менее одного процента американцев когда-либо что-либо слышали о ней. Собственно говоря, всего лишь пять лет назад LTCM еще просто не существовало.

Но в среду 23 сентября 1998 года, во второй половине дня LTCM не казалась мелкой компанией. В связи с разразившимся в LTCM кризисом Макдоноу вызвал (или, используя сдержанный стиль, принятый в Федеральной резервной системе, пригласил) руководителей всех крупных банков Уолл-стрит. Впервые под старинными портретами зала заседаний Федеральной резервной системы, расположенного на десятом этаже, собрались руко-

водители Bankers Trust, Bear Stearns, Chase Manhattan, Goldman Sachs, J.P.Morgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley Dean Witter и Salomon Smith Barney, и собрались не для того чтобы выручить из беды какое-нибудь государство Латинской Америки, а чтобы спасти одну из американских финансовых компаний. Они, а также представители крупных европейских банков объединились под руководством председателя Нью-Йоркской фондовой биржи. Непривычные к такому наплыву людей служащие Федерального резервного банка Нью-Йорка не смогли найти достаточного количества кожаных кресел, и старшим директорам пришлось ютиться на складных металлических стульях.

Хотя Макдоноу являлся официальным должностным лицом, встреча была секретной. Общественность полагала, что Америка переживает лучшие дни одного из величайших в ее истории периодов роста биржевых котировок, пусть даже недавно на рынке произошел некоторый откат, но такое случалось по осени и в предыдущие годы. С середины августа, когда Россия объявила дефолт по своему рублевому долгу, мировые рынки облигаций были сильно дестабилизированы. Но не это стало причиной, по которой Макдоноу собрал банкиров.

LTСM, компания, занимавшаяся операциями с облигациями, была на грани разорения. Этим фондом руководил Джон У.Меривезер, в прошлом – известный трейдер, работавший в Salomon Brothers. Меривезер, близкий банкирам по духу и осторожный выходец со Среднего Запада, пользовался популярностью в финансовом сообществе. Именно (и главным образом) благодаря ему банкиры согласились предоставить финансирование LTСM, причем на весьма льготных условиях. Но Меривезер был всего лишь известным общественности лицом LTСM. Сердцем фонда являлась группа имеющих докторские степени интеллектуалов, специалистов по арбитражным сделкам. Многие из них были профессорами, а двое – нобелевскими лауреатами. Все они были очень умны и знали цену своим способностям.

На протяжении четырех лет LTСM была предметом зависти дельцов Уолл-стрит. Компания наращивала прибыли более чем на 40 % в год, регулярно выплачивая при этом дивиденды, не переживая резких колебаний котировок своих ценных бумаг. Казалось, это был фонд с нулевым уровнем риска. Работавшие в LTСM суперинтеллектуалы, по-видимому, могли свести непредсказуемость мира к строгим, хладнокровно рассчитанным шансам. Формально это было лучшее из того, что только мог предложить современный финансовый рынок.

Незаметному арбитражному фонду, о котором идет речь, удалось приобрести активов на ошеломляющую сумму 100 миллиардов долларов, причем фактически все эти приобретения были сделаны на заемные средства – средства, полученные в кредит у банкиров, собравшихся теперь за столом у Макдоноу. Сколь бы чудовищной ни была задолженность LTСM, невыполнение обязательств оказалось не единственной проблемой компании. Фонд участвовал в тысячах договоров по производным финансовым инструментам (ПФИ), а эти договоры были бесчисленными нитями сплетены с каждым из банков Уолл-стрит. Данные контракты, в сущности представляющие собой групповые пари, заключенные в отношении рыночных цен, охватывали астрономическую сумму – стоимость рисков превышала триллион долларов.

Если бы LTСM объявила о дефолте, все банки, представители которых собрались на заседание, оказались бы исполнителями своей части обязательств по контрактам, где другой стороны не существовало. Иными словами, все банки подверглись огромным – и неоправданным – рискам. Несомненно, по мере того как каждый банк сломя голову бросился бы уклоняться от односторонних обязательств и продавать залоги от LTСM, возникла бы атмосфера лихорадки.

Приступы паники так же стары, как рынки, но ПФИ – сравнительно новый инструмент. Лица, занимающиеся регулированием рынков, проявляли беспокойство по поводу этих хитроумных новых ценных бумаг, которые связывали финансовые учреждения страны сложной цепью взаимных обязательств. Должностные лица интересовались вопросом о том, что произойдет, если лопнет одно из звеньев этой цепи. Макдоноу опасался, что рынки перестанут работать, остановится торговля и сама система пойдет вразнос и обрушится.

Джеймс Кейн, жевавший сигару старший исполнительный директор Bear Stearns, дал себе клятву прекратить погашение по сделкам, заключенным LTCM (которая вылетала из бизнеса), в том случае, если сумма имеющихся у фонда денежных средств сократится и станет менее 500 миллионов. В начале года такая вероятность казалась весьма отдаленной, ибо капитал LTCM составлял 4,7 миллиарда долларов. Но за последние пять недель (или с момента российского дефолта) LTCM понесла ошеломляющие убытки – и несла их день за днем. Ее капитал катастрофически уменьшился. По мнению Кейна, LTCM могла не дожить до завтра.

LTCM уже обратилась к Уоррену Баффетту с просьбой о предоставлении кредита. Обращалась она и к Джорджу Соросу, и в Merrill Lynch. LTCM обращалась ко всем банкам, какие только могла вспомнить. Больше обращаться было некуда. Вот почему Макдоноу, подобно крестному отцу, призывающему соперничающие и готовые сцепиться друг с другом кланы на встречу, пригласил банкиров. Если бы каждый банк самостоятельно решился избавиться от облигаций, это вызвало бы всемирную панику. Но, действуя согласованно, катастрофы можно избежать. Хотя Макдоноу и не сказал этого, он хотел, чтобы банки инвестировали 4 миллиарда долларов и спасли фонд. Макдоноу хотел, чтобы банки сделали это немедленно – завтра будет поздно.

Но банкиры считали, что LTCM уже причинила им неприятностей более чем достаточно. Работавшие втайне и в тесном кругу математики из LTCM с подчеркнутым высокомерием относились ко всем прочим обитателям Уолл-стрит. Merrill Lynch, компания, породившая LTCM, давно пыталась установить взаимовыгодные отношения с фондом. То же самое пытались сделать и многие другие банки. Но LTCM с презрением отвергла эти предложения. Профессора желали торговать на своих (и только на своих) условиях, а не идти на компромисс с банками. Банкирам не нравилось, что некогда заносчивая и надменная LTCM теперь взывает к ним о помощи.

Кроме того, банкиры и сами страдали от сумятицы, возникновению которой способствовала LTCM. Главный управляющий Goldman Sachs Джон Корзайн столкнулся с мятежом партнеров: их ужасали убытки, понесенные Goldman Sachs на последних сделках, и, в отличие от Корзайна, они не желали тратить свои сокращающиеся капиталы на оказание помощи конкуренту. Крупные убытки понес и Сэнфорд Уэйлл, председатель Travelers/Salomon Smith Barney. Уэйлл опасался того, что убытки поставят под угрозу намечавшееся слияние его компании с Citicorp, которое Уэйлл рассматривал как драгоценный камень, венчающий его ослепительную карьеру. Недавно Уэйлл перетряхнул собственное подразделение, занимавшееся арбитражными сделками, – то самое, ставшее много лет назад стартовой площадкой для карьеры Меривезера, – и не горел желанием оказывать финансовую помощь еще одной арбитражной лавочке.

Оглядевшись собравшихся, Макдоноу осознал, что у каждого из его гостей есть свои неприятности (у кого большие, у кого – меньшие) и многие из этих неприятностей напрямую связаны с LTCM. Стоимость акций банков резко упала. Как и Макдоноу, банкиры опасались того, что мировая буря, начавшаяся так невинно с девальваций в азиатских странах, затем распространившаяся на Россию, Бразилию, а теперь – и на LTCM, захлестнет и Уолл-стрит.

Ричард Фулд, председатель Lehman Brothers, отбивался от слухов о том, что его компания находится на грани банкротства из-за предполагаемой слишком тесной связи с LTCM.

Дэвид Соло, представлявший на встрече такой гигант, как Union Bank of Switzerland, полагал, что его банк и без того уже здорово увяз в этой истории, поскольку по глупости сделал крупные инвестиции в LTCM и понес огромные убытки. Томас Лабрекке из Chase Manhattan спонсировал заем хедж-фонду в размере 500 миллионов долларов и, прежде чем инвестировать большую сумму, он хотел бы получить погашение уже предоставленного кредита.

Дэвид Комански, представительный председатель Merrill Lynch, был встревожен сильнее других. За два месяца капитал Merrill Lynch сократился вдвое – 19 миллиардов его рыночной стоимости просто растаяли. Merrill Lynch также понес ошеломляющие убытки по сделкам с облигациями. Теперь возникла угроза его кредитному рейтингу.

Комански, лично инвестировавший в LTCM миллион долларов, пришел в ужас при мысли о хаосе, который последует за гибелью LTCM. Но для него не было тайной, сколь сильно собравшиеся не любят LTCM. По его мнению, шансы на то, что банкирам удастся прийти к согласию, были, в лучшем случае, весьма отдаленными.

Комански знал, что главным игроком, к мнению которого прислушаются и остальные, был Кейн, отличавшийся нестандартным мышлением генеральный директор Bear Stearns. Эта компания, занимавшаяся клиринговыми расчетами по сделкам LTCM, представляла всю подноготную хедж-фонда лучше, чем кто-либо еще. Пока другие банкиры нервно ерзали на стульях, Герберт Эллисон, номер два в команде Комански, спросил Кейна, что тот намеревается делать.

Кейн ответил прямо: Bear Stearns и гроша ломаного не вложит в LTCM.

Минуту банкиры, сливки сообщества Уолл-стрит, молчали. А затем зал взорвался.

Часть I

Взлет компании Long-Term Capital Management

Глава 1

Меривезер

Если в период работы в Salomon Brothers Джон Меривезер открыл для себя некую непреложную истину, то она звучала примерно так: эксплуатируй свои убытки до тех пор, пока они не обратятся в прибыль. Можно точно установить момент, когда на Меривезера снизошло это озарение. В 1979 году занимавшаяся торговлей ценными бумагами дилерская компания под названием J. F. Eckstein & Co. оказалась на грани банкротства. Ударившийся в панику Экстайн пришел в Salomon и встретился с группой специалистов этой компании. В группу входили несколько партнеров Salomon, а также Меривезер, бывший тогда херувимоподобным трейдером 31 года от роду. «Мне достался отличный бизнес, но я не могу заниматься им, – взмолился Экстайн, обращаясь к собравшимся. – Как насчет того, чтобы купить мой бизнес?»

Ситуация была такова: Экстайн торговал фьючерсами по казначейским обязательствам. Как предполагает само название этого бизнеса, дело заключалось в обеспечении продажи обязательств Казначейства США в будущем по определенной цене. Такими фьючерсами часто торгуют с небольшим дисконтом по отношению к цене реальных, лежащих в основе операций долговых обязательств. В ходе конкретной арбитражной сделки Экстайн приобретал фьючерсы, продавал долговые обязательства, а затем ждал, когда цены на эти два товара сравняются. Поскольку большинство людей платят за долговое обязательство, которое они получают в ближайшем будущем, примерно столько же, сколько они заплатили бы за это обязательство на условии его немедленного приобретения, разумно предположить, что цены на фьючерсы по обязательствам и на обязательства как таковые должны были сойтись. В этой торговле была некая толика магии, и составлявшая бизнес Экстайна, будущий бизнес LTCM и, в сущности, бизнес любого арбитражера, когда-либо занимавшегося такими операциями. Экстайн понятия не имел, пойдут ли цены на парные ценные бумаги вверх или вниз, но это его и не беспокоило. Все, что имело для него значение, так это то, как две цены изменятся относительно друг друга.

Покупая фьючерсы на казначейские обязательства и открывая короткую позицию по реальным обязательствам (то есть поставив на то, что цены упадут), Экстайн на самом деле заключал два разнонаправленных пари одновременно³. В зависимости от того, пойдут ли цены вниз или вырастут, он мог рассчитывать на то, что получит прибыль по одной сделке и понесет убытки по другой. Но до тех пор пока более дешевый актив – фьючерсы – дорожали чуть больше (или падали в цене чуть меньше), чем казначейские обязательства, прибыль Экстайна по удачной сделке должна была превысить его убытки по другой сделке. В этом и заключается главная идея арбитражных операций.

Экстайн заключал такие пари много раз, и обычно ему сопутствовал успех. Поскольку он делал все больше денег, он постепенно повышал ставки. По какой-то причине в июне 1979

³ По сути дела, те, кто продает быстро, продают ценные бумаги, приобретенные займы без покрытия. Вернуть ценную бумагу им предстоит позднее, а к тому времени цена, как они надеются, снизится. Принцип «покупай дешево, продавай дорого» по-прежнему сохраняет силу. Люди, которые быстро продают, попросту делают в этой формуле перестановку. В их интерпретации эта формула звучит так: «Продавай дорого, затем покупай дешево». – Здесь и далее примечания автора.

года привычную модель сменила противоположная: фьючерсы стали дороже обязательств. Будучи уверен в том, что традиционные отношения восстановятся, Экстайн втянулся в очень крупную сделку. Однако разрыв цен, вместо того чтобы сокращаться, увеличился еще больше. Экстайна просто сразили огромные требования дополнительного обеспечения, и от отчаяния он бросился продавать свой бизнес.

Как оказалось, Меривезер недавно создал в Salomon группу по арбитражной торговле облигациями. Он мигом понял, что в бизнесе Экстайна есть смысл хотя бы потому, что рано или поздно цены должны сойтись. Но пока они не сходились, Salomon рисковала десятками миллионов своего капитала, который приближался тогда лишь к 200 миллионам долларов. Партнеры проявляли нервозность, но согласились перехватить позиции Экстайна. В течение следующих двух недель спред продолжал расширяться, и Salomon понесла серьезные убытки. Счет движения капитала обычно записывали в маленькой книге и оставляли возле офиса, который занимал Аллан Файн, один из партнеров. Каждое утро другие партнеры, нервничая, на цыпочках крались к офису Файна, чтобы посмотреть, какие убытки они понесли. Меривезер хладнокровно настаивал на продолжении игры. «Или нам полегчает, – сказал ему Джон Гутфранд, управляющий партнер, – или вас уволят».

Цены все-таки сошлись, и Salomon получил крупную прибыль. Тогда едва ли кто-нибудь еще занимался торговлей финансовыми фьючерсами, но Меривезер понял суть фьючерсной торговли. На следующий же год его сделали партнером Salomon. Более важным стало то, что его маленькая команда, не слишком удачно названная Группой арбитражных операций с внутренними облигациями с фиксированным доходом (Domestic Fixed Income Arbitrage Group), отныне получила карт-бланш на финансирование операций по спредам за счет капитала Salomon. Так Меривезер обрел, по сути, дело своей жизни.

Родившийся в 1947 году Меривезер вырос в квартале Роузмур района Роузленд в южной части Чикаго, где жили в основном ирландцы-католики, опора демократов и мэра Ричарда Дейли. Наш герой был одним из троих детей в семье, а та, в свою очередь, была частью более обширного клана, состоявшего из четверых двоюродных братьев, живших через переулок от дома Меривезеров. Собственно говоря, семья населяла всю округу. Меривезер знал практически всех живущих неподалеку. Это был самодовлеющий мир, вращавшийся вокруг баскетбольной площадки, магазинчика, где торговали содовой, и прихода. С востока этот мирок был ограничен Иллинойской центральной железной дорогой, а с севера – красными панелями забора, за которым лежала ничейная земля с железнодорожными мастерскими и заводами. Если этот район не был бедным, то, уж точно, он не был и богатым. Отец Меривезера служил бухгалтером, мать работала в отделе образования. Родители были людьми строгими. Семейство жило в небольшом доме из светло-коричневого кирпича, со стриженным газоном и маленьким садиком – в общем, все очень походило на жилища большинства соседей. Здесь все отправляли своих детей в платные приходские школы (тех немногих, кто этого не делал, подвергали остракизму за невозможность платить даже эти небольшие деньги). Меривезер, одетый в светло-синюю рубашку с черным галстуком, ходил в частную начальную школу Св. Иоанна Баптиста де ла Салля⁴, а потом в среднюю католическую школу Менделя⁵, где его учили священники-августинцы. Дисциплина там была суровой. Мальчиков били линейкой перед классом. Получив образование в параноидально-джойсовском духе, Меривезер привык к постоянной и всесторонней упорядоченности. Как вспоминает один из его приятелей, сын парикмахера, «мы боялись сделать что-нибудь не так или лодырничать, потому что монахи могут за это проклясть на

⁴ Св. Иоанн Баптист де ла Салль (1651–1719) – основатель конгрегации Братья христианских школ. – Примеч. ред.

⁵ Грегор Иоганн Мендель (1822–1884) – австрийский священник и биолог, заложивший основы генетики. Он математически вывел законы генетики, которые называются сейчас его именем. Преподавал физику и биологию в реальном училище, хотя не имел диплома учителя, и пользовался любовью и уважением своих учеников. – Примеч. ред.

всю жизнь и ты попадешь в ад». Что касается их мирского предназначения, то говорилось (причем лишь наполовину в шутку), что у молодых парней из Роузмура три пути: пойти в колледж, стать полицейским или отправиться в тюрьму. У Меривезера не было сомнений относительно выбора, как не было сомнений на этот счет и у его сверстников.

Пользовавшийся популярностью, одаренный Меривезер, казалось, был предназначен для успеха. Он выдержал испытание на членство в Обществе национальной славы (National Honor Society), получив особенно высокие баллы по математике – предмету, совершенно необходимому для будущего трейдера, занимающегося операциями с облигациями. Возможно, его влекла математическая упорядоченность. В нем всегда преобладала сдержанность, словно ее потеря могла вызвать наказание линейкой. Хотя, как вспоминает один из детских приятелей Меривезера, с которым у того не сложились отношения, Меривезер никогда не попадал в серьезные неприятности⁶. Всегда владея своими чувствами, Меривезер душил любые безрассудные импульсы и скрывал свои порывы под благопристойной сдержанностью. Он был умен, но не гениален, симпатичен, но незаметен. На самом деле он был довольно типичным представителем своей среды и своего времени, когда выделяться из общей массы считалось нецелесообразно и даже опасно.

Меривезер, впрочем, любил азартные игры, но лишь тогда, когда шансы настолько благоприятствовали ему, что давали преимущества. Азартные игры были на самом деле той сферой, где его осторожный подход к риску можно было использовать с пользой. Он научился играть на бегах, а еще, с легкой руки игравшей в карты бабушки, – в блэк-джек. Обладая врожденным чувством цифр, он станет играть в тотализатор на бейсбольную команду «Chicago Cubs», но не прежде, чем заполучит прогноз погоды, который позволит ему знать, какие ветры будут дуть на стадионе «Wrigley Field»⁷. В 12 лет или около того он впервые попробовал инвестировать, но было бы неверным предполагать, что кому-либо – его сверстникам или ему самому – приходило в голову, что этот обыкновенный мальчик с каштановыми волосами станет одним из тех героев, которым Горацио Алджер предрек славу на Уолл-стрит. «Джон и его старший брат делали деньги на покупке акций, еще когда учились в старших классах школы, – спустя десятилетия вспоминала мать Меривезера, – советы ему давал отец». Так начиналась эта история.

Меривезер вырвался из Роузмура благодаря одной страсти – но не к инвестированию, а к гольфу. С младых ногтей он как замороженный ходил вокруг площадок для игры в гольф в парках, что было необычным времяпрепровождением для мальчишки из Роузмура, и стал выдающимся членом школьной команды, дважды выигрывал турнир по гольфу, организуемый высшей спортивной школой Chicago Suburban Catholic League. А еще он работал кэджи⁸ в гольф-клубе в пригороде Флоссмур, что было сопряжено с долгими поездками на поезде или автобусе на юг от города. Старшие служащие Флоссмура навели глянец на усердного молодого человека приятной наружности и позволили ему обслуживать самых богатых игроков, что было весьма выгодной привилегией. Один из членов гольф-клуба внес имя Меривезера в список кандидатов на стипендию Чика Эванса⁹, названную в честь жившего в начале XX века знаменитого игрока в гольф, которому пришла счастливая мысль профинансировать получение высшего образования мальчиками, подававшими клюшки. Меривезер выбрал Северо-Западный университет в расположенном на берегу холодного озера Мичи-

⁶ Интервью, взятое автором у Томаса И. Криви.

⁷ Morgenson Gretchen. The Man Behind the Curtain//The New York Times. 1998. October 2.

⁸ Кэджи – помощник игрока в гольф. Он носит за игроком сумку с клюшками, подсказывает расстояние до лунки, советует, какую клюшку взять. Словом, является правой рукой игрока. На больших турнирах кэджи даже получает 10 % выигрыша своего игрока. – Примеч. ред.

