

Я не отдаю принцев на посмешище черни и издевательство тюремщиков. Нет, под трубные звуки золоченых рогов им на круглой площади по моему приказу отрубают голову.

Антуан де Сент-Экзюпери. «Цитадель»



Наградить посмертно!

Сергей Голубицкий

Волшебное слово «хедж»

Нет сегодня в финансовом мире более загадочного и замысловатого понятия, чем «хедж-фонд». Пассионарий Махатхир Мохамад в свое время сказал: «Разбойники с большой дороги от глобальной экономики». Отчаяние малайзийского премьер-министра можно понять: в 1997 году Quantum — хедж-фонд Джорджа Сороса — на глазах задумчиво-безразличной мировой общественности растрошил национальную биржу, развеяв по ветру валюту некогда подававшего большие надежды азиатского тигра.

«Hedge» означает «защиту» и подразумевает консервативный подход к инвестициям, направленным, в первую очередь, на сбережение капитала, а уж потом — на получение рекордной при-

были. Это, однако, в теории. В реальности история хедж-фондов пошла в прямо противоположном направлении. «Хедж-фонды изъясняются на парадоксальном языке, достойном миров Льюиса Кэрролла и Джорджа Оруэлла. Слова этого языка означают только то, что подразумевают под ними сами менеджеры: «рыночная нейтральность» позиций может легко довести до бан-

кротства, «долгосрочный капитал» оказывается на поверку скромными деньгами, раздутыми сверх всякой меры с помощью финансовых рычагов¹ и вложенными в краткосрочные позиции, а сам «хедж» предполагает проведение безумно рискованных сделок», — иронизирует Дин ЛеБарон, создатель Battery-march Financial Management, одного из пионеров компьютерного моделирования в биржевом трейдинге середины 70-х годов.

Вообще говоря, Дин ЛеБарон несправедлив по отношению к своим азартным коллегам: оруэллианский мир — не каприз зарвавшихся финансистов, а результат парадоксальности самих инструментов, которые используются хедж-фондами для инвестирования: фьючерсов, опционов и «коротких продаж»². Когда журналист Fortune Альфред Уинслоу Джоунс учредил в 1949 году первый хедж-фонд в современном смысле этого слова, рядовые инвесторы вздохнули с облегчением: наконец-то появилась возможность отслеживать реальное поведение рынка, а не тупо стоять в героической позе «быка» в окружении одних «медведей»³! В самом деле: «короткие продажи», не допускаемые в традиционных инвестиционных фондах и энергично используемые Джоунсом, позволили хедж-фондам в периоды стагнаций делать правильную ставку на понижение рынка, а не на его несуществующий рост.

Появление опционов⁴ — новых финансовых инструментов, производных от обыкновенных акций, индексов и фьючерсов, — открыло для хедж-фондов Святой Грааль: отныне любую позицию в обыкновенных акциях можно было страховать от неблагоприятных движений рынка. Схема проста и гениальна: одновременная покупка 1 000 акций компании и 10 Put-опционов полностью защищает от любого непредвиденного падения цен; и наоборот: продажа 1 000 акций компании «в короткую» вместе с одновременной покупкой Call-опционов страхует от нежелательного роста ценных бумаг.

Все это, однако, лишь теория. Читатель наверняка обратил внимание на фразу: «Покупка 1 000 акций и 10 опционов». Дело в том, что 1 опционный контракт позволяет контролировать 100 акций, при этом стоимость его, как правило и как минимум, в 10–15 раз ниже, чем

1 Финансовый рычаг (leverage) — соотношение заемных средств к собственным.

2 «Короткая продажа» или «продажа в короткую» — техника биржевых торгов, позволяющая трейдеру сначала продать акции, которых у него нет, по высокой цене, а затем, дождавшись падения на рынке, купить эти акции по более низкой цене. Считается, что «короткие продажи» обладают неограниченным риском, поэтому законы запрещают их использование в организациях открытого типа, например в традиционных инвестиционных фондах.

3 «Быки» делают ставку на повышение рынка, «медведи» — на его понижение.