⁹ Американский игрок в гольф, не проигравший ни одного турнира с 1907 по 1962 год. Годы жизни: 1890–1973. – Примеч. ред.

ган городе Эванстоне, штат Иллинойс. Университет находился в 25 милях от Роузмура – и в другой вселенной. До этого момента жизнь Джона Меривезера была освещена двумя довольно противоречивыми истинами. Первая из них утверждала, что ощущение благополучного бытия можно получить, будучи встроенным в группу вроде сообщества соседей или членом одного церковного прихода, благодаря религиозной преданности ценностям и обрядам церкви. Порядок и привычка сами по себе были добродетелями. Но вторая усвоенная Меривезером истина утверждала, что выделяться из общей массы, пусть и незначительно, все-таки стоит, хотя среди его соседей по кварталу никто в эту игру не играл.

Закончив Северо-Западный университет, Меривезер год преподавал математику в средней школе, а затем поступил в Чикагский университет, чтобы получить степень по бизнесу. Студентом, учившимся в одной с Меривезером группе, был сын фермера по имени Джон Корзайн, впоследствии ставший соперником Меривезера на Уолл-стрит. Меривезер оплачивал обучение, работая аналитиком в CAN Financial Corporation, и закончил школу бизнеса в 1973 году. На следующий год Меривезера, превратившегося в крепко сложенного человека 27 лет от роду с бегающими глазами и круглыми щеками с ямочками, взяли на работу в Salomon. Тогда эта компания все еще была небольшой, но находилась в центре великих перемен, которые повсеместно потрясали рынки облигаций.

До середины 60-х годов XX века торговля облигациями была унылым занятием. Инвестор покупал облигации, частенько – в трастовом отделении местного банка, ради получения стабильного дохода и, до тех пор пока по облигациям не объявляли дефолт, был так или иначе доволен своим приобретением, если вообще о нем думал. Активно торговали облигациями лишь немногие инвесторы, и идея об управлении портфелем облигаций ради получения более высокого дохода, чем тот, что получает сосед, или ради того, чтобы превзойти стандартный уровень прибыли, получаемой на рынке, просто никому не приходила в голову. А вообще-то такая мысль была хороша, поскольку не существовало и соответствующего индекса таких ценных бумаг. Высшим авторитетом в области операций с облигациями был работавший в том же Salomon Сидни Хомер, получивший образование в Гарварде господин классических убеждений и вкусов, приходившийся дальним родственником художнику Уинслоу Хомеру и сыном исполнительнице партий сопрано в Метрополитен-Опера. Хомер, автор огромной книги «A History of Interest Rates: 2000 BC to the Present» («История процентных ставок: с 2000 года до н. э. по нынешний день»), был ученым и джентльменом, представителем той породы, которой вскоре предстояло исчезнуть с Уолл-стрит.

Хомер имел дело с рынками, отличавшимися (по крайней мере, от современных рынков) фиксированными соотношениями: курсы валют были стабильными, процентные ставки – регулируемы, а цена золота – фиксированной (и равнялась 35 долларам за унцию). Но эпидемия инфляции, поразившая Запад в конце 1960-х годов, уничтожила этот уютный мир раз и навсегда. По мере роста инфляции росли и процентные ставки, и те облигации с золочеными обрезками, которые были куплены во времена, когда ставка 4 % казалась привлекательной, потеряли половину своей стоимости, а то и больше. В 1971 году США отказались от регулирования цены на золото; затем арабы ввели эмбарго на поставки нефти. Если у держателей облигаций еще таилась какая-то иллюзия стабильности, то и эту иллюзию навсегда разрушило банкротство компании Penn Central Railroad, чьими основными совладельцами были компании, платившие своим акционерам высокие дивиденды. Люди, вложившие деньги в облигации, по большей части по колено увязли в убытках и больше не испытывали счастья от своего положения. Мало-помалу правительства по всему миру были вынуждены снять ограничения на процентные ставки и на валюты. Мира фиксированных соотношений больше не существовало.

Неожиданно всех потянуло на самое простое: теперь исключительно ходовым товаром стали деньги. Фьючерсные биржи изобретали новые контракты на финансовые товары

вроде казначейских обязательств и облигаций или японских йен. Повсюду появлялись новые инструменты, новые опционы, новые облигации, которыми можно (и нужно) было торговать как раз тогда, когда возникли профессиональные портфельные управляющие, желавшие торговать этими инструментами. К концу 1970-х годов компании вроде Salomon кроили облигации как хотели, делая это такими способами, о каких Хомер никогда и не мечтал: например, смешивая залоги недвижимости и затем дистиллируя их в твердые ценные бумаги, которые легко продавались.

Другой крупной переменной стало внедрение компьютеров. Еще в конце 1960-х годов всякий раз, когда трейдеры хотели установить цену какой-либо облигации, им приходилось лезть в толстую синюю книгу. В 1969 году Salomon взял на работу математика Мартина Лейбовица, который и приобрел первый компьютер для компании. Лейбовиц стал самым известным в истории математиком – или так, по крайней мере, казалось тогда, когда рынок облигаций кипел, а трейдеры Salomon, больше не имевшие времени рыться в синей книге, толпились вокруг Лейбовица, чтобы узнать цены облигаций, необходимые им незамедлительно. К началу 1970-х годов у трейдеров появились собственные примитивные ручные калькуляторы, немного ускорившие ритм работы на рынках облигаций.

Меривезер, пришедший на работу в финансовый отдел Salomon, известный под названием отдел по сделкам репо¹⁰, попал туда как раз в тот момент, когда рынком облигаций завладевала неразбериха. Некогда предсказуемый и сравнительно низкорисковый мир торговли облигациями пульсировал в такт изменениям и появляющимся новым возможностям, вожденным для молодых аналитиков с острым глазом. Меривезер, который, прибыв в Нью-Йорк, не знал там ни единой души, снял комнату в одном из спортклубов Манхэттена и вскоре обнаружил, что облигации созданы прямо-таки для него. Упомянутые ценные бумаги имели особую привлекательность для людей с математическими способностями, поскольку то, что определяло стоимость облигаций, в значительной мере легко поддавалось вычислению. В сущности, цена облигации зависела от двух факторов. Если сегодня возможен кредит под 10 %, то покупатель заплатит надбавку за облигацию, которая дает 12 %. Насколько велика эта надбавка? Это зависит от срока погашения облигации, сроков выплаты процентов по ней, представлений покупателя (если у него таковые имеются) о том, каковы будут процентные ставки в будущем, а также от всевозможных финансовых инноваций, придуманных умными инвесторами (например, может ли облигация быть выкуплена, конвертирована в акцию и т. д.).

Другим фактором является риск неисполнения обязательств по облигации. В большинстве случаев этот риск невозможно точно рассчитать, но он не слишком велик. И все же он существует. Облигации компании General Electric вполне надежны, хотя и не так надежны, как облигации Казначейства США. Приобретение облигаций Hewlett-Packard – дело, сопряженное с несколько большим риском, чем приобретение облигаций General Electric, а приобретение облигаций Amazon.com и того более рискованное занятие. Поэтому люди, инвестирующие в облигации Amazon, требуют более высоких процентов по сравнению с теми, что дают по облигациям General Electric, а по облигациям правительства Боливии – более высоких процентов, чем по облигациям правительства Франции. В основе торговли облигациями лежит вопрос о том, насколько выше должны быть проценты по тем или иным облигациям, но суть этой торговли заключается в математически рассчитанном спреде. Чем рискованнее облигация, другими словами, чем больше разница между доходностью данной облигации и

¹⁰ Термин репо происходит от английского repurchase agreement – соглашение об обратном выкупе. Репо с ценными бумагами представляет собой финансовую операцию, состоящую из двух частей. При исполнении первой части одна сторона продает другой ценные бумаги и одновременно принимает на себя обязательства по выкупу этих ценных бумаг через определенный срок по установленной цене. Этому обязательству по выкупу соответствует встречное обязательство другой стороны по обратной продаже. – Примеч. ред.

доходностью по облигациям Казначейства США, которые фактически свободны от риска, тем больше спред. Вообще говоря, со временем спред также увеличивается (хотя это не всегда так), то есть инвесторы требуют чуть более высокий процент по облигациям с двухлетним сроком погашения, чем по облигациям со сроком погашения через 30 дней, ибо в первом случае выше и неопределенность.

Эти правила входят в катехизис торговли облигациями. Они определяют общую матрицу доходности и спредов по долговым облигациям во всем мире. Правила столь же замысловаты и неизменны, как и догматы какой-нибудь мировой религии, поэтому неудивительно, что Меривезер, державший в кейсе розовые четки и карточки с молитвами, считал эти правила удовлетворительными. Стремясь к знаниям, он забрасывал своих боссов вопросами, как забрасывает профессоров вопросами студент-теолог. Почувствовав, что новый работник – из числа многообещающих, руководители Salomon доверили ему операции с облигациями государственных ведомств. Вскоре после этого город Нью-Йорк почти обанкротился, и спреды по облигациям разных ведомств увеличились. Меривезер считал, что рынок ошибся (конечно же, не каждый орган власти собирался банкротиться), и скупил все облигации, какие только мог. Спреды действительно сократились, и сделки Меривезера принесли миллионы¹¹.

Появление Группы арбитражных операций, созданной Меривезером в 1977 году, знаменовало неуловимый, но важный сдвиг в развитии Salomon. Так была создана модель, которую впоследствии, в 1990-х годах, в точности, элемент за элементом, предстояло воспроизвести и LTCM. Группа превратилась в полигон, где Меривезер привыкнет рисковать по-крупному, получая удовольствие от риска. Salomon всегда занимался операциями с облигациями, предпочитая приобретение и продажу облигаций для клиентов как сравнительно более безопасный бизнес. Но возглавляемая Меривезером Группа арбитражных операций стала главным подразделением, которое рисковало собственным капиталом компании. Поскольку поле деятельности было новым, конкурентов у Меривезера было немного, а прибыли – очень, очень высокими. Как и в бизнесе, унаследованном от Экстайна, Меривезер главным образом играл на сближении спредов – скажем, между ценой фьючерсного контракта и ценой лежащих в его основе облигаций или между ценами двух разных облигаций, – а также ставил на увеличение спредов. Люди, с которыми Меривезер заключал сделки, могли быть страховщиками, банками или спекулянтами, но это обычно не интересовало его и он ничего не хотел об этом знать. Время от времени инвесторы могли впасть в панику и вытаскивать свои деньги из сделок, что приводило к тому, что спреды еще более увеличивались, а Меривезер нес убытки, во всяком случае, временные. Но если у него были средства, позволявшие продолжать ранее взятый курс, время срабатывало на него, и он получал свое вознаграждение или же ему помогал его опыт. В конечном счете спреды всегда сближались. Это и было уроком, который Меривезер усвоил из казуса Экстайна, на этот урок он опирался через много лет, возглавляя LTCM. Но был и другой, не менее ценный вывод, тоже заложенный в бизнесе Экстайна, и Меривезер, возможно, сделал бы его, если бы к нему не пришел столь быстрый успех: хотя убыточная сделка потенциально вполне способна принести прибыль (разумеется, при условии, что с самого начала она должным образом продумана), время, когда такой момент наступит, может прийти слишком поздно, чтобы трейдер умел извлечь из этого какую-то пользу, следовательно, пока сделка «созревает», трейдеру грозит разорение.

¹¹ Ibidem.

* * *

К началу 1980-х годов Меривезер был одной из молодых и ярких звезд компании Salomon. Его застенчивость и непроницаемое лицо игрока в покер отлично сочетались с его трейдерскими талантами. Уильям Макинтош, партнер Salomon, интервьюировавший Меривезера при приеме на работу, сказал: «У Джона ум устроен как капкан. Нет ни малейших признаков, по которым можно было бы догадаться, о чем он думает». Бывший коллега Меривезера, писатель Майкл Льюис, повторяет эту характеристику в книге «Покер лжецов»¹²: «У него на лице всегда было одно и то же лишенное какого-либо значения, полунапряженное выражение – и когда он выигрывал, и когда проигрывал. Думаю, он обладал врожденной способностью держать под контролем те два чувства, которые обычно губят трейдеров, – страх и алчность, и это сообщало ему то благородство, какое только может быть свойственно человеку, страстно преследующему свою цель»¹³.

Досадно, что в книге Майкла Льюиса столь сильный акцент сделан на предполагаемом случае, когда Меривезер, как утверждается, осмелился сыграть с Гутфрандом в покер, поставив на кон 10 миллионов долларов, и не просто потому что эта история представляется апокрифом, но потому что прославляет безрассудную дерзость, которая несвойственна Меривезеру¹⁴. Наш герой являлся священнослужителем просчитанной азартной игры. Он вел себя чрезвычайно осторожно и никогда не жертвовал ничем своим. Его происхождение, семья, прошлое были настолько неведомы его коллегам, как если бы, по словам одного из них, он «провел линию на песке» и отсек все это. Меривезер был настолько замкнутым человеком, что даже когда делом LTCM пестрели заголовки прессы, некий журналист из «New York Times», попытавшись выяснить, есть ли у Меривезера братья и сестры, довольствовался тем, что привел ошибочное мнение друзей, полагавших, что Джон был единственным ребенком в семье¹⁵. Для трейдера такая скрытность – отличное качество, но это было еще не все. Меривезер, вероятно, ощущал, что ему недостает некоего преимущества, какого-то особенного качества, вроде того, что он нажил себе на связях, заведенных в средней школе, нечто такого, что выделило бы Salomon среди всех других компаний, занимавшихся торговлей облигациями.

Решение, выбранное Меривезером, отличалось обманчивой простотой. Почему бы не нанять трейдеров поумнее и поярче? Трейдеров, которые станут относиться к рынкам как к интеллектуальной дисциплине и тем самым будут непохожи на вошедших в молву, фольклорных, ненаучно мыслящих неандертальцев, торгующих по наитию? В академическом сообществе было полным-полно безмозглых математиков, которые годами публиковали невразумительные диссертации о рынках. Уолл-стрит уже начала нанимать эту публику, но только для исследовательской работы, где такие люди не могли причинить вреда. На Уолл-стрит «яйцеголовых» клеймили как «специалистов по количественному анализу биржевой конъюнктуры», неспособных к торговле – игре для настоящих мужчин. Крейг Коутс-младший, руководивший в Salomon операциями с облигациями, был типичным представителем тех, кто работал на площадках: высокий, приятный, интересный, склонный ладить с клиентами. В колледже он конечно же лодырничал, но зато был центровым в баскетболь-

¹² Майкл Льюис. Покер лжецов. М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2001. – Примеч. ред.

¹³ Lewis Michael. Liar's Poker. New York: Penguin, 1989. P. 15.

¹⁴ Lowenstein Roger. Buffett: The Making of an American Capitalist. New York: Random House, 1995. P. 371. Впоследствии М. Льюис дистанцировался от этой истории, указав лишь на то, что вызов исходил, предположительно, от Меривезера; см.: Lewis Michael. How the Eggheads Cracked//The New York Times Magazine. 1999. January 24.

¹⁵ Morgenson Gretchen. Op. cit.

ной команде и работал со страстью. Однако именно страстность и хотел устранить Меривезер. Он предпочитал холодную строгость науки, ее дисциплинированный и математический подход к рынкам.

Большинство руководителей с Уолл-стрит имели об академическом мире весьма превратные представления, но Меривезер, преподаватель математики, получивший степень МВА в Чикагском университете, чувствовал себя в академической среде вполне уютно. Это и должно было стать его преимуществом. В 1983 году Меривезер пригласил Эрика Розенфелда, добродушного выпускника Массачусетского технологического института, ставшего адъюнкт-профессором Гарвардской школы бизнеса, и спросил, не может ли он рекомендовать кого-либо из своих студентов. Сын добившегося умеренных успехов финансового управляющего из города Конкорд, штат Массачусетс, Розенфелд был помешан на компьютерах и уже к тому времени применял количественные методы при инвестировании. В Гарварде ему приходилось вести жесткую борьбу за выживание¹⁶. Лаконичный и сухой в общении, Розенфелд был замечательным умницей, но преподавателем весьма посредственным. Со стороны этот человек казался сублимированной мышью в очках и нередко становился объектом грубых студенческих выходок. По словам одного из будущих коллег Эрика Розенфелда, «студенты вытряхивали из него душу». Розенфелд, который в момент, когда его пригласил Меривезер, был занят экзаменами и, по его собственным воспоминаниям, едва-едва зарабатывал 30 тысяч долларов в год, сразу же предложил компании Salomon свою кандидатуру. Через 10 дней он был принят на работу¹⁷.

Однако Меривезер на этом не остановился. После Розенфелда он взял на работу Виктора Хагани, американца иранского происхождения, получившего степень магистра финансов в Лондонской школе экономики, Грегори Хокинса, арканзасца, который помогал руководить избирательной кампанией Билла Клинтона, когда тот добивался поста генерального прокурора штата. Затем Хокинс получил в Массачусетском технологическом институте докторскую степень по экономике финансов и стал коллегой Розенфелда по Гарварду. Вероятно, самым неразборчивым и, разумеется, самым одаренным из принятых Меривезером на работу был Лоуренс Хилибранд, получивший в Массачусетском технологическом институте сразу две степени. Хилибранда взяли на работу в исследовательский отдел Salomon. Этот отдел по традиции считался прибежищем специалистов по количественному анализу. Впрочем, Меривезер быстро перевел Хилибранда в Группу арбитражных операций, которая, конечно, стала сердцем будущей LTCM.

«Яйцеголовые» мгновенно пристрастились к Уолл-стрит. Они загрузили в свои компьютеры данные о всех прежних ценах на облигации, до которых смогли добраться, отслежили прошлые соотношения облигаций и построили модель поведения цен на облигации в будущем. А затем, когда котировки где-то каким-то образом нарушали установленные ими закономерности, компьютерные модели сообщали им об этих отклонениях.

Модели не отдавали им приказов о заключении сделок, они предлагали всего лишь контекстуальные доводы, над которыми следовало задуматься людям, и упрощали сложный, запутанный мир. Возможно, доходность по казначейским облигациям с двухлетним сроком погашения оказывалась чуть-чуть ближе к доходности по облигациям с десятилетним сроком погашения, чем это бывало обычно, или спреда по этим двум типам облигаций необычайно сближались по сравнению с аналогичными спредами по другим американским облигациям. Модели сконденсировали рынки, превратили их в целенаправленное исследование. Как сказал один из членов группы, «учитывая положение дел в мире – форму кривых доход-

¹⁶ Интервью, взятые автором у Митчелла Капора и Уильяма Салмана.

¹⁷ Siconolfi Michael, Raghavan Anita, Pacelle Mitchell. All Bets Are Off: How the Salesmanship and Brainpower Failed at Long-Term Capital//The Wall Street Journal. 1998. November 16.

ности, волатильность, процентные ставки, разве не дают финансовые рынки сигналы, которые противоречат друг другу?». Так они говорили и так они думали. Каждая котировка – сигнал; когда два сигнала вступают в противоречие, создается возможность для арбитражной сделки.

Конечно, весь эксперимент наверняка провалился бы, если бы не два счастливых для его участников обстоятельства. Во-первых, профессора были действительно умными и хваткими. Они крепко держались за сплетенную ими паутину, а возможностей было изобилие, особенно на новых рынках, вроде рынков ПФИ. Профессора называли возможности случаями неэффективности: на совершенно эффективных рынках, где все цены правильные, нечем было бы торговать. А поскольку рынки, на которых работали они, все еще развивались, цены частенько были неправильными и шансов было море. Более того, профессора принесли на свою новую работу усвоенное ими в академическом мире обязательное кредо, утверждавшее, что со временем все рынки имеют тенденцию становиться все более эффективными.

В частности, они были убеждены, что спреды между более рисковыми и менее рисковыми облигациями имеют свойство сокращаться. Таков был логический вывод из того факта, что спреды отчасти отражают неопределенность, которая присуща более рисковым активам. С течением времени, если рынки все же наращивали эффективность, более рисковые облигации должны были стать менее волатильными и, следовательно, приобретать видимость большей определенности, а потому и премии, требуемые инвесторами, должны были сокращаться. Например, в начале 1980-х годов спреды по свопам (торговля свопами – особый тип операций с ПФИ, о чем более подробно будет сказано ниже) составляли два процентных пункта. «Профессора смотрели на этот показатель и говорили: „Быть того не может; такой большой риск невозможен“», – вспоминает младший сотрудник Группы арбитражных операций. И еще они говорили: «Должен проявиться долговременный тренд к более эффективному рынку».

И спреды по свопам сократились – сначала до одного процентного пункта, а затем и до четверти процентного пункта. На Уолл-стрит все занимались этими операциями, в том числе и отдел государственных ценных бумаг Salomon, которым руководил становившийся все более осмотрительным и подозрительным Коутс. Разница заключалась в том, что возглавляемая Меривезером Группа арбитражных операций вела такую торговлю в очень больших масштабах, инвестируя огромные суммы. Если рынок шел против них, арбитражеры, особенно всегда уверенный в себе Хилибранд, просто удваивали ставку. Опираясь на свои модели, эти люди испытывали чувство большей определенности, чем другие. Они были почти неуязвимы. При наличии достаточных средств и достаточных капиталов молодые гении из академического мира полагали, что не могут ошибиться, и Меривезер, регулярно посещавший научные конференции в поисках новых талантов, начал верить в то, что гении всегда правы.

Второе счастливое обстоятельство заключалось в том, что у профессоров был защитник, который ограждал их от политических игр, шедших в компании, и давал им капитал для совершения сделок. Но Меривезер относился к эксперименту по-своему: по его мнению, он просто не мог работать, поскольку профессора были слишком уж не на своем месте. Хилибранд, сын инженера из города Черри-Хилл, штат Нью-Джерси, был академической версией Эла Гора; неловкий в общении, он на самые, казалось бы, простые вопросы давал деревянные и технические (пусть и математически точные) ответы. Однажды какой-то трейдер, не работавший в Группе арбитражных операций, попытался разговаривать Хилибранда на тему купли-продажи пары определенных ценных бумаг. Хилибранд ответил тоном наставника: «Но их оценка вопиюще ошибочна». Коллега, привыкший к жаргону, который господствует на биржевой площадке, немедленно откликнулся: «Ага, я так и думал – вопиющая ошибка!» В окружении буйных трейдеров арбитражеры были тихими интеллектуалами.

Харизмой Краскера, осторожного профессора, построившего для группы многие модели, была харизма компьютера. Ироничный Розенфелд в компании, где многие не имели высшего образования и уж тем более не заканчивали Массачусетский технологический институт, держался застенчиво и был молчалив.

Особый гений Меривезера состоял в том, что он привел эту группу на Уолл-стрит, сделав ход, позднее повторенный конкурентами Salomon. «Он ввел в корпоративный мир группу людей, которых здесь считали уродами, – заметил Джей Хиггинс, бывший тогда инвестиционным банкиром в Salomon. – Если бы не Джон, эти парни играли бы в свои вызывающие обвалы игры в лабораториях компании Bell, и это им было известно»¹⁸.

Профессора чудо как здорово сводили торговлю к плюсам и минусам, они могли бы и сэндвич с ветчиной разложить на составляющие его риски, но нормальный разговор давался им с трудом или не давался вовсе. Меривезер создал для них безопасный, самодостаточный заповедник, где они оттачивали свои навыки. Этот человек с благоговением превращал Группу арбитражных операций в особый и изолированный мир. Благодаря Меривезеру трейдеры побратались друг с другом, но не чувствовали необходимости братания с кем-либо еще.

Меривезер мог сказать: «В воскресенье мы играем в гольф», и ему не надо было прибавлять: «Хотел бы, чтобы вы там были». Трейдеры, которые никогда прежде не занимались гольфом (такие как Хилибранд и Розенфелд), быстро научились играть. У Меривезера также появилась страсть к лошадям, и он приобрел несколько породистых животных. Естественно, он брал своих трейдеров и на трек. Ежегодно он возил членов своей банды и их жен на Антигуа. Сотрудники были нужны ему не только во время торгов – они нужны были ему полностью и постоянно. Меривезер пестовал своих трейдеров, постоянно возводя вокруг группы ограду столь же прочную, какой был красный панельный забор в Роузмуре.

Совершенно в духе Меривезера было то, что он сделал азартные игры интимным элементом общей жизни группы. Арбитражеры изобретали хитроумные коллективные пари на результаты воскресных игр в гольф, делали ставки на лошадей, вместе ездили на денек в Атлантик-Сити или ставили на результаты выборов. Они заключали пари на все, что пробуждало их страсть к цифрам. Во время разговора о спорте они вели речь не об игре, а о пунктах спреда.

Меривезер любил, чтобы его трейдеры играли в «покер лжецов», делая ставки на серийные номера долларовых банкнот. Он любил испытывать своих трейдеров и полагал, что игра оттачивает их инстинкты. Если его трейдеры играли плохо, он становился грубым и грозился бросить все к чертовой матери. Все начиналось как шутка, но оказалось вполне серьезным. Трейдеры должны были играть часами, иногда делая ставки в десятки тысяч долларов. Розенфелд держал в своем столе конверт, набитый сотнями векселей. Затем, когда возникало впечатление, что некоторые векселя появлялись слишком часто, их вытаскивали из общей кучи и на компьютере создавали списки случайных чисел. Ребята из Группы арбитражеров, казалось, страдали физиологической зависимостью от азартных игр. «С людьми Джона Меривезера нельзя было пообедать, не сыграв в „покер лжецов“, для того чтобы выяснить, кто будет платить за обед», – вспоминал Джеральд Розенфелд, старший финансовый офицер Salomon. Меривезер был хорошим игроком. Не хуже был и Эрик Розенфелд (не приходившийся родственником Джеральду Розенфелду), обладавший непроницаемым лицом игрока в покер. Прямолинейный Хилибранд был чересчур буквалистом, не умел лгать и долго никогда не блефовал. Носивший усы и сверхъестественно рассудительный Хилибранд страдал почти нечеловеческой отстраненностью. Однажды, когда его спросили, удобно ли иметь жену, которая занимается закладными (именно закладными и торговал Хилибранд), он решительно ответил: «Ну, я никогда не разговариваю с женой о делах».

¹⁸ Цит. по: Muehring Kevin. John Meriwether by the Numbers//Institutional Investor. 1996. November.

Группа арбитражных операций, насчитывающая всего 12 сотрудников, демонстрировала невероятную сплоченность. Члены группы занимали два ряда столов, стоявших посередине торговой площадки Salomon, ставшей прототипом инвестиционного банка в романе Тома Вулфа «The Bonfire of the Vanities» («Костры амбиций»). Рэнди Хиллер, трейдер – специалист по закладным, счел воцарившийся в группе дух клики непереносимым и ушел. К другому дезертиру отнеслись как к предателю – Меривезер мстительно приказал, чтобы члены группы не вздумали играть с ним в гольф. Но из группы ушли очень немногие. Оставшиеся же практически поклонялись Меривезеру. Говоря о нем, они приглушали голоса, как если бы речь шла о Моисее, приведшем их в Землю обетованную. Меривезер был скуп на ответную похвалу, но давал своим людям нечто более существенное: его интерес и любопытство стимулировали профессоров, это был вызов, делавший их лучше. Наградой же становилась искренняя преданность Меривезера. Для трейдеров инициалы J.M. (Джей-Эм), превратившиеся в неизменную кличку Меривезера, имели такую силу, какую вряд ли могло иметь сочетание любых других букв.

Хотя у Меривезера был личный кабинет наверху, он обычно сидел на торговой площадке за небольшим, втиснутым между другими столом. Заключая евродолларовые сделки, он постоянно курил и наблюдал за профессорами, задавая им наводящие вопросы. Каким-то образом ему удавалось скрывать огромные амбиции за трогательной скромностью. Меривезер любил говорить, что никогда не брал на работу людей, которые не были умнее его. О себе он не рассказывал, но этого никто не замечал, поскольку его действительно интересовало то, что делали другие. Меривезер не строил модели, но понимал их язык и верил им потому, что их построили его люди. Однажды некий трейдер по имени Энди, несший убытки по операциям с закладными, попросил разрешение удвоить ставки, и Джей-Эм довольно небрежно разрешил сделать это. «Не хотите ли узнать побольше об этой сделке?» – поинтересовался Энди. Высокомерный ответ Меривезера произвел на трейдера глубокое впечатление. Джей-Эм сказал: «Моя сделка заключалась в том, что я взял тебя на работу».

В 1981 году Меривезер женился на Мими Мюррей, большой любительнице верховой езды из Калифорнии. Пара жила в скромной квартире с двумя спальнями на Йорк-авеню в Верхнем Ист-Сайде. По словам одного их коллеги, они хотели иметь детей, но остались бездетными. За исключением Мими семьей Джей-Эм был Salomon. Он не покидал свое рабочее место даже во время ланча. Собственно говоря, его рабочий график был так же упорядочен, как и модели, разработанные профессорами. В Salomon были организованы китайские обеды, и каждый божий день официант нес Меривезеру сэндвич из белого хлеба с болонской колбасой, два яблока и счет, запрятанный под серебряной крышкой. Джей-Эм съедал одно яблоко и угощал другим кого-нибудь случайно выбранного из крутившихся вокруг него людей как подарком на память. Прочие члены шайки могли заказывать китайские блюда, но если кто-то пачкал соусом его стол, нарушая таким образом особую территорию, Меривезер смотрел волком и говорил: «Ну да, конечно, мне надо убраться с этого стола и отправляться работать к себе в кабинет».

Не вписывающийся в ряд уолл-стритовских банкиров – выходцев из белых англосаксонских протестантских семей, Джей-Эм идентифицировал себя скорее с приходскими школьниками, с которыми рос, чем с богатыми директорами, в обойму которых вошел. В отличие от других финансистов «ревущих восьмидесятых», быстро становившихся модными персонажами светских хроник, Меривезер презирал внимание (он вырвал свою фотографию из ежегодного отчета Salomon) и отказывался есть любую пищу, ассоциировавшуюся с французской кухней. Будучи в Токио, он ходил в McDonald's. Всегда чужой, он создал свою группу как племя чужих, сплоченное, преданное и способное защитить подобно поки-

нугому им миру Роузмура. Члены племени носили школьные прозвища – Вик, Шейх, И-Ар и Хок¹⁹.

Хотя Джей-Эм знал рынки, на которых работал, его репутация как трейдера была преувеличена. Подлинное искусство, доступное ему, заключалось в вылепливании людей, и стиль его действий в этом направлении остался поразительно недооцененным. Когда Меривезеру доводилось обращаться к группе с речью, он был неловок, слова вырывались у него неровными, рваными периодами, и, чтобы понять смысл сказанного, приходилось додумывать услышанное²⁰. Но уверенность Меривезера в собранном им войске была написана на его лице, и такое отсутствие сомнений стимулировало дух членов группы. Сочетание необычайного для трейдеров самомнения с верой Меривезера в его служащих было мощной, но потенциально взрывоопасной смесью. Присущее членам группы суждение о собственной непогрешимости, и без того непоколебимое, насаждалось все настойчивее. Кроме того, готовность, с которой Джей-Эм финансировал операции Хилибранда и остальных капиталами Salomon, в опасной степени убеждала членов группы в том, что они всегда могут получить дополнительные средства.

Поскольку Группа арбитражных операций добивалась все больших прибылей, ее позиции неизбежным образом расширялись и крепились. Меривезер, превзойдя соперников вроде Коутса, установил контроль над всеми операциями с облигациями, в том числе с государственными обязательствами, закладными, корпоративными облигациями с высокой доходностью, евробондами и японскими гарантийными обязательствами. Это казалось логичным, поскольку позволяло команде Меривезера применять разработанные ею модели к новым и менее зрелым рынкам. Однако другие люди в Salomon начинали раздражаться. Джей-Эм отправлял кого-нибудь из своих мальчиков – Хилибранда или Виктора Хагани – в лондонский (или токийский) офис Salomon, и они заявляли: «Смотрите, какая хорошая сделка. Вам следовало вложить в нее в 10 раз больше денег». Не вдвое, а в 10 раз больше! Как будто ребята Меривезера не могли ошибиться! Хилибранду и Хагани не было и 30, а их собеседниками бывали люди вдвое старше. Потом посланцы Меривезера говорили: «Не заключайте эту сделку. В таких сделках мы разбираемся лучше, чем кто бы то ни было, так что мы ее и провернем через отдел арбитражных операций».

Хилибранд вызывал особое раздражение. Он был официален и вежлив, но доводил старых служащих компании до бешенства своей снисходительностью, приводил их в ярость своей основанной на математике уверенностью. Однажды он пытался убедить нескольких трейдеров, работавших на товарных рынках, в том, что им следовало заключать сделки по ценам на нефть, следуя модели, похожей на ту, которая описывает движение цен на облигации. Трейдеры недоверчиво слушали разглагольствования подергивающего головой Хилибранда. Внезапно он поднял руку и высокопарно произнес: «Рассмотрим следующую гипотезу...» Это выглядело так, словно Хилибранд возглашал непреложный, ниспосланный ему свыше закон и его следовало высечь на скрижалях.

У трейдеров беспокойная, хлопотливая жизнь. Им приходится день-деньской орать в телефонные трубки и кричать через весь зал, нервно кося глазом на дисплей компьютера. Группа арбитражных операций, занимавшая место прямо в центре этого управляемого крошечного ада, представляла собой, казалось, таинственную, привилегированную субкультуру. Половину рабочего времени ребята Меривезера обсуждали сделки на малопонятном, эзотерическом языке, словно все это происходило на научном семинаре, а оставшуюся часть времени они хохотали и играли в «покер лжецов». Одетые в дешевые костюмчики, держав-

¹⁹ Hawk (англ.) – ястреб. – Примеч. ред.

²⁰ Lewis Michael. How the Eggheads Cracked//The New York Times Magazine. 1999. January 24.

шиеся в манере людей, предающихся праздности, они, казалось, могли выбирать самые лучшие сделки, тогда как всем прочим приходилось работать в лихорадочном темпе.

Эта группа вела себя так, как будто была сугубо конфиденциальной, ее члены приняли в качестве защитной окраски врожденную скрытность Джей-Эм. Все трейдеры имели рекомендации действовать по собственному усмотрению, но отказ профессоров делиться какой-либо информацией с коллегами по работе питал чувство обиды, которую чувствовали Коутс и другие люди из Salomon. Мало того что Группа арбитражных операций перехватывала ценные сделки, появлявшиеся на главной площадке торговли облигациями, в ней еще был создан собственный, внутренний исследовательский отдел, тогда как остальным служащим Salomon строго-настрого запрещалось узнавать о сделках группы. Однажды конкурирующая с Salomon компания Prudential-Bache преуспела в том, чтобы переманить к себе трейдера, занимавшегося в Salomon операциями с залоговыми. «Как вы думаете, что понадобилось этому малому прежде всего? – посмеиваясь, вспоминал человек, бывший в то время управляющим Prudential-Bache. – Аналитика? Более мощный компьютер или более совершенное программное обеспечение? Нет. Он хотел, чтобы на шкаф для хранения информации повесили замок. Это желание отражало их образ мыслей!» Сплоченная преданностью Меривезеру, Группа арбитражных операций культивировала и воспитала тот дух клановой замкнутости и противостояния всем, который впоследствии опасно отдалит LTCM от других компаний Уолл-стрит. У Хилибранда замкнутость превратилась в болезненную страсть, и он даже отказал Salomon Brothers в возможности сфотографировать его²¹.

* * *

В то время как другие подразделения Salomon время от времени спотыкались, Группа арбитражных операций наращивала устойчивость. Хилибранд добивался, чтобы компания ликвидировала свою деятельность в качестве инвестиционного банка, которая, как он полагал (и не без оснований), влечет слишком много надбавок к ценам на акции, но не может принести значимых процентов. Затем Хилибранд заявил, что Группа арбитражных операций не должна делать отчисления на кафетерий компании, поскольку члены группы в этот кафетерий не ходят. В твердом соответствии со своими правами, либертарианскими принципами Хилибранд сетовал на то, что его «оседлали» торговцы-монополисты, словно каждый трейдер и каждый служащий компании должен был договариваться о своих обедах в индивидуальном порядке. Правда заключалась в том, что Хилибранд и сотоварищи по Группе арбитражных операций не слишком-то уважали своих более старших коллег, работавших в других отделах компании. «Это было похоже на капсулу внутри космического корабля, – говорил о подчиненных Меривезера Хиггинс. – Они дышали совершенно не тем воздухом, которым дышали другие».

Хилибранд и Розенфелд постоянно выжимали из Джей-Эм деньги. Они считали действовавшую в Salomon уравнительную схему распределения средств на жалование между всеми подразделениями социалистической. По их мнению, поскольку Группа арбитражных операций обеспечивала получение наибольшей прибыли, ее члены (и только они одни) должны пожинать все плоды.

В 1987 году Рональд Перельман, энергично скупавший акции с целью приобретения контрольного пакета, сделал враждебное предложение на покупку Salomon. Гутфрãнд опасался (и достаточно обоснованно), что, если Перельман осуществит задуманное, репутация Salomon как банка, которому можно доверять, полетит к черту (действительно, корпоративные клиенты Salomon вполне могли обнаружить себя в списке целей Перельмана).

²¹ Frantz Douglas, Truell Peter. Long-Term Capital: A Case of Markets over Minds//The New York Times. 1998. October 11.

Гутфранд отразил атаку Перельмана, продав контрольный пакет акций компании явно дружественному инвестору, миллиардеру Уоррену Баффетту. Хилибранд, привыкший все вывешивать математикой, впал в буйное негодование по поводу сделки, считая ее невыгодной для Salomon. Двадцатисемилетний вундеркинд, хотя и был совершенно честен по отношению к самому себе, не мог понять, что такой нематериальный актив, как этический имидж Salomon, тоже стоит денег. Хилибранд немедленно полетел в Омаху, чтобы убедить Баффетта, ставшего членом совета директоров Salomon, продать только что приобретенный пакет акций. Баффетт, разумеется, отказался.

Джей-Эм пытался обуздать своих нетерпеливых «младотурок» и привить им лояльность к большой компании. Когда протесты трейдеров усилились, Джей-Эм пригласил Хилибранда и Розенфелда пообедать с Уильямом Макинтошем, одним из старших партнеров компании, который готов был выслушать их версию происходящего в Salomon. Либеральный демократ в ирландско-католической традиции, Джей-Эм обладал более развитым чувством общего благополучия компании и ценил благодать, смягчавшую некоторые аспекты его ремесла, где царили жестокие нравы. Он дистанцировался от эпизодически раздававшихся воплей своих подчиненных, требовавших, чтобы Группа арбитражных операций отделилась от Salomon. Он говорил им: «Я испытываю преданность к людям, которые работают в компании. А вы, как бы то ни было, становитесь жадными. Поглядите на людей из Гарлема». Меривезер настаивал на оздоровлении Salomon, но одновременно проявлял заботу и о других подразделениях компании. Когда возникала необходимость, он, подумав, говорил финансовому директору: «У нас крупная сделка. Мы можем потерять кучу денег. Я просто хочу, чтобы вы знали об этом». Во время обвала 1987 года Группа арбитражных операций за один день потеряла 120 миллионов долларов²². Другие люди в Salomon не были вполне уверены в том, что знают, чем занимается группа и каков объем заемных средств, которыми она распоряжается, но они инстинктивно доверяли Меривезеру. Даже работавшим в Salomon соперникам Меривезера нравился этот человек. Но затем все стало рушиться.

* * *

В 1989 году, под нажимом своих молодых трейдеров, попросту хотевших настоять на своем, Меривезер убедил Гутфренда принять формулу, согласно которой его арбитражерам должны были выплачивать фиксированную долю полученной группой прибыли в размере 15 %. После того как Хилибранд пригрозил уйти из компании, эта тайная договоренность вступила в силу²³. Показательно, что Джей-Эм не включил себя в соглашение и сказал Гутфренду, чтобы тот платил ему столько, сколько считает справедливым. Затем у Группы арбитражных операций случился исключительно удачный год, и Хилибранд, получивший самый большой кусок, принес домой ошеломляющие 23 миллиона. Хотя Хилибранд скромненько продолжал добираться до работы поездом и водить «лексус», вести о его заработках спровоцировали открытое проявление давно кипевших негативных чувств, усугубленное тем обстоятельством, что ни в одном другом отделе Salomon для оплаты служащих не использовали ту же формулу, по какой платили Группе арбитражных операций. По замечанию Чарли Мангера, партнера Баффетта и одного из директоров Salomon, «в компании произошло резкое обострение гипертериоза, и люди обезумели».

²² Lewis Michael. Op. cit.

²³ Smith Randall, Siconolfi Michael. Roaring '90s? Here Comes Salomon's \$23 Million Man//The Wall Street Journal. 1991. January 7; Mayer Martin. Nightmare on Wall Street: Salomon Brothers and the Corruption of the Marketplace. New York: Simon & Schuster, 1993. P. 36.

Особенно разъярен был 31-летний трейдер по имени Пол Мозер. Когда-то Мозер работал в Группе арбитражных операций, но за пару лет до описываемого скандала его вынудили покинуть выгодную нишу и сделали управляющим отделом государственных ценных бумаг. У гибкого, крепкого Мозера были близко посаженные глаза и эксцентричные манеры поведения. В 1991-м, через год после бури, вызванной заработком Хилибранда, Мозер явился к Меривезеру и сделал поразительное признание: он подал ложное предложение на покупку облигаций Казначейства США, для того чтобы выиграть неразрешенную долю государственных облигаций, выставленных на торги.

Ошеломленный Меривезер спросил: «Что-нибудь еще?» Мозер ответил, что иных прегрешений за ним нет.

Меривезер довел дело до сведения Джона Гутфранда. Они оба, а также два других генеральных директора компании согласились, что проступок серьезный, но по каким-то причинам так и не приняли никаких карательных мер. Мозер разочаровал и обеспокоил Меривезера, однако его лояльность к Мозеру сохранилась. Трудно вообразить, чтобы замкнутый, преданный Джей-Эм поступил иначе. Он защищал Мозера как однажды оступившегося, но трудолюбивого работника и оставил его на прежней должности. Это было ошибкой – не этической, но ошибкой суждения, обусловленной тем уникальным кодексом верности, которому следовал Джей-Эм. По сути дела, Мозер был трейдером, работавшим на волатильности. Движимый более задетым самолюбием, нежели реалистичными надеждами на получение прибыли, Мозер неоднократно и безрассудно нарушал правила, ставя под угрозу репутацию своего начальника Меривезера и всей компании. Надобно сказать, что преступление Мозера, несмотря на всю его нелепость, могло запросто обернуться против его руководителей. Вполне естественно, что Меривезер, ставший к тому времени руководителем всех операций с облигациями, проводимых Salomon, и не думал выяснять, не лжет ли кто-либо из его трейдеров Казначейству США. Но мягкость, с которой Джей-Эм отнесся к случившемуся, неизмерима. Несколько месяцев спустя, в августе, компания обнаружила, что само признание Мозера, сделанное Меривезеру, было ложью и лишь прикрывало множество других нарушений, совершенных им. На этот раз Salomon сообщил о случившемся, и люди из Казначейства и Федеральной резервной системы пришли в ярость. Скандал вызвал шум, никак не пропорциональный вызвавшим скандал правонарушениям²⁴. Их тяжесть и масштаб не имели значения: никто не обманывал Казначейство США и не мог делать этого. Гутфранд, один из львов Уолл-стрит, был вынужден уйти в отставку.

Новым, впрочем, временным главным управляющим компании Salomon стал прилетевший из Омахи Баффетт. Первым делом он спросил измученных, находившихся на грани нервного срыва директоров Salomon, можно ли спасти Джей-Эм. Конечно, Меривезер был главным делателем денег в компании и его знали как человека безупречной этики. Трейдеры горячо защищали своего начальника, указывая на то, что Джей-Эм незамедлительно сообщил о нарушениях руководителям. Но давление на всех замешанных в скандал нарастало. Макинтош, партнер, который когда-то и привел Меривезера в Salomon, поднялся в располагавшийся на 42-м этаже кабинет Меривезера и сказал, что тому следует уволиться ради блага компании. И не успела Группа арбитражных операций оценить ситуацию, как ее шеф подал в отставку. Это было как гром среди ясного неба. Меривезер чувствовал, что провалился в какой-то сюрреалистический мир. Более того, он страдал от того, что его имя трепали в заголовках. «Я – довольно застенчивый, погруженный в себя человек», – сказал он позднее «Business Week»²⁵. Полная правда была еще более горькой: Джей-Эм отодвинули и даже косвенным образом возложили на него вину, несмотря на то что, по его собствен-

²⁴ Подробности см.: Lowenstein Roger. Op. cit. P. 374–385.

²⁵ Spiro Leah Nathans. Dream Team//Business Week. 1994. August 29.

ному мнению, он не совершил ничего дурного. Эта доля всеобщего внимания сделала Меривезера еще более замкнутым, о чем впоследствии пришлось сожалеть LTCM. Тем временем в Группе арбитражных операций начался крестовый поход за воскрешение Джей-Эм. Хилибранд и Розенфелд хранили неприкосновенность кабинета Меривезера, где оставались его клюшка для гольфа, стол и компьютер. Все было так, словно хозяин кабинета отбыл в продолжительный отпуск. Деррик Моэн, новый генеральный директор, сделал логически верный вывод о том, что до тех пор, пока сохраняется сие святилище, Джей-Эм жив и как его личный потенциальный конкурент. Разумеется, годом позже, когда Меривезер разрешил все юридические проблемы, возникшие у него в связи с делом Мозера, Хилибранд и Розенфелд, которые стали к тому времени, соответственно, руководителями Группы арбитражных операций и отдела государственных ценных бумаг, начали лоббировать возвращение Джей-Эм в качестве второго главного управляющего компании²⁶.

Бюрократ Моэн был слишком умен, чтобы пойти на такое, и попытался преобразовать Salomon в мировой банк полного профиля, где Группа арбитражных операций была бы всего лишь одним из отделов. Хилибранд, решительно воспротивившийся этому курсу, в отсутствие Джей-Эм все настойчивее самоутверждался. Он хотел, чтобы Salomon уволила своих инвестиционных банкиров и сконцентрировала ресурсы вокруг Группы арбитражных операций. Тем временем он совершил почти катастрофическую сделку с закладными и понес убытки в размере 400 миллионов. Большинство трейдеров, окажись они в таком положении, на время вышли бы из игры, но Хилибранда случившееся только раззадорило: он хладнокровно предложил Salomon удвоить инвестиции в сделку! Поскольку Хилибранд так искренне веровал в свои операции, он мог попытаться сделать то, что не осмелились бы сделать другие трейдеры. И он заявил: рынок похож на хорошенькую женщину, которая сегодня не в форме, но в конце концов все придет в норму и наладится. Говорят, он лишь однажды понес невосполнимые убытки, и это свидетельствует о том, что он не был игроком. Но его непреодолимая уверенность в своей правоте настоятельно требовала обуздания, иначе она грозила перерасти в полное безрассудство. Для обуздания необходим был чей-то авторитет.

Удвоение инвестиций было чрезмерно категоричным условием, но руководство позволило Хилибранду довести сделку до конца так, как он планировал. В конечном счете сделка оказалась прибыльной, но эта история напомнила управляющим Salomon о том, что, в то время как Хилибранд критикует различные отделы как ненужный балласт, Группа арбитражных операций считает для себя возможным требовать у компании капиталы всякий раз, когда терпит неудачу. Исполнительные директора никогда не могли прийти к согласию относительно того, насколько велик капитал, связанный в сделках, совершаемых группой, и насколько велик риск, сопряженный с ее деятельностью. Это были вопросы, о которых догматично мысливший Хилибранд часами читал им лекции. Короче говоря, сколько денег могла потерять Группа арбитражных операций, если красotka так и не придет в форму? Ни Баффетт, ни Мангер никогда не чувствовали себя достаточно уютно, слушая математические выкладки Хилибранда²⁷. Баффетт согласился вернуть Джей-Эм, однако не для того, чтобы, как хотел Хилибранд, полностью вернуть ему компанию.

Конечно, Меривезер не мог довольствоваться таким ограниченным, условным возвращением. Скандальное дело Мозера положило конец всем надеждам на то, что Джей-Эм когда-нибудь займет место у кормила Salomon, но то же самое дело послужило завязкой еще большей драмы. Джей-Эм, которому уже исполнилось 45, с волосами, по-мальчишески,

²⁶ Комиссия по биржам и ценным бумагам предъявила гражданский иск, в котором обвинила Меривезера в неспособности должным образом контролировать действия Мозера. Не признавая, но и не отрицая своей вины, Меривезер урегулировал дело, согласившись в течение трех месяцев не заниматься торговлей ценными бумагами и заплатив штраф 50 тысяч долларов.

²⁷ Интервью, взятое автором у Чарли Мангера.

волной падавшими на непроницаемые глаза, прервал переговоры с Salomon. Он разрабатывал планы создания нового, независимого арбитражного фонда – возможно, хедж-фонда – и намеревался найти для своего нового детища сотрудников из числа членов Группы арбитражных операций, некогда с такой любовью им созданной.

Глава 2 Хедж-фонд

*Сэр, я люблю пари, но с подстраховкой.
Генри Филдинг. 1736²⁸*

*Пророчествуйте сколько угодно, но всегда подстраховывайтесь.
Оливер Уэнделл Холмс. 1861²⁹*

В начале 1990-х годов, когда Меривезер начал приходить в себя, наступил «золотой век» инвестирования. Больше американцев, чем когда-либо прежде, владели инвестиционными вкладами и биржевые котировки поднимались до умопомрачительных высот. Перейдя барьеры, которые некогда считались немыслимыми, рыночные индексы продолжали подниматься. Постоянно бились прежние рекорды и ставились новые. Инвесторы испытывали головокружение, но были далеки от самодовольства и благодушия. Да, это был «золотой век», но спокойным временем его не назовешь. Каждую свободную минуту американцы тревожно всматривались в люминесцентные мониторы, отражавшие последние движения рынка. Биржевые дисплеи стояли повсюду – в гимнастических залах, аэропортах, в некоторых барах. Не обходилось и без пророчеств ученых мужей, постоянно предсказывавших коррекцию или крах рынка. И хотя эти прогнозы всегда оказывались ложными, их трудно было игнорировать. Инвесторы были жадными, но не забывали об осторожности. Люди, которые стали богаче, чем могли вообразить себе в самых необузданных мечтах, нуждались в возможностях для реинвестирования, но никто из них не понес бы чрезмерных убытков, если бы фондовый рынок в конце концов рухнул.

Вокруг было множество богатых людей. В немалой степени благодаря буму на фондовом рынке не менее шести миллионов человек во всем мире считали себя долларовыми миллионерами, обладая в совокупности активами на сумму 17 триллионов долларов³⁰. По крайней мере, для этих шести миллионов счастливцев инвестирование в хедж-фонды имело особую привлекательность.

В законодательстве о ценных бумагах не найти такого понятия, как хедж-фонд. На практике этот термин относится к компании с ограниченной ответственностью. Такие фонды существовали с 1920-х годов, но их было немного. Бенджамин Грэм, известный как отец стоимостного инвестирования, управлял компанией, которая была, возможно, первым хедж-фондом. В отличие от своих более многочисленных родственников, инвестиционных фондов открытого типа, хедж-фонды действуют в тени Уолл-стрит и представляют собой частные и в значительной степени нерегулируемые пулы для богатых. Им не надо регистрироваться в Комиссии по ценным бумагам и биржам. Впрочем, некоторые из них должны в ограниченных масштабах отчитываться другому вашингтонскому ведомству – Комиссии по срочной биржевой торговле (CFTC). В большинстве хедж-фонды хранят в тайне содержимое своих инвестиционных портфелей. Объем заимствований хедж-фондов определяется или по их собственному усмотрению, или щедростью их банкиров – что часто одно и то же. В отличие от фондов открытого типа, хедж-фонды могут наполнять свои портфели, нимало

²⁸ Филдинг цит. по: Oxford English Dictionary. 2nd ed. Vol. 7. Oxford: Clarendon Press, 1989. P. 94; Холмс цит. по: Ibid. P. 96, где дается ссылка на: Pages fr. Old Vol. Life, Bread & Newsp. 1891. P. 12.

²⁹ Edwards Franklin R. Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management//Journal of Economic Perspectives. 13. 1999.

³⁰ 2 (Spring). P. 193.

не заботясь о разнообразии их насыщения. Хедж-фонды, по сути дела, вольны собирать образцы экзотических видов инвестиционной «флоры», отдавая предпочтение некоторым из них или всем сразу. Таким образом, в их «гербариях» встречаются опционы, ПФИ, или дериваты, ценные бумаги без покрытия при крайне высоком уровне заимствований и многое другое.

Значительная свобода, которой пользуются хедж-фонды, имеет изнанку: эти фонды бывают доступны только узкому кругу избранных инвесторов и напоминают клубы для немногих. Закон допускает две схемы учреждения фонда: в одном случае общее число инвесторов (частных лиц или компаний) ограничено 81 человеком, причем каждый из них должен располагать не менее чем миллионом долларов; в другом случае число инвесторов может достигать 500, но при этом предполагается, что каждый обладает портфелем по меньшей мере в пять миллионов долларов. Законодатель исходил из соображения, что если фонд открыт только для узкого круга миллионеров и коммерческих предприятий, то таким агентствам, как Комиссия по ценным бумагам и биржам, не стоит утруждать себя проверками. Предполагается, что миллионеры отдадут себе отчет в своих действиях, а если это не так, то их убытки – это их проблема, и ничья более, кроме них самих.

Вплоть до недавнего времени управляющие хедж-фондов были совершенно неизвестны. Однако в 1980–1990-е годы некоторые крупные дельцы приобрели недобрую славу. Особенно это относится к финансовому спекулянту Джорджу Соросу, бывшему когда-то эмигрантом. В 1992 году принадлежавший Соросу фонд Quantum приобрел известность, после того как «уронил» Банк Англии и заставил его девальвировать фунт стерлингов (собственные запасы фунтов Quantum безжалостно распродал в короткий срок). Удачная операция принесла более миллиарда долларов прибыли. Несколькими годами позже Соросу была поставлена в вину – возможно, несправедливо – стремительная девальвация валют ряда государств Юго-Восточной Азии. Благодаря Джорджу Соросу и нескольким другим респектабельным менеджерам (таким как Джулиан Робертсон и Майкл Стейнхардт), управляющие хедж-фондов получили репутацию дерзких пиратов, способных вызвать переполох на рынках. Стейнхардт хвастался, что он и его собраты охраняют последние бастионы капиталистических рубежей³¹. У широкой публики сложился образ бесстрашного головореза, идущего на риск, получающего неслыханные барыши или терпящего ужасающие убытки. В 1998 году словарь Вебстера («Webster College Dictionary»), характеризуя хедж-фонды, указывал на использование ими «спекулятивных методов, связанных с большим риском».

Вопреки сложившейся репутации «лихих разбойников», большинство хедж-фондов на самом деле скорее смирные и ручные, да в этом и состоит их истинное призвание. Термин «хедж-фонд» – разговорное выражение, происходящее от оборота *to hedge one's bets* – «страховать чье-то пари», то есть ограничить возможность потерь с помощью заключения противоположного пари. Первоначально слово *hedge* означало общую садовую изгородь. Как образ границы или барьера оно было использовано Шекспиром («*England hedg'd in with the maine*»³² – «земли Англии ограждены»). Никому не приходило в голову применять этот термин к инвестиционным фондам, пока в 1949 году Альфред Уинслоу Джонс, которого заслуженно можно считать предшественником Меривезера, не учредил свою компанию³³. Хотя такого рода компании существовали уже давно, Джонс (уроженец Австралии и один из авторов журнала «Fortune») стал первым, кто управлял сбалансированным или хеджированным портфелем. Опасаясь, что его акции могут упасть в результате общего обруше-

³¹ Weiss Gary. *Fall Guys?*//Business Week. 1994. April 25.

³² King John. 1595. 2.1.26. Цит по.: O.E.D. Vol. 7. P. 96.

³³ Edwards Franklin R. Op. cit. P. 189–190; Caldwell Ted. Introduction: *The Model for Superior Performance//Hedge Funds: Investment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor*. Ed. Jess Lederman and Robert A. Klein. New York: Irwin Professional Publishing, 1995. P. 5–10.

ния рынка, Джонс решил нейтрализовать непредсказуемый рыночный фактор с помощью хеджирования, то есть приобретая и продавая опционы и фьючерсы одновременно. Подобно большинству инвесторов, он покупал акции, представлявшиеся ему дешевыми, но так же быстро избавлялся от тех, которые, по его мнению, чрезмерно выросли в цене. По крайней мере в теории портфель Джонса был «нейтральным по отношению к рынку». Любое событие, заставляющее цены на рынке падать или расти (война, импичмент, перемена погоды), должно было просто поднимать одну половину портфеля Джонса и опускать другую. Предполагалось, что его чистый доход зависит только от его способности отбирать относительно лучшее и относительно худшее.

Эта консервативная стратегия – меньше получать, но и меньше терять – была создана как будто специально для нервных и взвинченных инвесторов 1990-х годов. Большинству современных хедж-фондов чужда отвага Сороса. В заслугу себе они ставили – наравне с доходами – стабильность и рассчитывали со временем получить ощутимые доходы, но при этом не желали постоянно следить за оживленным (и меняющимся) рынком, а также учитывать любое несущественное отклонение цен. В идеале они должны были получить столько же или чуть больше, чем давал совокупный усредненный капитал, вложенный в акции, и при этом удержать свое и в том случае, когда средние инвесторы несут убытки.

В то самое время, когда американцы сравнивали инвестиционные доходы, делая это с той же одержимостью, какая некогда обуяла их при росте цен на жилье, хедж-фонды – хотя публика с трудом понимала, что это такое, – казалось, владели магическим средством и нашли путь к богатству в обход, по-видимому, обычных опасностей. За барбекю только и говорили, что об инвестиционных фондах, но открытые фонды – это ах, как банально! Для людей с достатком, отдыхающих летом в Хэмптонсе и украшающих свои дома полотнами Энди Уорхола, для покровителей искусств и участников благотворительных обедов инвестиции в хеджевые фонды означали приобретение определенного статуса, приобщение к кругу самых предприимчивых и толковых людей Уолл-стрит. Теперь, когда весь мир говорил об инвестициях, не было ничего более волнующего, чем возможность где-нибудь на корте сдержанно упомянуть имя молодого, образованного менеджера хедж-фонда, который благоразумно, проницательно и успешно управляет твоими капиталами. Хедж-фонды стали символом высшей степени богатства; символом самого лучшего. Парадоксально, но исключительно большие комиссионные, взимаемые менеджерами хедж-фондов, только усиливали их привлекательность – в самом деле, можно ли процветать, получать столь вызывающие комиссионные и не быть исключительно талантливым? А ведь менеджеры хедж-фондов не только забирали в свой карман львиную долю доходов инвесторов, они еще алчно требовали себе же известный процент активов.

В силу этих причин количество хедж-фондов в США стремительно увеличилось. В 1968-м Комиссия по ценным бумагам и биржам, начав свой мониторинг, обнаружила только 215 хедж-фондов³⁴. В 1990-х годах их было уже около 3000 (точное число никому не известно), включая компании, придерживающиеся самых разных инвестиционных стилей и привлекающих самые разнообразные активы. Большинство из них были небольшими; возможно, все их активы в совокупности равнялись 300 миллиардам долларов. Для сравнения скажем, что совокупный капитал открытых инвестиционных фондов составлял 3,2 триллиона³⁵. Тем не менее аппетиты инвесторов все росли. Они искали альтернативу «простым процентным займам», им хотелось найти нечто, являющееся одновременно и смелым, и безопасным. Им была нужна компания, придерживающаяся не крайне рискованного стиля

³⁴ Caldwell Ted. Op. cit.

³⁵ Отчет рабочей группы при Президенте США по финансовым рынкам: Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management. Report of the President's Working Group on Financial Markets. 1999. April. P. 1.

ведения бизнеса, а точно справляющаяся со своими обязательствами; не вызывающе дерзкая, но чрезвычайно проникательная. Это и был в точности тот хедж-фонд, который намеревался создать Меривезер.

Вслед за Альфредом Джонсом Меривезер предполагал, что его Long-Term Capital Management сосредоточит внимание на операциях, предполагающих игру на «относительной стоимости» облигаций. Таким образом, LT должна покупать одни облигации, продавать другие и заключать пари на то, что спред между ценами пары облигаций увеличится или сократится. Если процентные ставки в Италии существенно выше, чем в Германии, и, соответственно, итальянские облигации дешевле немецких, то трейдер, который инвестирует в итальянские облигации, избавляется от немецких и получает прибыль в том случае, если разница сокращается. Это относительно нерисковая стратегия. Поскольку обычно цены на облигации растут и снижаются синхронно, стоимостные выражения спредов между ними изменяются в цене столь же значительно, как котировки самих облигаций. Подобно фонду Джонса, LT теоретически была неуязвимой, что бы ни происходило на рынках и даже если на рынках наступит крах.

Однако отличие все же существовало: Меривезер планировал, что с самого начала работы соотношение между собственным и заемным капиталами в средствах, которыми будет оперировать LT, составит пропорцию 1:20, 1:30 или даже большую. Это была неотъемлемая часть стратегии LT, поскольку разница между текущей ценой тех облигаций, которые фонд собирался приобрести, и тех, которые он собирался продать, зачастую была ничтожно мала. Чтобы получить приличный доход на этих очень тонких спредах, LT должна была многократно умножить сумму, поставленную на кон, с помощью займов. Остроумие этой стратегии понятно любому, кому приходилось бывать на детской игровой площадке. Подобно тому как качели позволяют ребенку поднять тяжесть, намного превышающую его собственный вес, финансовый рычаг, леверидж, умножает вашу мощь (то есть увеличивает потенциал вашей выгоды), поскольку дает возможность получить прибыль как на заемный капитал, так и на ваши собственные средства. При этом многократно возрастает, разумеется, и ваша способность оказаться в проигрыше. Если бы по каким-то причинам стратегия LT потерпела неудачу, ее потери оказались бы несравненно масштабнее и нарастали стремительнее; они могли даже стать смертельно опасными – впрочем, такое развитие событий тогда казалось очень маловероятным.

* * *

В начале 1993 года Меривезер позвонил Дэниелу Талли, председателю компании Merrill Lynch. Все еще обеспокоенный своей репутацией, запятнанной делом Мозера, Джей-Эм сразу же спросил: «Ну что, меня пора сдавать в утиль?» Талли ответил, что нет, и познакомил Меривезера с сотрудниками Merrill Lynch, специализирующимися на мобилизации капитала для хеджевых фондов, и вскоре после этого компания Merrill взяла на себя обязательство по мобилизации для Long Term.

Намерения Джей-Эм были головокружительно амбициозны. Он хотел ни много ни мало как воссоздать Группу арбитражных операций, с присущим ей глобальным охватом и способностью привлекать огромные средства, но без такой поддержки, как миллиарды Salomon, без ее кредитных линий, ее информационной инфраструктуры и семи тысяч служащих. Много сделав для Salomon, он был озлоблен тем, что его вынудили уйти при смутных, дискредитирующих обстоятельствах, и страстно хотел восстановить свою репутацию – возможно, изобретя что-то получше прежней компании.

Да, Меривезер намеревался собрать колоссальную сумму – 2,5 миллиарда долларов. (Типичный фонд стартовал, располагая в среднем 1 % от этой суммы.) Действительно, все,

связанное с ЛТ, было амбициозным. Комиссионные предполагались значительно выше среднего уровня. Джей-Эм и его коллеги собирались загребать 25 % доходов – и это в дополнение к ежегодному сбору в размере 2 % стоимости активов. (Большинство фондов получали всего 20 % доходов и 1 % стоимости активов.) Такие комиссионные, полагал Джей-Эм, были нужны, чтобы компания могла вести операции в глобальном масштабе, однако на самом деле эти аппетиты лишь указывали, насколько далеко простирались устремления создателя фонда.

Более того, фонд настаивал, чтобы инвесторы вкладывали средства по крайней мере на три года – почти неслыханный случай замораживания капитала хеджевыми фондами. Это замораживание не было необоснованным: если бы отличающийся непостоянством рынок повел себя враждебно по отношению к фонду, ЛТ располагала бы своего рода подушкой безопасности в виде долгосрочного капитала. Новый фонд желал быть банком, который мог сказать вкладчикам: «Приходите завтра». Помимо прочего, введение такого правила означало, что ЛТ просит инвесторов об огромном доверии, особенно потому, что Джей-Эм не мог предъявить инвесторам формальную историю былых успехов. Как раз в это время стало известно то анекдотическое обстоятельство, что Группа арбитражных операций, бывшая источником большей части недавних доходов Salomon, не огласила собственные прибыли. Даже те инвесторы, которые могли подозревать, что именно заработала Группа арбитражных операций, не имели понятия, что она это сделала. Механизм процесса, его, так сказать, «болты и гайки»: модели, спреды, экзотические ПФИ – все это было слишком туманно. Более того, с момента, как Комиссия по ценным бумагам и биржам применила санкции в отношении фигурантов дела Мозера, перспектива заниматься инвестициями совместно с Меривезером вызывала у многих бизнесменов большие сомнения.

Когда компания Merrill Lynch начала разрабатывать стратегию привлечения денег, старая команда Джей-Эм стала стремительно покидать Salomon. Эрик Розенфелд ушел из Salomon в начале 1993 года. За ним последовал Виктор Хагани, иранский сефард. Хагани удостоился оваации, объявив о своем уходе в торговом зале Salomon. В июле из Salomon ушел Грег Хокинс. Хотя Меривезеру недоставало еще Хилибранда (тот колебался, до поры уступая отчаянным просьбам Salomon, умолявшей его остаться), ядро команды высококлассных трейдеров, вместе с которыми Меривезер вынашивал свои амбициозные планы, было собрано. Джей-Эм все еще питал особые чувства к своим бывшим коллегам и сделал трогательный жест, предложив место почетного председателя Гутфрэнду, поверженному шефу Salomon, на том условии, что он прекратит свою ожесточенную борьбу с Salomon за невыплаченные гонорары. Хотя усилия Гутфрэнда оставались незамеченными, он сыграл ключевую роль в успехе Группы арбитражных операций, выполняя роль тормоза, который блокировал периодически возникавшее у трейдеров стремление переходить пределы разумного. Но Гутфрэнд не стал играть эту роль в новом проекте Меривезера, и теперь Джей-Эм предстояло самому обуздывать своих учеников.

В любом случае создатель ЛТ нуждался в более эффективном и эффектном магическом средстве, чем то, что могли дать ему Гутфрэнд или его собственные талантливые, но малоизвестные и «нераскрученные» специалисты по арбитражным операциям. Меривезеру было необходимо неоспоримое, решающее преимущество, способное оправдать его дерзкие планы в глазах инвесторов. Он должен был заново сформировать свою группу и представить ее не просто как хорошую команду торговцев облигациями, но подать дело так, чтобы стало ясно: речь идет о значительном и величественном предприятии в мире финансов. В этой ситуации (если только он хотел собрать 2,5 миллиарда долларов) нельзя было привлекать в качестве консультанта какого-нибудь неизвестного профессора. Подходящую кандидатуру Меривезер обнаружил на олимпе академической науки. Преподававший в Гарварде Роберт Мертон был ведущим ученым в области финансов, многие из коллег считали его гением.

Он подготовил несколько поколений трейдеров Уолл-стрит, включая и Эрика Розенфелда. В 1980-х годах Розенфелд убедил Мертона стать консультантом Salomon, поэтому ученого уже связывали добрые отношения с Группой арбитражных операций. Более существенным было то, что имя Мертона тотчас открывало двери не только в Америке, но и в Европе и в Азии.

Мертон был сыном видного социолога из Колумбийского университета. Роберт Мертон-старший изучал социальное поведение ученых. Вскоре после рождения сына Мертон-отец сформулировал идею «автоматически сбывающегося пророчества» (self-fulfilling prophecy). Иллюстрировать это явление, по его мнению, мог массовый «набег» на банк вкладчиков, движимых страхом перед дефолтом, – эту картину вполне допустимо считать предсказанием судьбы Мертона-сына³⁶. Молодой Мертон (он вырос в Хастингсон-Хадсон, пригороде Нью-Йорка) обнаружил склонность применять системный подход ко всему, за что бы ни брался. Страстный поклонник бейсбола и автомобилей, он начал со старательного заучивания средних показателей игроков, а затем технических характеристик практически каждого американского автомобиля³⁷. Позже, в период увлечения игрой в покер, он будет тарашиться на лампочку, чтобы подать своим ученикам сигнал о продолжении игры и рассеять внимание тех, против кого он играл. Как будто соревнуясь с учеными – объектом наблюдения его отца, он уже был тем, о ком будущий автор скажет: он «во всем вокруг себя искал порядок»³⁸.

Когда Мертон был еще студентом Калифорнийского технологического института, в нем проявился интерес к инвестированию. Он часто приходил в местную брокерскую контору к 6.30 утра, когда открывались рынки Нью-Йорка, чтобы несколько часов поиграть на бирже и наблюдать за рынком. По счастью, Мертон перевелся в Массачусетский технологический институт, чтобы заняться экономическими исследованиями. В конце 1960-х годов экономисты только начинали превращать финансы в математическую дисциплину. Мертон, работавший под крылом прославленного Пола Сэмюэлсона, открыл ни много ни мало новую научную область. Прежде экономисты конструировали модели, описывавшие, как в любой определенный момент времени выглядит рынок (или как он должен выглядеть согласно теории). Мертон сделал поистине ньютоновский шаг вперед, моделируя цены в ряду бесконечно малых моментов. Он назвал это финансированием в режиме непрерывного времени. Много позднее Стэн Джонас, специалист по ПФИ, работавший во французской компании Societe Generale, заметит: «Практически все остальное в области финансов было лишь примечанием к тому, что в 1970-х годах сделал Мертон». Голубые листки его лекций, размноженные на ризографе, стали драгоценной реликвией.

В начале 1970-х Мертон занялся проблемой, которая была частично решена двумя другими экономистами, Фишером Блэком и Майроном Скоулсом³⁹, – выводением формулы определения корректной цены фондовых опционов. Мертон понял, в чем заключается глубинная связь между опционом и относящимися к нему ценными бумагами. С помощью изящной математической завитушки ему удалось собрать этот пазл до конца. Решив задачу, он не спешил публиковать свои результаты и ждал, пока его собратья-конкуренты опубликуют свои собственные, что было весьма предупредительно по отношению к соперникам. Поэтому модель получила известность под именами Блэка и Скоулса. Отсутствие для опционов действующего рынка в то время могло беспокоить очень немногих людей. Однако обстоятельства сложились так, что за месяц до опубликования формулы Чикагская опционная

³⁶ Merton Robert C. The Self-Fulfilling Prophecy//Antioch Review. 8. 1948. № 2 (June). P. 194–195.

³⁷ Merton Robert C. Unpublished autobiography. 1998. May (Мертон Роберт. Автобиография. 1998. Май. Не опубликовано).

³⁸ Morgenson Gretchen, Weinstein Michael M. Teachings of Two Nobelists Also Proved Their Undoing//The New York Times. 1998. November 14.

³⁹ Современная транслитерация фамилии Scholes, ранее читавшейся как Шоулс или Шолс. – Примеч. ред.

биржа начала составлять листинг торгуемых опционов на акции. Вскоре компания Texas Instruments поместила следующее объявление в «The Wall Street Journal»: «Теперь вы можете найти значение Блэка-Скоулса, используя... наш калькулятор»⁴⁰. Бесспорно, это стало началом революции ПФИ. Никогда прежде профессора не оказывали такого влияния на Уолл-стрит.

В 1980-х годах Меривезер и многие другие трейдеры привыкли оперировать этими новоизобретенными инструментами совершенно так же, как другие оперировали акциями и облигациями. В отличие от собственно ценных бумаг, ПФИ были просто контрактами, стоимость которых была производной (отсюда их название) от котировок акций, облигаций и иных активов. К примеру, стоимость фондового опциона, то есть права на приобретение акции по определенной цене и в определенный момент, изменялась вслед за изменением цены соответствующей акции.

Мертон ухватился за возможность сотрудничать с ЛТ, поскольку это представлялось ему шансом продемонстрировать эффективность его теории на практике. Как он недавно доказывал, использование ПФИ размывало грани между инвестиционными фирмами, банками и другими финансовыми учреждениями. В мире дериватов не было четких границ; в этом мире, открытию которого способствовал Мертон, каждый мог взять на себя риск предоставления денежного займа или предоставления акций, просто составив соответствующий контракт. Важна была функция, а не форма. И это уже признали применительно к закладным: некогда ссуды под залог недвижимости предоставляли исключительно местные банки; теперь же в закладные бумаги, объединенные в общий пул, вкладывали деньги многочисленных инвесторов разного калибра, покупавшие крошечные частицы ценных бумаг, обеспеченных залогом.

В самом деле, Мертон рассматривал ЛТ не как хедж-фонд – над этим словообразованием он и его партнеры посмеивались, – а как финансового посредника, который создан по последнему слову финансовой науки и поставляет капитал на рынки совершенно так же, как это делает банк. Банк, являющийся, так сказать, краеугольным камнем финансовой схемы, получает деньги вкладчиков и ссужает их местным представителям и фирмам. Банк сочетает свои активы – то есть деньги, которые он выдал в форме займов, – со своими пассивами, стремясь заработать на небольшой разнице и взимая со своих заемщиков несколько больший процент, чем тот, что он платит своим вкладчикам. Аналогичным образом ЛТ должна «брать займы», продавая одну группу акций, и «давать займы», приобретая другую группу акций – предпочтительно, пользующуюся относительно меньшим спросом и, соответственно, дающую относительно более высокий процент дохода. Таким образом, фонд будет зарабатывать разницу (спред) в точности так же, как это делает любой банк. Хотя это описание является в высшей степени упрощенным, ЛТ, вкладывая в более рискованные (и стало быть, более доходные) акции, должна была участвовать в обеспечении ликвидности рынка. А что делает банк, как не обеспечивает ликвидность? Благодаря Мертону новоиспеченный хедж-фонд с самого начала стал относиться к себе с почтением.

К несчастью, Мертон, слишком серьезно настроенный и вдобавок слишком занятый преподаванием в Гарварде, был не особенно полезен для рекламы и продажи долей фонда. Но летом 1993 года Джей-Эм привлек Майрона Скоулса – еще одну «звезду» из академического сообщества. Скоулс, хотя и считался более легковесной фигурой в академической среде, на Уолл-стрит пользовался большей известностью благодаря своей формуле. Он также работал в Salomon, соответственно, был не менее тесно связан с группой Меривезера.

⁴⁰ Bernstein Peter L. *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*. New York: John Wiley & Sons, 1996. P. 310–316. [Бернстайн П. Против богов. Укрощение риска. М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2000.] См. также описание модели Блэка – Скоулса, сделанное Бернстайном в кн.: Bernstein Peter L. *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street*. New York: Free Press, 1992. P. 207–216.

Можно сказать, что, после того как ЛТ привлекла этих двух светочей финансовой науки, каждый из которых входил в узкий круг претендентов на Нобелевскую премию, ей удалось собрать в одну команду и Майкла Джордана, и Мухамеда Али. «Это были волшебники своего дела, маги, достигшие высшего уровня», – говорил кто-то из финансовых менеджеров, в конце концов сделавших инвестиции в фонд.

Осенью 1993 года Merrill Lynch организовала безумное турне с целью привлечения инвесторов. Клиентов с толстыми кошельками свозили на лимузинах в штаб-квартиру Merrill, на Нижний Манхэттен, где эти господа, посмотрев презентацию фонда, были приведены к присяге о неразглашении тайны и затем возвращены к своим лимузинам. Потом Merrill и разные группы партнеров – учредителей фонда провели роуд-шоу, делая остановки в Бостоне, Филадельфии, Таллахаси, Атланте, Чикаго, Сент-Луисе, Цинциннати, Мэдисоне, Канзас-Сити, Далласе, Денвере, Лос-Анджелесе, Амстердаме, Лондоне, Мадриде, Париже, Брюсселе, Цюрихе, Риме, Сан-Паулу, Буэнос-Айресе, Токио, Гонконге, Абу-Даби и в Саудовской Аравии. Минимальный взнос одного инвестора ЛТ установила в размере 10 миллионов долларов.

Роуд-шоу началось неудачно. Джей-Эм был похож на государственного мужа, опасющегося каким-нибудь неудачным словом выдать секреты группы. «Все хотели слышать Джей-Эм, но он молчал», – заметил сотрудник Merrill Дейл Мейер. Выступления не слишком котирующегося у аудитории Розенфелда вводили некоторых инвесторов почти в коматозное состояние. Грег Хокинс, бывший ученик Мертона, был хуже всех – он сыпал греческими буквами, обозначающими алгебраические символы. Партнеры не умели увлечь слушателей, а те воспринимали их как профессоров математики, которых невозможно понять простым смертным. Даже название фонда было лишено привлекательности и пришлось по душе только серьезному Мертону. У инвесторов было немало причин отвергнуть предложение. Многих оттолкнуло нежелание Джей-Эм обсуждать стратегию инвестиций. Некоторых напугала перспектива значительного использования заемных средств, о чем Джей-Эм постарался сообщить слушателям. Такие организации, как Фонд Рокфеллера или Loews Corporation, отказались платить столь значительные взносы. Исходные, эзотерические послышки, на основе которых предполагалось строить ЛТ, казались непроверенными, особенно специалистам, консультирующим фирмы и принимающим решения, куда вложить предназначенные для инвестиций деньги.

Однако Меривезер не оставлял попыток поднять престиж ЛТ, поэтому он прибыл в Омаху на банкет с участием Баффетта. Было известно, если Баффетт станет во что-то инвестировать, остальные непременно присоединятся. Жизнерадостный миллиардер держался в своем обычном духе – дружески, ободряюще, но решительно отказывался подписать чек.

Получив отказ богатейших инвесторов страны, Джей-Эм обратился к Джону Корзайну, который долго завидовал союзу Меривезера с Salomon и пытался построить конкурирующую компанию под крылом Goldman Sachs. Корзайн увлекся проектом превратить Goldman в крупного инвестора или же включить новый фонд Меривезера в состав империи Goldman Sachs. В итоге не было сделано ни того, ни другого. К детищу Меривезера присматривался и Union Bank of Switzerland, но и из этого тоже ничего не вышло. Неудача с крупными банками стала новым ударом. Несмотря на внешнюю бодрость, Джей-Эм был расстроен тем, что исключен из системы Salomon. Ему был в высшей степени необходим какой-то институциональный якорь.

Пытаясь извлечь выгоду из отчаянного положения, Джей-Эм настойчиво предлагал нескольким иностранным банкам стать квазипартнерами ЛТ. Такое мнимое партнерство придало бы фонду международный блеск. Каждый партнер – Джей-Эм окрестил их «стратегические инвесторы» – должен был инвестировать по 100 миллионов и предоставить закрытую информацию о своих местных рынках. По крайней мере в теории ЛТ следовало ответить

на это взаимной откровенностью. План принадлежал исключительно Меривезеру, который льстил потенциальным инвесторам, именуя их «стратегическими». Мертону понравилась такая идея; казалось, она способна подтвердить его теорию о том, что старинные институциональные отношения можно преодолеть. Эта инициатива открыла второй этап истории фонда, отличавшийся тем, что Джей-Эм и Merrill работали независимо по двум направлениям: Меривезер «ухаживал» за иностранными банками, в то время как Merrill работала над привлечением клиентов в создаваемый фонд.

Merrill раскручивала фонд, изобретя остроумную систему каналов снабжения, которые позволили ЛТ привлекать инвестиции в любой мыслимой валюте на территории любого признанного государства. Один канал снабжения был предназначен для рядовых инвесторов из США, другой – для не облагаемых налогами пенсий, третий – для японцев, желавших, чтобы их доходы были хеджированы в йенах; еще один – для европейских компаний, инвестировавших только в зарегистрированные на бирже акции (этот канал получил фальшивую регистрацию на Ирландской фондовой бирже).

Вышеупомянутые каналы снабжения не хранили денег; они были бумажными трубопроводами, доставлявшими деньги к центральному фонду, известному как Long-Term Capital Portfolio (ЛТСР). Эта компания была зарегистрирована на Каймановых островах. Практически ЛТСР и являлся фондом: это было учреждение, покупающее и продающее облигации и владеющее активами. Машиной, управлявшей фондом, была одноименная компания, зарегистрированная в штате Делавэр и принадлежавшая Джей-Эм, его партнерам и некоторым из их жен. Хотя столь усложненная структура и могла кое-кого отпугнуть, она была привлекательна для партнеров-учредителей, рассматривающих свою способность структурировать сложные операции как одно из преимуществ перед другими трейдерами. Конечно, физически партнеры были крайне далеки от Каймановых островов и Делавэра, а находились в офисах Гринвича, штат Коннектикут, и в Лондоне.

Едва начав свою деятельность на рынке, партнеры добились успеха. Они были в офисе вместе со своим юристом Томасом Беллом, компаньоном Simpson Thacher & Bartlett, когда Розенфелд вскочил в возбуждении и воскликнул: «Смотрите! Видите, что сделал Salomon?» И бросил на стол листок бумаги – отчет Salomon о доходах. Банк решил в итоге обнародовать доходы, полученные от Группы арбитражных операций, так что ЛТ могла теперь сослаться на документацию своих бывших партнеров за прошлые годы. Для того, кто умеет читать между строк, было ясно, что именно группе Джей-Эм Salomon обязан большей частью своих прежних доходов – более 500 миллионов в год в течение пяти последних лет сотрудничества. Однако этого было недостаточно, чтобы убедить инвесторов. И несмотря на просьбы Merrill, партнеры продолжали упорно держать язык за зубами, когда речь шла об их стратегии. ЛТ отказалась даже представить потенциальным инвесторам примеры своих операций с ценными бумагами, так что инвесторы имели слабое представление о намерениях партнеров-учредителей. И наконец, широкая публика не вполне понимала арбитражные операции с облигациями.

Эдсон Митчелл, беспрестанно куривший администратор из Merrill, курировал сбор средств для фонда и не надеялся на то, что Джей-Эм будет с ним откровенен, – это было столь же невозможно, как если бы Джей-Эм забыл, что Митчелл занимается сбором денег. Даже в частных беседах с Митчеллом Джей-Эм не раскрыл названия ни одного из банков, которые обзванивал. Каждую деталь Меривезер считал государственной тайной. Коль скоро клиент был так хорошо защищен, Митчелл не мог продать фонд даже своим собственным боссам. Хотя Митчелл предполагал, что компания Merrill становится стратегическим партнером ЛТ, Дэвид Комански, курировавший в Merrill рынок капитала, осторожно отрицал это предположение. Он согласился, чтобы Merrill инвестировала около 15 миллионов, но отказался вложить большую сумму.

Во время роуд-шоу группа, в состав которой входили Скоулс, Хокинс и кое-кто из Merrill, совершила утомительную поездку в Индианаполис. Их целью была крупная страховая компания Conseco. На место они прибыли очень усталыми. Скоулс начал говорить о том, как LT будет зарабатывать кучу денег даже на относительно эффективных рынках. Внезапно Эндрю Чоу, нахальный 30-летний малый, торговавший ПФИ, выпалил: «Тут не слишком много возможностей. Вам не удастся таким способом делать деньги на рынке казначейских обязательств». Казалось, что Чоу, имевший всего лишь степень магистра финансов, вовсе не испытывал благоговейного трепета перед прославленным создателем формулы Блэка – Скоулса. Сидевший в кожаном кресле Скоулс подался вперед и гневно воскликнул: «Удастся! Удастся, потому что есть такие дураки, как ты!»⁴¹ Сотрудники Conseco были вне себя, и встреча прошла неудачно. Представители Merrill настаивали, чтобы Скоулс извинился. Находя это требование забавным, Скоулс от души смеялся над ним.

Не будет преувеличением утверждение, что Скоулс был лучшим коммивояжером LT. Инвесторы слышали о нем, двое из них даже учились у него. Скоулс был от природы хорошим рассказчиком, темпераментным, но замкнутым на себя. Говоря о фонде, он использовал свежие, оригинальные метафоры. Он объяснял, что LT будет зарабатывать небольшую разницу на каждой из тысяч операций, а это все равно что «всасывать пылесосом пятицентовые монетки», то есть совершать действие, незаметное постороннему взгляду. Непосвященному будет непонятно, откуда взялся доход – не иначе как свалился с небес. Что ж, некоторое шоуменство было не лишним. Даже когда речь заходила о деталях, касавшихся великих и ужасных тайн фонда, Скоулс мог грациозно провальсировать сквозь математические формулы, вызывая восхищение слушателей, будто они были легковверными студентами. «Они использовали Майрона, чтобы заморочить слушателям голову», – говорил Максвелл Баблиц, глава инвестиционного отдела Conseco.

Сын дантиста из Онтарио, Скоулс был весьма необычным ученым. Человек с жесткой предпринимательской хваткой, он сам и его брат бросались в различные рискованные коммерческие предприятия, такие как издательское дело или торговля атласной материей⁴². В 1962 году, после завершения занятий в колледже, неугомонный Скоулс устроился летом на работу в Чикагский университет программистом, несмотря на то что не знал о компьютерах почти ничего. Преподаватели бизнес-школ тогда только осознали мощь компьютера и поощряли научные занятия, основанные на операциях с базами данных, в частности исследования цен фондового рынка. Компьютерная работа Скоулса была столь неоценима, что профессора настаивали на том, чтобы он остался и занялся изучением рынка⁴³.

Так уж случилось, что Скоулс попал в тот самый котел, где замешивалась закваска неоконсерватизма. Такие ученые, как Юджин Ф.Фама и Мертон Миллер, именно в это время разрабатывали идею, которой предстояло занять центральное место в современной финансовой науке, а именно гипотезу эффективности рынка. Предпосылкой этой гипотезы является то, что цены акций всегда правильны, поэтому никто не может делать предсказания относительно будущего направления рынка, которое, в свою очередь, всегда случайно. Для того чтобы цены были правильными, люди, определяющие их, должны быть, с одной стороны, рациональными существами, а с другой – хорошо информированными. Гипотеза, в сущности, предполагает, что каждому операционному залу и каждой брокерской фирме по всему миру – или, по крайней мере, достаточному для определения цен их числу – была гарантирована возможность спокойного движения. В совокупности эти люди представляют собой,

⁴¹ Интервью, взятое автором у Максвелла Баблица.

⁴² Интервью, взятое автором у Юджина Фамы; см. также: Bernstein Peter L. Capital Ideas... P. 212.

⁴³ Shahin Mike. The Making of a Nobel Prize Winner: Myron Samuel Scholes Never Felt the Need to Be Conventional//Ottawa Citizen. 1997. October 25; Bernstein Peter L. Capital Ideas... P. 212.

так сказать, коллективного Ларри Хилибранда, который никогда не платит больше, никогда не платит меньше, чем того заслуживает та или иная ценная бумага. По словам Виктора Нидерхоффера, занимавшегося вместе со Скоулсом научными исследованиями в Чикаго и впоследствии разрушившего собственную инвестиционную компанию, Скоулс принадлежал к «мафии сторонников теории случайных событий», был одним из последователей этой теории и упрямо отвергал всякое предположение, будто рынок может дать сбой. Смуглый и разговорчивый, Скоулс однажды прочитал лекцию агенту по недвижимости, который убеждал его приобрести собственность в Гайд-парке, рядом с университетом, и утверждал, что цены на дома в окрестности предположительно будут расти на 12 % в год. Если бы это было так, тут же парировал Скоулс, люди купили бы все дома сейчас. Несмотря на свое кредо, Скоулс никогда не был полностью уверен, что он лично не сможет обыграть рынок. В конце 1960-х он вложил свои заработки в акции и вынужден был брать деньги на жизнь займами. Когда цены на рынке резко упали, он умолял своего банкира об отсрочке, чтобы не продавать акции с большим убытком. В конце концов рынок снова пришел в норму, и не в последний раз партнер LT узнал важность и ценность дружественного банкира⁴⁴.

Если Мертон – теоретик до мозга костей, Скоулс неоднократно удостоивался бурных похвал за способность изобретать остроумные способы проверки теорий. Он был столь же щедр на аргументы, насколько Мертон скрытен. Выступая, Скоулс лихорадочно генерировал поток блестящих идей; хотя этот поток редко походил на дневной свет, он, бесспорно, не был лишен настоящих творческих озарений. Своим практическим складом характера Скоулс оказал весомую помощь Salomon, когда та создала филиал, торгующий ПФИ. Кроме того, Скоулс был ведущим экспертом по налоговым правилам как в США, так и за океаном. Сфера налогов была для него безграничным полем для интеллектуальной игры. Как он изволил однажды высокомерно заметить, «нет такого человека, который действительно платит налоги»⁴⁵. Скоулс не мог поверить в то, что на свете существуют люди, отказавшиеся рискнуть ради того, чтобы уклониться от уплаты налогов. Возможно, причина этого заключалась в том, что такие люди не вписывались в представление чикагской школы о человеческих существах как об экономических роботах. В LT Скоулс стал инициатором остроумного плана, позволявшего партнерам откладывать снижение подоходной части налогов (своих) на срок до 10 лет, чтобы отодвинуть уплату всех налогов. Он обрушивал на адвокатов подробности, но партнеры были склонны прощать ему эти горячие излияния, зачарованные энергией и жизнерадостностью Скоулса. Он постоянно обновлял, переделывал себя, осваивал новые виды спорта, такие как лыжи или гольф. В гольф (этим увлечением он обязан Мери-везеру) Скоулс играл со страстью.

Имея на борту Скоулса, маркетинговая кампания постепенно расправляла паруса. Фонд соблазнял потенциальных инвесторов, заставляя их испытывать танталовы муки; клиентам говорили, что ежегодные выплаты порядка 30 % (после того как партнеры-учредители возьмут свои комиссионные) вполне реальны. Более того, хотя партнеры-учредители и заявляли недвусмысленно о неизбежности определенного риска, они подчеркивали, что собираются прибегнуть к диверсификации. Инвесторы полагали: поскольку инвестиционный портфель будет распределен по всему миру, их яйца будут безопасно разложены по разным корзинам. Ведь ни один отдельно взятый рынок не мог обрушить фонд.

Партнеры упорно преследовали избранных инвесторов, часто приглашая потенциальных клиентов в свою давнюю штаб-квартиру на Стимбоут-Роуд, в Гринвиче, на побережье. Некоторые инвесторы встречались с ними по семь или восемь раз. Сам вид партнеров – небрежные хаки и рубашки для гольфа – располагал к доверию. Дело в том, что эти

⁴⁴ Shahin Mike. Op. cit.

⁴⁵ Интервью, взятое автором у Уильяма Шарпа.

парни заработали кучу денег в Salomon, и инвесторов воодушевляла надежда, что им удастся повторить этот успех. Ощущая такой интеллектуальный блеск, инвесторы, хотя и слабо понимали, как именно работает команда Меривезера, постепенно забыли, что, по сути, оказали огромное доверие вслепую. «Это было созвездие людей, которые знали, как делать деньги», – заметил Раймонд Баэр, швейцарский банкир (и будущий инвестор). К концу 1993 года стали стекаться обязательства о выделении средств, хотя фонд не был даже открыт и вообще внесен в каталог. Настроение партнеров еще более улучшилось, когда Хилибранд окончательно сбежал из Salomon и присоединился к ним. Мертон и Скоулс могли добавить блеска новому предприятию, но Хилибранд должен был заставить петь кассовый аппарат.

Джей-Эм предложил стать партнерами двум давним приятелям по гольфу – Ричарду Лихи, занимавшему крупный пост в Salomon, и Джеймсу Макенти, своему близкому другу, основателю компании, занимающейся торговлей облигациями. По складу ни тот, ни другой не походили на несимпатичных (и ограниченных) трейдеров LT. Предполагалось, что учтивый и покладистый бизнесмен Лихи будет вести дела с банкирами Уолл-стрит. Нельзя сказать, чтобы упрямые трейдеры хорошо справились с этой задачей. В чем заключалась роль Макенти, было загадкой. Продав свой бизнес, он жил на широкую ногу, летал домой в Хэмптонс на вертолете, для путешествий на Гренадины пользовался реактивным самолетом. Эти привычки принесли ему прозвище Шейх. Макенти совсем не походил на «яйцеголовых» интеллектуалов из Группы арбитражных операций; уроженец Бронкса, он был традиционалистом, вел бизнес, руководствуясь инстинктом. Но Меривезеру нравилось иметь рядом таких друзей; добродушно подшучивая над ними, он расслаблялся и даже становился общительным. Не случайно, что Лихи и Макенти были американцами ирландского происхождения – только в этом кругу Джей-Эм всегда чувствовал себя как дома. Кроме того, всех троих объединяло совместное владение еще одним «активом», особенно близким сердцу Джей-Эм, – удаленным, превосходно ухоженным полем для гольфа, расположенным на юго-западном берегу Ирландии и именующимся Уотервилл (клуб Waterville).

В начале 1994 года Джей-Эм заполучил человека, имя которого внушало запредельное изумление: Дэвид Маллинс, вице-президент Федеральной резервной системы. В иерархии ФРС Маллинс занимал второе место после председателя Алана Гринспена. Некогда он тоже был студентом Мертона в Массачусетском технологическом институте; затем преподавал в Гарварде, где дружил с Розенфелдом. Как представитель центральной банковской системы, он обеспечил LT ни с чем не сравнимый доступ к международным банкам. Более того, он играл ключевую роль в деле Мозера, где представлял ФРС. Сотрудничество Маллинса с LT означало, что Меривезер получил от Вашингтона индульгенцию на незапятнанную репутацию.

Маллинс, подобно Меривезеру занимавшийся инвестициями еще в юные годы, был сыном президента Арканзасского университета. Его лекции в Гарварде пользовались неслыханной популярностью. По иронии судьбы, он начал карьеру в правительстве как эксперт по финансовым кризисам. Предполагалось, что он предупредит о катастрофе LT в случае нового обвала рынка. После обрушения фондового рынка в 1987 году Маллинс помог написать превосходный отчет Белого дома, в котором существенная вина за крах была возложена на новый рынок ПФИ, ставший эпицентром лавинообразной продажи ценных бумаг. Затем Маллинс перешел в Казначейство, где участвовал в составлении проекта закона об оказании финансовой помощи обанкротившимся ссудо-сберегательным учреждениям страны. Будучи сотрудником регулирующего органа, он отчетливо сознавал, что рынки – эти далекие от совершенства машины установления цен – периодически заходят в опасную зону. «Наша финансовая система шагает слишком широко, в ней слишком много творчества. Она устроена так, что ситуации, чреватые катастрофой, неизбежно будут повторяться с определенной периодичностью», – отмечал Маллинс за год до своего перехода в LT. Проявляя удивитель-

ную проницательность по отношению к будущему фонда (большую, чем он сам мог вообразить), Маллинс доказывал, что одна из важных задач ФРС – спасение частных компаний, которым угрожают «проблемы ликвидности»⁴⁶.

Ироничный и вкрадчивый интеллектуал, Маллинс одевался как банкир; его считали потенциальным преемником Гринспена. Когда Маллинс перешел в ЛТ, Николас Брейди, его бывший босс по Казначейству, недоумевал, какие дела могут быть у Маллинса с «этими парнями». Инвесторов же успокоил приход близкого им по духу человека, чье видение рынка было схоже с их собственным. В самом деле, заполучив представителя центральной банковской системы страны, ЛТ обрела беспрецедентный для частного фонда доступ к запасам денег, имевшихся у окологосударственных организаций всего мира. Вскоре ЛТ получила обязательства о переводе средств от гонконгского министерства земельных ресурсов и развития, правления Singapore Investment Corporation, Bank of Taiwan, Bank of Bangkok и управляемого государством пенсионного фонда Кувейта. Редкостной удачей для ЛТ стало совращение отдела валютных операций Центрального банка Италии на вложение 100 миллионов долларов. Некоторые учреждения принципиально не вкладывают деньги в хедж-фонды. Но Пьерантонио Чьямпикали, курировавший инвестиции в этом ведомстве, рассматривал ЛТ не как хедж-фонд, а как элитную инвестиционную организацию «с солидной репутацией»⁴⁷.

Частным инвесторам новый фонд также внушал трепет. Недаром фонд мог похвастаться лучшими финансовым умами и представителем центральной банковской системы, который, похоже, должен предугадать решения Гринспена в непрекращающейся игре, принявшей на Уолл-стрит характер мании. Список поддавшихся чарам ЛТ был внушительным. В Японии ЛТ подписала контракт с Sumitomo Bank на 100 миллионов долларов. В Европе удалось «загнать в капкан» гигантский немецкий Dresdner Bank, Liechtenstein Global Trust и Bank Julius Baer, частный швейцарский банк, устроивший презентацию фонда для своих клиентов-миллионеров, готовых вложить от 30 до 100 миллионов. Republic New York Corporation – не любящая себя афишировать организация, которой управлял международный банкир Эдмонд Сафра, – также испытала гипнотическое воздействие верительных грамот ЛТ и была увлечена возможностью добиться крупного успеха в бизнесе благодаря фонду, куда инвестировала 65 миллионов долларов⁴⁸. Кроме того, ЛТ поймала в ловушку Banco Garantia – крупнейший инвестиционный банк Бразилии.

В США ЛТ получила деньги у пестрой группы склонных к риску знаменитостей и компаний. Майкл Овитц, голливудский агент, стал инвестором; так же поступил Фил Найт, главный исполнительный директор фирмы Nike, гигантской компании, выпускающей спортивное оборудование и принадлежности. Их примеру последовали партнеры элитарной консалтинговой компании McKinsey & Company и администратор Нью-Йоркской нефтяной компании Роберт Белфер. Джеймс Кейн, главный управляющий Bear Stearns, вообразил, будто ЛТ сделает такие большие деньги, что комиссионные, которые получит его компания, не будут иметь никакого значения. Как и других, Кейна «убаюкало» стремление Джей-Эм и его компаньонов инвестировать 146 миллионов своих «кровных» долларов. (Розенфелд и другие партнеры вложили в дело также деньги своих детей.) Уговорить академическое сообщество, хорошо знающее имена блестящих профессоров, было нетрудно. Университеты Сент-Джонса и Ейшива вложили по 10 миллионов; Университет Питтсбурга допустили в число инвесторов за половину этой суммы. В Шейкер Хейтс (Огайо) компания Paragon Advisors вложила в ЛТ средства своих богатых клиентов. Теренс Салливан, прези-

⁴⁶ Bacon Kenneth H. Fed Says Clinton Bank-Regulation Plan Would Limit Its Ability to Handle Crises//The Wall Street Journal. 1993. December 3.

⁴⁷ Blitz James. Bank of Italy Put \$250m into LTCM//Financial Times. 1998. October 2.

⁴⁸ Интервью, взятое автором у Уолтера Вейнера.

дент Paragon, читал труды Мертона и Скоулса, когда получал докторскую степень по бизнесу; по его мнению, операция была чревата небольшим риском⁴⁹.

Из корпораций компания PaineWebber инвестировала 100 миллионов долларов, полагая, что сможет нажиться на идеях ЛТ. Дональд Маррон, ее председатель, добавил 10 миллионов долларов личных средств. В числе других были пенсионный фонд корпорации Black & Decker, Continental Insurance штата Нью-Йорк (впоследствии приобретенная компанией Loews) и Presidential Life Corporation.

ЛТ начала работать в конце февраля 1994 года. Меривезер, Розенфелд, Хокинс и Лихи отпраздновали это событие приобретением партии прекрасного бургундского вина, которого должно было хватить на многие годы. В дополнение к 11 партнерам-основателям у фонда было около 30 трейдеров и клерков и рабочие станции с наращиваемой архитектурой процессоров (SPARC) стоимостью 10 миллионов, мощные компьютеры компании Sun Microsystems, высоко ценимые трейдерами и инженерами. Блицбросок по сбору средств для фонда дал 1,25 миллиарда – слишком малую сумму по меркам Джей-Эм, но до сих пор остающуюся беспрецедентно огромной для стартового капитала компании⁵⁰.

⁴⁹ Интервью, взятое автором у Теренса Салливана; Siconolfi Michael, Raghavan Anita, Pacelle Mitchell. All Bets Are Off: How the Salesmanship and Brainpower Failed at Long-Term Capital//The Wall Street Journal. 1998. November 16.

⁵⁰ Truell Peter. An Alchemist Who Turned Gold into Lead//The New York Times. 1998. September 25.

Глава 3 На гребне волны

*В сущности, они (то есть LTCM) – лучшее финансовое учреждение в мире.
«Institutional Investor»⁵¹*

Боги улыбались LTCM. Мобилизовав капитал в самый лучший для этого момент, фонд пустил деньги в оборот тогда, когда над Уолл-стрит стали сгущаться тучи. Инвесторов всегда привлекает спокойная гладь воды, но, парадоксальным образом, самые богатые возможности открываются на рынках во время происходящих там возмущений. Когда цены недвижимы, торговля – унылое занятие. Но колебания цен походят на закипание маленьких водоворотов и борьбу течений, отражающихся на поверхности реки, прежде бывшей сонно-спокойной. Вожде ленную для инвесторов безопасность уносит одним из таких течений, возникших в верховьях реки. Котировки двух облигаций, которые раньше устойчиво шли дружной парочкой, теперь начинают вести себя независимо друг от друга, и некогда предсказуемые спреды утрачивают прежнюю синхронность. Неожиданно инвесторы чувствуют, что их куда-то несет. Люди слабые или терзаемые ощущением неуверенности ударяются в панику или сбрасывают свои бумаги. Если достаточно большое число людей поступит таким образом, может возникнуть опасная тенденция, способная исказить весь рынок. Но это и та самая точка перелома, когда для тех немногих, кто держится за свои капиталы и руководствуется своим разумом, открывается путеводная звезда.

В 1994 году Меривезер завершал мобилизацию капитала для новой компании, а Гринспен начал проявлять беспокойство по поводу того, что экономика США, возможно, испытывает перегрев. Маллинс, который уходил со своей должности в Федеральной резервной системе и готовился нырнуть в LTCM, предупредил шефа Федерального резерва о необходимости ужесточить условия предоставления кредитов⁵². В феврале процентные ставки достигли минимального уровня и инвесторы действительно почувствовали всю сладость своего бытия. Тогда-то Гринспен и ошеломил Уолл-стрит, подняв процентные ставки по краткосрочным кредитам. Это было первым повышением ставок за пять лет. Пользовавшийся авторитетом провидца шеф Федеральной резервной системы намеревался успокоить рынки, однако сделанный им ход вызвал обратную реакцию. Котировки облигаций обрушились, двинувшись, естественно, в сторону, противоположную той, в которую двинулись процентные ставки. Учитывая весьма скромное повышение процентной ставки Гринспеном (всего-то на четверть пункта), цены на облигации обвалились гораздо сильнее, чем «следовало». Кое-кто начал быстро сбрасывать облигации.

К маю, по прошествии двух месяцев с дебюта LTCM, котировки на облигации Казначейства США с 30-летним сроком погашения потеряли 16 % по сравнению с их максимумом, что было огромным сдвигом в сравнительно укрощенном мире ценных бумаг с фиксированным доходом, а доходность выросла с 6,2 до 7,6 %. В Европе облигации тоже падали. Разные инвесторы, в том числе хедж-фонды (многие из них были по уши в долгах), лихорадочно продавали облигации. Майкл Стейнхардт, один из операторов, работавший на заемные средства, с ужасом смотрел на происходящее. Он вложил крупные средства в евробонды, а теперь терял по 7 миллионов долларов при каждом повышении процентных ставок на одну сотую

⁵¹ слова Дугласа Бридена, приведенные в статье: Muehring John. John Meriwether by the Numbers//Institutional Investor. 1996. November.

⁵² Bradsher Keith. No. 2 Official Is Resigning from the Fed//The New York Times. 1994. February 2.

процентного пункта. Опрометчивый Стейнхардт за каких-то четыре дня потерял 800 миллионов денег, принадлежавших его инвесторам. Джордж Сорос, которого тоже потрясло рикошетом от удара по мировым валютам, за два дня проиграл 650 миллионов долларов своих клиентов⁵³.

Для Меривезера эта кутерьма была лучшей из новостей. Однажды утром, в самый разгар продаж облигаций, Джей-Эм подошел к одному из своих трейдеров. Поглядев на монитор, он пришел в восторг: «Парни ряд за рядом выбрасывают полотенца». Как было известно Джей-Эм, охваченные паникой инвесторы не станут капризничать при поиске выхода. В своем искреннем желании избавиться от облигаций они расширяли спреды, создавая как раз те разрывы, которыми и надеялся воспользоваться Меривезер. «Необычайно высокая волатильность на рынке облигаций... как правило, сочетается с расширением спредов, – чирикал Меривезер в не характерном для него по откровенности письме инвесторам. – Это расширение создает дополнительные возможности укрепить позиции LTCF, играющей на сужение спредов, и ее сравнительную стоимость»⁵⁴. После двух месяцев стабильных цен акции LT в мае выросли на 7 %, начав движение к быстрым прибылям. Меривезеру вряд ли тогда приходило в голову, что LT когда-нибудь поменяется местами с некоторыми из подавившихся панике, обремененных чрезмерными долгами хедж-фондов. В то время погром на рынке облигаций, случившийся весной 1994 года и развернувшийся в самые первые месяцы существования LT, заслуживал пристального внимания молодой компании.

Комментаторы усматривали новые тенденции во взаимосвязи международных рынков облигаций. В «The Wall Street Journal» заметили, что «„схлопывание“ казалось бы, не связанных друг с другом рынков отражалось на рынке облигаций Казначейства США»⁵⁵. Такие разрозненные и разнонаправленные процессы, как скольжение еврооблигаций, сообщения об убытках, понесенных Bankers Trust по заключенным сделкам, банкротстве Askin Capital Management (хедж-фонда, специализировавшегося на операциях с закладными) и убийстве главного претендента на пост президента Мексики, – все это усугубляло снижение котировок облигаций Казначейства США, начало которому было положено устроенной Гринспеном легкой коррекцией.

Внезапно рынки оказались более тесно связанными. Это был процесс, имевший исключительную важность для LT. Он означал, что тренд, проявившийся на одном из рынков, способен распространиться и на другие рынки. Изолированный спад мог стать общей участью. Если говорить о ПФИ, которые годились для какого угодно рынка, нью-йоркскому спекулянту ничего не стоило отправить один проспект с предложением поиграть в бразильские бумаги в Японию, другой – в Амстердам и тем самым увеличить вероятность того, что беда, возникшая на одном фронте, захватит новые рубежи. Для трейдеров, прикованных к мониторам, различие между рынками (скажем, между рынком закладных в Америке и рынком государственных заимствований во Франции) почти исчезло. Все рынки превратились в точки единого континуума риска, и этот континуум был шит ПФИ. Когда трейдеры из кожи вон лезут, для того чтобы расплатиться с долгами, объяснял в «The Wall Street Journal» экономист Credit Suisse First Boston Нил Сосс, «они продают не то, что следует, а то, что можно продать». Приобретая какую-либо ценную бумагу на заемные средства, инвесторы рискуют потерять контроль над всеми имеющимися у них ценными бумагами. Эта истина вполне заслуживает того, чтобы о ней помнить: ценные бумаги, пусть даже никак не связанные друг с другом, принадлежат одним и тем же инвесторам, что скрытым образом создает

⁵³ В этой главе широко использован великолепный отчет о переполохе на рынке облигаций: Wessel David, Jereski Laura, Smith Randall. Stormy Spring: Three-Month Tumult in Bonds Lays Bare New Financial Forces//The Wall Street Journal. 1994. May 20.

⁵⁴ LTCM. Письмо к инвесторам. 1994. 12 июля.

⁵⁵ Wessel David, Jereski Laura, Smith Randall. Op. cit.

их взаимосвязь в моменты напряженности. А когда толпы рядовых финансистов работают с одними и теми же ценными бумагами, границы поля сужаются. Сама концепция обеспечения безопасности с помощью диверсификации, которая составляла основу собственной безопасности ЛТ, требовала переосмысления.

Стейнхардт считал, что корень всех его убытков – неожиданное «испарение ликвидности». Это словосочетание часто будут повторять люди из ЛТ⁵⁶. Но ликвидность – это «соломенное чучело», исполняющее волю того, кто прибегает к данному термину. Всякий раз, когда на рынках происходит снижение цен, инвесторы в крайнем удивлении обнаруживают, что покупателей не хватает. Как заметил Кейнс, сообщество в целом не может быть ликвидным⁵⁷. Ошибочно думать, что рынки должны оставаться ликвидными или что на рынках непременно должны быть покупатели, которые удовлетворят продавцов. Подлинной причиной обвала 1994 года было приобретение ценных бумаг на заемные средства. Если у вас нет долгов, вам не грозит разорение и не придется что-либо продавать, а в этом случае поминать ликвидность совершенно неуместно и бессмысленно. Но компания, занявшая деньги для ведения операций, бывает вынуждена продавать, иначе быстро растущие убытки заставят ее уйти из бизнеса. Ведение операций за счет заемных средств всегда вызывает одну и ту же жестокую динамику, и сопряженные с этим опасности невозможно преувеличить.

ЛТ повезло вдвойне: спреды расширились до того, как она инвестировала значительную часть имевшегося у нее капитала, поэтому, когда пришло время, ЛТ оказалась одной из очень немногих компаний, которые смогли нажиться на общей беде. И заключенные ею сделки были удачными и безрисковыми, впрочем, не настолько хорошими, чтобы фонд бесконечно проводил их за счет заимствованных средств. Но в общем и целом сделки были разумными и эксплуатировали открывшиеся возможности. ЛТ почти сразу же начала делать на этих возможностях деньги.

Одна из первых сделок была заключена по облигациям Казначейства США с 30-летним сроком погашения. Казначейские облигации (с любым сроком погашения), разумеется, эмитирует правительство США, которое таким образом занимает деньги для финансирования дефицита федерального бюджета. Ежедневно продаются и покупаются казначейские облигации примерно на 170 миллиардов долларов. Во всем мире вложения в эти бумаги считаются наименее рискованными. Однако с казначейскими обязательствами, имеющими 30-летний срок погашения, примерно через шесть месяцев после их выпуска происходит забавная вещь: инвесторы набивают ими сейфы и банковские ячейки, намереваясь хранить их долго. По мере того как количество торгуемых облигаций сокращается, продать их становится труднее. А тем временем Казначейство США эмитирует новые облигации с 30-летним сроком погашения, для которых проглядывает солнце. На Уолл-стрит облигации, эмитированные раньше со сроком погашения, наступающим через 29,5 лет, выходят в тираж, тогда как сверкающая облигация новой серии входит в моду. Став менее ликвидной, вышедшая в тираж облигация считается менее привлекательной. Ею начинают торговать с небольшим дисконтом (то есть покупают по чуть меньшей цене, а это означает, что ее доходность чуть-чуть возрастает). Арбитражеры сказали бы: спред раскрывается.

В 1994 году служащие ЛТ как раз заметили, что спред необычайно расширился. Доходность по сделкам с облигациями, эмитированными в феврале 1993 года, составляла 7,36 %. Доходность операций с облигациями, выпущенными позднее, в августе 1993 года, равнялась всего лишь 7,24 %, то есть была на 12 базовых пунктов меньше. Каждый вторник партнеры ЛТ проводили заседание по управлению рисками. На одном из таких заседаний сразу

⁵⁶ Ibidem.

⁵⁷ Keynes John M. The General Theory of Employment, Interest and Money. New York: Cambridge University Press, 1973 (впервые – 1936). P. 155.

несколько участников предложили заключать сделки на сужение существующего разрыва в 12 пунктов. Сказать: «Одна облигация дешевле, другая – дороже» – было недостаточно. Профессорам необходимо было знать, почему возник разрыв. Интерпретация причин возникновения была способна пролить свет на вопрос исключительной важности – вопрос о возможности сохранения разрыва или даже его увеличения. В конце концов вероятность того, что правительство США погасит облигации, срок которых истекает через 29,5 лет, раньше, чем облигации с 30-летним сроком, представлялась более высокой. Но некоторые учреждения были настолько осторожны, настолько забюрократизированы, что отказывались от приобретения любых ценных бумаг, кроме самых ликвидных. В ЛТ не сомневались, что дисфункции рынка, порожденные произвольными требованиями работающих на рынке институтов, способствовали появлению многих возможностей⁵⁸. Да, многие финансовые учреждения были готовы платить надбавку за ликвидные ценные бумаги, и партнеры ЛТ, работавшие еще в Salomon, часто заключали подобные сделки и с удовольствием делали на них деньги. Такую торговлю профессора называли *snar trade*⁵⁹, или легкоприбыльной торговлей, ибо цены на облигации двух типов обычно сближались всего лишь через несколько месяцев. В сущности, ЛТ извлекала прибыль из своей готовности держать облигации, бывшие в данный момент менее ликвидными.

«Многие наши сделки заключались ради обеспечения ликвидности, – говорил Розенфелд. – Мы скупали бумаги, от которых все стремились избавиться». Очевидно, Розенфелду не приходило в голову, что поскольку ЛТ имела тенденцию скупать наименее ликвидные бумаги на всех рынках, ее активы не были вполне независимы друг от друга, и тем самым эта игра отличалась от игры в кости, где один бросок независим от другого. В действительности же в случае наступления момента, когда все, в буквальном смысле этого слова, начнут продавать, активы ЛТ были подвержены «эффекту домино».

* * *

Двенадцать базисных пунктов составляют ничтожный спред; обычно такими спредами пренебрегают. Разница в стоимости двух облигаций номиналом 1000 долларов была 15 долларов 80 центов. Даже если бы спред сократился на две трети, скажем, за несколько месяцев, ЛТ заработала на операции с каждой парой таких облигаций с номинальной стоимостью 1000 долларов всего лишь 10 долларов, или 1 %. А если бы с помощью заемных средств этот крошечный спред удалось умножить? В самом деле, если бы это удалось? Руководствуясь такой стратегией, ЛТ приобрела более дешевые, низколиквидные облигации на миллиард долларов, одновременно продав более дорогие, высоколиквидные казначейские облигации на ту же сумму. Это была ломовая сумма. В момент, наступивший сразу же после совершения этих операций, партнеры рисковали всем капиталом своей компании! Разумеется, было маловероятным, что они потеряют значительную часть этих денег. Поскольку покупали одни облигации и продавали другие, они делали ставку лишь на то, что котировки этих облигаций сближаются, а, как уже говорилось, спреды по облигациям колебались значительно меньше, чем котировки самих облигаций. Что ж, стоимость вашего дома может рухнуть, но если такое вдруг приключится, то, скорее всего, рухнет и стоимость дома вашего соседа. Была, разумеется, некоторая опасность того, что спред увеличится, по крайней мере, на короткий период. Если спред по сведенным в пару облигациям равен 12 пунктам, кто может уверенно

⁵⁸ Perold Andre F. Long-Term Capital Management, L.P. (A). Harvard Business School. Case N9-200-007. 1999. October 27. P. 3.

⁵⁹ Термин подразумевает автоматическое и непереносимое, предопределенное высшими закономерностями наступление момента, когда остается фиксировать прибыль. – Примеч. переводчика.

сказать, что спред не увеличится до 14 пунктов или, в случае крайнего напряжения, до 20 пунктов?

Люди из ЛТ с точностью, которая была своего рода торговой маркой компании, считали, что риск, сопряженный с придерживанием одних облигаций и продажей других, составлял $1/25$ риска – столь же рискованным было придерживание любой облигации из образующих пару⁶⁰. И так, было вычислено, что компания может с высокой степенью безопасности привлечь на финансирование этой арбитражной сделки по удержанию и продаже облигаций заемные средства, которые превышают разницу цен на эти облигации в 25 раз. Заимствование в таких масштабах умножало потенциальную прибыль компании, однако, как нам известно, в то же самое время возрастала и возможность убытков. В любом случае ЛТ пошла на заимствование капитала. Компания оплатила более дешевые, низколиквидные облигации деньгами, полученными в кредит у одного или у нескольких банков Уолл-стрит. Но и другие облигации, те, которые были быстро проданы, компания также приобрела на заемные средства.

В действительности эта операция оказалась более хитроумной, хотя и была из числа простейших в репертуаре ЛТ. Компания приобретала низколиквидные облигации не ранее, чем заключала сделку продажи этих облигаций в кредит какой-то другой компании с Уолл-стрит, переводившей ЛТ затем деньги в качестве обеспечения. Потом ЛТ ухитрилась использовать эти деньги в качестве обеспечения по облигациям, которые она приобрела в долг. На Уолл-стрит такие краткосрочные ссуды под обеспечение известны как финансирование операций репо, то есть как финансирование продаж с обратной покупкой.

Красота сделки заключалась в том, что денежные расчеты ЛТ были идеально сбалансированы. Средства, потраченные ЛТ на «длинные» бумаги (то есть на облигации, которые она намеревалась придержать), равнялись суммам, полученным ею от ликвидации «коротких» позиций (то есть от продажи более ликвидных на тот момент облигаций). Обеспечение, предоставленное ЛТ под заем, было равно обеспечению, которое она получила. Другими словами, ЛТ осуществила сделку в два миллиарда долларов всецело и исключительно за счет заемных денег, не потратив на сделку и десяти центов из собственных средств⁶¹.

Обычно, когда вы занимаете облигацию, скажем, у Merrill Lynch, вам приходится предоставлять чуть большее обеспечение – возможно, 1010 долларов за казначейскую облигацию номинальной стоимостью 1000 долларов. По более рискованным облигациям обеспечение будет больше. Эту первоначальную маржу в 10 долларов, равную 1 % от номинальной стоимости облигации, называют haircut – «стрижка». Таким образом Merrill Lynch защищает себя на случай роста котировок по облигациям.

Изначальная маржа действует как фактор, ограничивающий масштабы операций. Если бы существовали способы ее избежать, возможности были бы беспредельны. Операции с облигациями стали бы походить на автомобиль, двигатель которого не сжигает бензин – кати куда пожелаешь. Более того, если не надо платить эту дополнительную маржу Merrill Lynch, норма прибыли была бы существенно выше.

Политика ЛТ с самого начала состояла в том, что она отказывалась платить маржу или, в крайнем случае, требовала ее значительного снижения. Инициатором этой политики наверняка был Меривезер, который, при всем своем ненавязчивом обаянии, был отчаянным бой-

⁶⁰ Интервью, взятое автором у Эрика Розенфелда.

⁶¹ Сохранение позиции было сопряжено с определенными издержками. Хотя рассматриваемая здесь сделка проста, в действительности она влекла за собой четыре разных потока платежей. ЛТ получала проценты по выплаченному ею обеспечению и уплачивала проценты (по чуть более высокой ставке) по обеспечению, полученному ею. Возникающий в результате этого дефицит компания отчасти покрывала за счет того, что получала купонный доход в размере 7,36 % по облигациям, которые она держала, уплачивая меньший – 7,24 – процент по облигациям, которые она продавала. В целом это обходилось ЛТ в несколько базисных пунктов в месяц.

цом: в бизнесе, на площадке для гольфа, у бильярдного стола, на ипподроме – словом, всюду, где оказывался. Розенфелд и Лихи, два наиболее спокойных и наиболее близких к Меривезеру по духу и образу мыслей партнера, представляли компанию на переговорах с банками, хотя иногда к переговорам подключался и Хилибранд. В любом случае партнеры вежливо, но твердо настаивали на том, что их фонд крепко стоит на ногах и ему нет нужды вносить первоначальную маржу. Более того, фонд не имеет отношений с теми, кто рассматривает дела иначе. Merrill Lynch согласился отменить свое обычное условие об обязательной уплате маржи и установил деловые отношения с LT. Примеру Merrill Lynch последовали Goldman Sachs, J.P.Morgan, Morgan Stanley и практически все другие банки и финансовые компании. Единственная заартачившаяся PaineWebber фактически лишилась бизнеса с LT. «Если вы хотели вести дела с ними, у вас просто не было выбора», – вспоминал соперничающий с Меривезером в прошлом, но тем не менее восхищавшийся им Джон Корзайн из Goldman Sachs.

Хотя операции LT могли быть безумно сложными, и в конце концов их количество исчислялось тысячами, у фонда было не более дюжины главных стратегий⁶². Некоторые из этих стратегий, как, например, арбитражные сделки с казначейскими обязательствами, предусматривали куплю-продажу осязаемых ценных бумаг. Другие, вроде сделок с ПФИ, ничего подобного не предусматривали. Это были просто пари, которые LT заключала с банками и прочими партнерами относительно будущего поведения различных рыночных цен.

Для наглядности представим, что болельщик команды «Red Sox» и болельщик «Yankee» перед началом спортивного сезона договорились платить друг другу по тысяче долларов за каждый выигрыш команды соперника. Контракты, которые заключала LT по ПФИ, были довольно похожи на такое соглашение, но с той разницей, что выплаты были связаны с движениями котировок облигаций, акций и так далее, а не с очками и подачами. Эти сделки по производным финансовым инструментам не находили отражения в балансах компании и формально не были ее «долговыми обязательствами». Но если бы рынки пошли против фонда, итог был таким же, как если бы компания имела формальные долговые обязательства. И LT обычно удавалось удерживаться от уплаты первоначальной маржи по операциям с дериватами. Компания совершала такие сделки, вообще не делая каких бы то ни было инвестиций.

Частенько, хотя и не всегда, LT добивалась тех же условий по сделкам продажи реальных ценных бумаг с их обратной покупкой (то есть по сделкам репо). Кроме того, LT часто удавалось убедить банки предоставлять ей кредиты на более продолжительные сроки по сравнению с теми, которые действовали при кредитовании других фондов⁶³. Таким образом, LT могла проявлять большее терпение. Даже если бы банки захотели досрочно вернуть кредиты, предоставленные LT, им не удалось бы сделать это очень быстро. Как заметил старший исполнительный директор одного из крупнейших инвестиционных банков, «они всех рассматривали через дуло».

Именно благодаря этому рыночная стратегия Меривезера приносила реальные дивиденды. Если бы в банках хоть на мгновение задумались, то поняли бы, что LT всецело находится у них в руках и полностью зависит от их милости. Но в банках фонд рассматривали не как компанию, только-только разворачивающую деятельность и остро нуждающуюся в кредитных средствах, а как блестящее предприятие, где собрались прославленные ученые и великолепные трейдеры, в общем, в нем видели подобие выдуманного Мертоном «финансового посредника» Нового века. В конце концов было распространено мнение, что LT имеет преимущества, обладая превосходящей прочие, реально и гарантированно беспроигрышной

⁶² Perold Andre F. Op. cit. P. 6.

⁶³ Ibid. P. 14.

технологией. И банки, и часть СМИ обычно исходили из того, что дело обстоит именно так. Деловой еженедельник «Business Week» просто захлебывался восторгом: доктора наук из фонда откроют «новую компьютерную эру» на Уолл-стрит. «Никогда прежде такому собранию академических дарований не предоставляли подобного количества денег для игры на рынках», – заметил этот журнал в статье, опубликованной на первом году существования фонда, заглавие которой было вынесено на обложку издания⁶⁴. Если наступала новая эра, то никто не хотел пропустить ее пришествие. ЛТ была столь же очаровательна, как девушка на своем первом балу, и все банки жаждали потанцевать с дебютанткой.

С обоснованием льготных условий, на которых предоставлялись кредиты ЛТ, банки не испытывали трудностей. В конце концов, у банков были залоговые, и ЛТ, как правило, рассчитывалась (наличными) в конце каждого торгового дня, получая деньги у удачно сыгравших и гася убытки потерпевших неудачу. ЛТ осуществляла множество стремительных операций поточным методом, так что риск крупного провала казался ничтожным. Только в том случае, если бы ЛТ понесла крупные убытки с немыслимой быстротой – скажем, если бы ей пришлось одномоментно сбросить большую часть своих активов, причем на неликвидный рынок, стоимость залогов, которыми располагали кредитовавшие ЛТ банкиры, оказывалась под угрозой, а сами банки столкнулись бы с убытками.

К тому же многие главы банков, вроде Корзайна и Талли, руководителя Merrill Lynch, питали личную симпатию к Меривезеру и расположили к ЛТ свои организации. Но подлинной сильной стороной фонда были его связи с другими могущественными трейдерами, работавшими по всему миру. Компания, которая вела бизнес с ЛТ, могла получать весьма ценную внутреннюю информацию (совершенно легальную в мире облигаций) о движении рынков. «Каким образом вы побуждаете людей прийти к вам на прием? Вы говорите им, что у вас соберутся абсолютно все модные люди города», – сказал некий цюрихский банкир, финансировавший ЛТ и не взимавший с нее изначальной маржи. «Итак, все говорили: „Отлично, я не стану вас стричь, но если кто-нибудь сделает это, то и мне придется сделать то же“». Со стороны ЛТ это было очень умной политикой. Партнеры ЛТ могли говорить каждому новому банку, к которому обращались с просьбой о кредите: «Если мы выплатим вам первоначальную маржу, нам придется выплачивать ее всем». В итоге ЛТ ничего не дала никому из кредиторов. (По небольшому числу наиболее рискованных операций ЛТ все же соглашалась уплатить первоначальную маржу, но очень скупую.)

Поскольку банки также занимались арбитражными операциями, Меривезер рассматривал их, и достаточно обоснованно, как своих главных конкурентов⁶⁵. ЛТ напоминала не столько другие хедж-фонды вроде Quantum Сороса, сколько отделы операций с собственными средствами банков вроде Goldman Sachs. Уолл-стрит медленно отходила от исследований и оказания услуг клиентам и обращалась к выгодному бизнесу ведения операций на собственные средства, что порождало сдержанное соперничество между ЛТ и ее кредиторами.

Поработав в одном из крупных банков Уолл-стрит, Джей-Эм понял, что инвестиционные банки страдают от утечек и им нельзя доверять, поскольку они могут присвоить сделки, совершенные трейдерами. И действительно, большинство банков проводили такую политику. Поэтому в качестве меры предосторожности ЛТ размещала заказы на выполнение каждого из элементов сделки у другого брокера. Morgan занимался одним элементом сделки, Merrill Lynch – другим, Goldman – третьим, и никто из них не понимал всей сделки полностью. ЛТ не посвящала в свои операции даже работающего на нее юриста. Тому доводилось слышать, как партнеры говорят о «стратегии торговли 1 3», как если бы компания была хранилищем ядерного оружия.

⁶⁴ Spiro Leah Nathans. Dream Team//Business Week. 1994. August 29.

⁶⁵ Perold Andre F. Op. cit. P. 3.

Хилибранд отличался особой непреклонностью, отказывая банкам в какой бы то ни было возможности заглянуть в его стратегии, и не шел на какие-либо компромиссы относительно условий кредитования. Он звонил дилеру, отдавал распоряжение о приобретении облигаций на 100 миллионов долларов, а затем отключал свой телефон⁶⁶. Представителям Merrill Lynch Хилибранд резко заявил: «Я озадачен требованиями уплаты маржи, для меня любая маржа неприемлема». Кевин Данливи, трейдер Merrill Lynch, порой звонил дважды, а то и трижды в день, пытаясь обсудить с умницей Хилибрандом только что изобретенные стратегии. Но маниакальная приверженность Хилибранда к секретности неоднократно обескураживала Данливи, что делало обслуживание счета почти невозможным. Искренний житель Нью-Йорка, стриженный ежиком Данливи заметил: «Внедрить свои идеи в стратегию LTCM удавалось редко. Отказываться от советов со стороны людей с Уолл-стрит – это было очень необычно. Ларри никогда не вдавался в обсуждение стратегии. Он просто говорил, что хочет сделать».

Фонд разделил свой бизнес на сегменты, выбирая для выполнения определенных услуг отдельный банк и дистанцировавшись от всех других банков. Стремясь избежать зависимости от единственного банка, LT вел операции с «мусорными» облигациями через Goldman Sachs, с закладными – через Lehman Brothers, с государственными облигациями и свопами по йене – через J.P.Morgan. Главным партнером LT по сделкам с ПФИ была Merrill Lynch, но в списке партнеров по операциям продажи с обратной покупкой Merrill Lynch занимала одно из последних мест. Разумеется, в этой стратегии «разделяй и властвуй» было нечто хитроумное, ибо LT проводила серии однотипных сделок с тем банком, который похвальною особой компетентностью именно в таких операциях. Но LT теряла таким образом преимущества, которые дают более тесные, продолжительные отношения. Например, J.P.Morgan проявлял особенный интерес к LT и хотел установить с компанией более тесный рабочий альянс, однако так и не смог преодолеть нежелание LT делиться засекреченными сведениями. «Как можно предлагать им идеи, не имея понятия о том, что они хотят?» – удивлялся глава отдела управления рисками крупной компании с Уолл-стрит. Как арбитражеры, партнеры LT были склонны воспринимать каждое соприкосновение в качестве единоразового обмена с исчисляемыми плюсами и минусами. Любые отношения – сделка, и ее, к тому же, можно пересмотреть или отменить, если кто-то другой предлагает более высокую цену. Единственные узы, связывающие партнеров, были внутренние узы LT. Это повторяло схему отношений, существовавших в незабвенной группе компании Salomon.

Они представляли собою своеобразную породу – породу сдержанных, управляемых интеллектуалов-интровертов. Пытаться противопоставить одного из них другому было бессмысленно, все они работали, в общем, на одной волне. Эндрю Сицильяно, руководившего отделами облигаций и валютных операций в Swiss Bank Corporation, поразила противоестественная сплоченность партнеров. Однажды Сицильяно позвонил Виктору Хагани, главе лондонского отделения LT, а месяцем или двумя позднее разговаривал на ту же тему с Джей-Эм и Эриком Розенфелдом в Гринвиче. Работавшие в Америке партнеры метили в ту же точку. У Сицильяно возникло жутковатое чувство, что он продолжает разговор, начатый с Хагани.

Нельзя сказать, что в LT отсутствовала внутренняя напряженность. Над всеми доминировала маленькая группа, состоявшая из Джей-Эм, Хилибранда, Розенфелда и Хагани. Как это было и во времена их работы в Salomon, большая часть вознаграждения шла в пользу руководства: «узкий круг» пожинал более половины общей суммы. У этой же группы было и большинство голосов. Младшие партнеры вроде Майрона Скоулса, как всегда, претендо-

⁶⁶ Интервью, взятое автором у Майкла Хау.

вали на большие деньги и на большую власть. Но «узкий круг» существовал много лет; как это бывает в семьях, особый, «кровный» союз его членов стал их второй природой.

Если бы отличительные свойства компании можно было каким-то образом персонифицировать в человеке, то им был бы Хилибранд. В то время как старые трейдеры склонны к цинизму и неуверенности, связанными с долгим опытом ошибок, догадок и чудесных спасений из безвыходных ситуаций, Хилибранд был раздражающе хладнокровен и самоуверен. Он отличался невероятной трудоспособностью. Будучи чистым и подлинным арбитражером, он веровал в модели, держался цен, им самим же и установленных, и не мучился сомнениями. Розенфелд терпеть не мог хеджирования, связанного с приобретением активов, цена на которые снижалась, хотя это и полностью соответствовало теории. Хилибранд же веровал в теорию и попросту следовал ей. Коллеги Хилибранда безмерно уважали его и неизбежно обращались к нему в тех случаях, когда нуждались в срочном совете. Хилибранд был мастером формулировок, но его реплики были подобны неограниченным алмазам и приводили новичков в недоумение. «Свет, сиявший в уме Ларри, нуждался в преломлении», – заметил Деррик Моэн из *Salomon Brothers*. Подобно другим партнерам *LT*, но в гораздо более сильной степени, Хилибранд обладал черно-белым зрением. Он был надежен и совершенно слеп ко всему, что находилось за пределами узкой сферы его деятельности, поэтому легко обижался на вещи, воспринимаемые им как правонарушение или оплошность. Его коллеги по *Salomon*, бывало, шутили: если на улице напротив вашего дома есть выбоина, то, по мнению либертарианца Хилибранда, вы лично и должны ее замостить. Деньги для Хилибранда, возможно, имели меньшее значение, чем для любого из членов «узкого круга». Его страстью были интеллектуальные задачи, которые ставила торговля. Помимо своей семьи Хилибранд ни к чему более не проявлял особого интереса. Если кто-то и заставлял его немного высунуть голову из раковины, то этим человеком был Джей-Эм. К шефу Хилибранд питал поистине сыновние чувства, обусловленные, вероятно, его близкими отношениями с отцом. Похожую преданность Меривезеру демонстрировал и Розенфелд.

Посторонние наблюдатели не могли полностью объяснить главенство и авторитет Меривезера в группе. Джей-Эм не походил на звезду. Яркий свет приводил его в смущение. Говорил Меривезер отрывочно и, кажется, избегал смотреть в глаза собеседникам⁶⁷. Он отказывался рассказывать о своей личной жизни даже близким друзьям. После учреждения *LT* Джей-Эм с женой переехали с Манхэттена в поместье в Норт-Сейлеме, что в графстве Вестчестер. Поместье имело 68 акров земли и закрытый манеж площадью 15 тысяч кв. футов, где Мими могла ездить верхом⁶⁸. От поместья до шоссе шла частная дорога длиной три четверти мили. Меривезеры делили эту дорогу со своим единственным соседом, ведущим шоу-программы Дэвидом Леттерманом. Словно ради того чтобы сделать свое поместье еще более частным и недоступным для посторонних, Меривезеры произвели масштабную перестройку, укрепив дом каменной кладкой. Джей-Эм нравилось управлять своей личной жизнью, которую он также как будто хотел защитить от всякой нежелательной нестабильности.

Хотя Меривезер и посещал церковь неподалеку от дома и несколько раз совершал паломничество к католическим святыням, он не говорил о своей вере. Его самоконтроль был тотальным. Не изменял он сдержанности и в кругу трейдеров. На заседаниях в компании Меривезер по большей части молчал. Он приветствовал откровенные обсуждения, происходившие между партнерами, но обычно высказывался лишь в самом конце дебатов или не высказывался вовсе.

⁶⁷ Lewis Michael. How the Eggheads Cracked//The New York Times Magazine. 1999. January 24.

⁶⁸ Интервью, взятое автором у Майкла Фридендера; Weiss Gary. Meriwether's Curious Deed//Business Week. 1998. October 19.

Головной офис компании занимал первый этаж четырехэтажного офисного здания со множеством окон. Здание стояло на улице, которая шла от окаймленного магазинами центра богатого городка Гринвич мимо вереницы построенных в викторианском стиле домов на Лонг-Айленд-Саунд. Несколько десятков трейдеров и специалистов по стратегиям из числа увеличивающегося персонала ЛТ работали на торговой площадке, где партнеры и непартнеры компании сидели рядом, словно привязанные к полированному полукруглому столу, загроможденному компьютерами и мониторами, которые передавали информацию с рынков. В офисе была отличная кухня, оставшаяся от прежнего арендатора, но партнеры обедали на рабочих местах. Еда для них не имела особого значения.

Джей-Эм, Мертон и Скоулс (последние двое потому, что не вели операций) имели собственные кабинеты, но Джей-Эм обычно находился на торговой площадке. Она представляла собой комнату со стенами, обшитыми панелями из красного дерева. Окна торгового зала выходили на сияющее водное пространство, которое часто оживляли яхты. За исключением щеголеватого Маллинса, партнеры были одеты в повседневную одежду из прочной хлопчатобумажной ткани. Зал гудел от разговоров брокеров, но это был контролируемый шум, отличавшийся от гвалта, стоящего на больших торговых площадках Нью-Йорка. Изредка партнеры вспоминали о былом, и то лишь для того чтобы сыграть в «покер лжецов».

Помимо проводившихся по вторникам заседаний, посвященных управлению рисками и открытых только для партнеров, ЛТ по утрам в среду устраивала семинары по исследованиям рынка, которые были открыты для младших партнеров. Во второй половине дня по четвергам, как правило, проходило еще одно заседание, где партнеры углубленно рассматривали какую-нибудь конкретную операцию. Мертон, обычно находившийся в Кембридже, участвовал в заседаниях по телефону. Тесные помещения, которые делили между собой сотрудники, усиливали сплоченность компании, но младшие партнеры и даже кое-кто из старших знали, что никогда не станут частью «узкого круга». Один из младших трейдеров постоянно опасался, что осуществленные им операции попадут в прессу и это будет стоить ему работы. Младших партнеров в Гринвиче, и даже старших трейдеров ЛТ, держали в полном неведении. Чтобы выяснить, что продает и покупает их собственная компания, некоторые из них порой звонили своим лондонским партнерам. Старшие партнеры никогда не приглашали младших к себе домой – казалось, действует неписаное правило, запрещающее устанавливать близкие отношения между партнерами и служащими. Лихи, в колледже игравший в хоккей, обменивался со служащими обычными для офиса шуточками, но большинство партнеров относились к персоналу с холодной формальностью. Они вели себя вежливо, но интересовались только друг другом и работой. Аналитики, юристы и бухгалтеры были людьми второго сорта, ютившимися в одной из задних комнат, где стоял бильярдный стол.

Как и всем прочим работающим на Уолл-стрит, в ЛТ платили хорошие деньги. Служащие высшего уровня получали от миллиона до двух миллионов долларов в год. На персонал оказывали изощренное давление, заставляя людей инвестировать премиальные в фонд, но большинство из них стремились делать это в любом случае – по иронии судьбы, возможность инвестиций считалась одним из главных преимуществ работы в ЛТ. Таким образом, персонал уверенно реинвестировал большую часть своих заработков в компанию.

* * *

Как и предсказывалось, цены облигаций, с которыми работала ЛТ, на подъеме и на спаде быстро сходились. ЛТ сделала волшебные 15 миллионов – волшебные потому, что не потратила на их создание собственный капитал. Как и обещал Скоулс, ЛТ наскребла 10 центов, а затем, с помощью заимствованных средств, превратила их в гораздо большую сумму.

Правда, подобные операции совершали и многие другие компании. «Но мы могли финансироваться лучше, – заметил один из служащих. – LTCM была настоящей финансовой компанией».

В ЛТ предпочитали синицу в руках журавлю в небе, поскольку компания могла использовать свои крошечные прибыли при займе средств так, как это делает ведущий торговлю в больших масштабах бакалейщик, который извлекает из своего бизнеса 10 центов, но повторяет цикл тысячи раз. Конечно, даже ставка 10 центов не дает абсолютной гарантии выигрыша. И, как напомнил недавний случай со Стейнхардтом, управляющим фондом, наказание за ошибку превышает занятую сумму. Но в 1994 году ЛТ почти никогда не ошибалась. Действительно, почти любая сделка компании превращалась в золото.

В ЛТ самые надежные операции называли сделками на *сближение*, в них срок исполнения инструментов наступал в определенные моменты, и это означало, что сближение котировок представлялось надежным делом. Другие операции, в которых сближение котировок ожидалось, но не было гарантированным, назывались сделками на *относительную стоимость*⁶⁹.

* * *

Встряска, постигшая рынок облигаций в 1994 году, подготовила благодатную почву для операций на относительную стоимость по закладным на дома. Ценные бумаги, представляющие собой такие закладные, – это клочки бумаги, подкрепленные финансовым потоком, генерирующим портфели закладных. Звучит занудно, но в действительности в этих ценных бумагах нет ничего скучного. В любой момент погашению подлежат закладные, общая стоимость которых составляет около триллиона долларов. Интерес к этим бумагам обусловлен тем, что умные инвестиционные банкиры разделили платежи домовладельцев на два разных пула: один пул составляют выплаты процентов, другой – выплаты основной суммы займа. Если задуматься над этим (а в ЛТ над этим чуть-чуть подумали), то обнаружится, что стоимость каждого пула (по отношению к другому) колеблется в соответствии со ставкой, по которой домовладельцы досрочно погашают долги. Если вы рефинансируете свою закладную, вы погашаете ее одной разовой суммой, то есть одной огромной выплатой основной суммы долга. Таким образом, в пул, куда идут только проценты по кредитам на приобретение домов, средства более не поступают. Но если вы не меняете позицию и продолжаете ежемесячно выписывать чеки на оплату процентов, вы будете делать эти выплаты на протяжении срока, способного достигать 30 лет. Поэтому если большее число заемщиков прибегают к рефинансированию, стоимость ценных бумаг, обеспеченных только процентами по кредитам и известных под названием «Ай-Оу» (IO, interest only), пойдет вниз; если же на досрочное погашение кредитов решатся меньше людей, котировки этих ценных бумаг повысятся.

В отношении ценных бумаг, обеспеченных только выплатами основных сумм кредитов и известных под названием «Пи-Оу» (PO, principal only), справедливо противоположное утверждение. А так как ставка рефинансирования порой меняется очень быстро, ставки, сделанные на Ай-Оу или на Пи-Оу, приносят или огромную прибыль, или огромные убытки.

В 1993 году, когда ЛТ занималась мобилизацией капитала, Америка переживала всплеск рефинансирования. В то время впервые после вьетнамской войны ставки по закладным упали ниже 7 %, и люди, родившиеся в конце 1940 – 1950-х годах и никогда ранее не задумывавшиеся о своих закладных, внезапно впали в горячку от перспективы снижения своих платежей на сотни долларов в месяц. Получение минимальной ставки стало предметом гордости; за один лишь 1993 год примерно двое из каждых пяти американцев рефинан-

⁶⁹ Perold Andre F. Op. cit. P. 3.

сировали свои долги по кредитам на приобретение домов – на самом деле некоторые люди сделали это дважды. Естественно, цены на Ай-Оу рухнули. Бесспорно, они очень упали. Если только не исходить из предположения, что завтра же вся страна бросится рефинансировать закладные, котировки Ай-Оу были слишком низкими. И действительно, Меривезер, Хилибранд, Розенфелд, Хагани и Хокинс приобрели крупные пакеты Ай-Оу за собственные деньги.

В 1994 году, когда LT лишь разворачивала свои операции, Ай-Оу все еще оставались дешевыми, поскольку существовали опасения, что грядет еще одна волна рефинансирования кредитов на строительство жилья. Билл Краскер изобрел модель, позволявшую предсказывать досрочное погашение кредитов на жилье, а Хокинс, намеревавшийся удалиться от дел курчавый трейдер, специализировавшийся на операциях с закладными и обладавший очарованием человека из захолустья, постоянно проверял правильность модели по данным о реальном количестве досрочных погашений. Котировки Ай-Оу, казалось, настолько сильно отклонялись от прогнозных величин, что Хокинс диву давался, спрашивая себя: «Ошибочна ли модель или же открывается отличная возможность?» Методичный Краскер тщательно перестроил модель, но она продолжала вопить: «Покупай!» Итак, LT, снова прибегнув к крупному займу, начала скупать Ай-Оу буквально самосвалами. Компания сделала крупную ставку, вложив в скупку, по оценкам, 2 миллиарда долларов.

Теперь, когда процентные ставки начали расти, людям и в голову не приходило рефинансировать свои займы на строительство жилья. Но когда ставки падали, они толпой бежали к брокерам по торговле закладными. Это означало, что котировки Ай-Оу растут и падают синхронно с изменением ставки процентов. Следовательно, сделки по Ай-Оу подобны сделкам по ставке процента. Но партнеры LT не хотели прогнозировать ставки; такая явная спекуляция ввергала их в нервозность, хотя иногда они и позволяли себе подобные операции. Поскольку процентные ставки зависят от великого множества переменных, они, в сущности, непредсказуемы. Сильной стороной партнеров было умение заключать весьма конкретные пари на относительную стоимость, которые не зависели от широкого спектра неведомых величин.

Короче говоря, партнеры просто почувствовали, что при существующей процентной ставке Ай-Оу дешевы. Партнеры разумно застраховали свою операцию, купив казначейские облигации, котировки на которые двигались в направлении, противоположном движению процентных ставок. Чистым результатом этого явилось устранение какого бы то ни было элемента прогнозирования процентной ставки. Партнеры поднаторели в выявлении конкретных рисков, обусловленных неверной рыночной оценкой активов, и в хеджировании всех прочих рисков. Если апельсины из Хайфы дешевы по сравнению с яблоками из Фуджи, партнеры LT нашли бы серию операций, позволивших им изолировать эту конкретную арбитражную прибыль, но не стали бы примитивно покупать все апельсины и продавать все яблоки.

Весной процентные ставки повысились, выросла и стоимость имевшихся у LT Ай-Оу, хотя казначейские облигации, разумеется, упали в цене. Таким образом, LT преуспела по одной из своих введенных в схему сделок, но понесла убытки по другой включенной в ту же схему сделке. Затем, в 1995 году, когда процентные ставки снизились, подорожали имевшиеся у LT казначейские обязательства. Но на сей раз никто не бросился рефинансировать свои займы, благодаря чему суммы, которые прежде составили бы выигрыш этих людей, достались LT. Надо полагать, что те, кто заключили договоры залога своего жилья в 1993 году, не горели желанием сделать это снова. LT получила прибыль в несколько сотен миллионов долларов и с нетерпением ожидала нового старта.

Несмотря на кажущуюся простоту, найти эти своего рода десятицентовые монетки было очень нелегко. LT вела постоянный поиск сделок, сводимых в пары или, частенько, во множество пар. Каждая из этих пар должна быть достаточно сбалансирована, чтобы ока-

заться безопасной, но при этом в одном или двух частных аспектах должна существовать несбалансированность, которая и создавала возможность получения прибыли. Иначе говоря, при осуществлении любой стратегии LT обычно сознательно шла на один или два риска, но не более. Возьмем обычный пример – сделки по кривой доходности. Ставки по долговым обязательствам любой страны могут на каком-то отрезке времени существенно отклоняться от идеальной линии. Например, ставки по среднесрочным облигациям бывают гораздо выше ставок по краткосрочным и почти равными ставкам по долгосрочным облигациям. В LT изобрели бы серию арбитражных сделок, способствующих исчезновению этой аномалии.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.