4 Опцион — это контракт на поставку определенного актива по определенной цене в течение определенного времени. Согласно этому контракту, покупатель опциона платит за право (но не обязательство) приобрести актив, а продавец опциона получает деньги от покупателя за обязательство предоставить актив по требованию. Существуют два типа опционов — Put и Call. Put предоставляет покупателю право продать актив по фиксированной цене в любое время до определенной даты включительно, а Call — наоборот, купить этот актив.



◀ В начале августа 1998-го Дьордь Шварц, он же Джордж Сорос, на страницах *Financial Times* заявил, что в России царит экономический хаос. В Москве тут же отловили сигнал к действию...

щаться в одночасье из скучного страхового полиса в азартный рычаг для спекуляций, произошло окончательное оформление структуры этого финансового института. Поскольку законодательство не требовало от хедж-фондов предоставления информации о своей инвестиционной деятельности, они тут же подкрепили свой независимый статус массовым переселением на оффшоры, дабы не травмировать IRS¹ и спокойно заняться своим прямым делом — безудержным набором кредитов и созданием инвестиционных позиций с типичным для современных хедж-фондов 20–50-кратным финансовым рычагом.

Главным же организационным достижением «разбойников с большой дороги от глобальной экономики» стало формально узаконенное размежевание между инвесторами хедж-фонда и его менеджерами: людям, приносящим деньги в хедж-фонд, не только ничего не рассказывали про задействованные инвестиционные стратегии, но и брали с них письменное обязательство не задавать никаких вопросов, относящихся к специфике моделей и финансовых инструментов! Не ради обмана инвесторов, а во избежание непредвиденной утечки информации и попадания know-how к конкурентам.

Надеюсь, читатель простит мне утомительный экскурс в теорию инвестирования: без него мы просто не сможем понять историю Long-Term Capital Management (LTCM) — уникального явления на небосклоне современного капитализма, хедж-фонда, контролирувавшего в 1998 году, накануне своего краха, более... одного триллиона двухсот миллиардов долларов — суммы,

стоимость этих акций. Получается, можно купить 1 000 акций по цене 50 долларов за штуку, заплатив за позицию 50 тысяч долларов, а можно купить только 10 Call-опционов по цене 500 долларов за контракт, ограничившись вложением 5 тысяч. При этом мы будем контролировать ту же самую 1 000 акций, которые являются *подлежащим активом* данных опционных контрактов. Догадываетесь, к чему дело клонится?

Дальше — больше: если у нас есть капитал в 50 тысяч долларов, то вместо 10 опционов можно приобрести 100 и, тем самым, контролировать уже не 1 000, а десять тысяч акций! Представляете, во сколько возрастает прибыль? Одна задача: срок жизни опционных контрактов ограничен, и если за отпущенное ему время стоимость акций (подлежащего актива опционов) существенно не

Главным организационным достижением хедж-фондов стало размежевание между инвесторами и менеджерами

возрастет, мы потеряем все 50 тысяч долларов, вложенные в опционы! Как видите, основной инструмент хедж-фонда — опцион — может использоваться двояко: в качестве надежной страховки (по прямому назначению) либо как суперрискованный инструмент для неистовых спекуляций, обладающий огромным финансовым рычагом.

Как только менеджеры хедж-фондов осознали удивительную способность инструментов хеджирования превра-

превышающей годовой бюджет Соединенных Штатов Америки! История эта, однако, интересна не столько феноменальными оборотами и даже не ролью России в гибели LTCM, сколько составом учредителей хедж-фонда: три однозначно лучших в мире трейдера, бывший вице-президент Федерального банка Нью-Йорка и два... Нобелевских лауреата!

1 Внутренняя налоговая служба США.

Считаю необходимым четко обозначить собственную позицию по отношению к хедж-фондам, поскольку традиционно ироничный стиль изложения мог вызвать неправильное представление о, якобы, критичной оценке автором этого финансового института. Отношение мое — однозначно положительное! Скажу больше: модная ныне в обывательской среде критика хедж-фондов не имеет под собой иных оснований, кроме банального непонимания подлежащих процессов. Не случайно, вопреки нескончаемому потоку журналистских «разоблачений», число хедж-фондов в мире стремительно возрастает: сегодня 8 тысяч «разбойников» контролируют более одного триллиона долларов.

Причина популярности: никакая другая форма коллективного инвестирования даже не приближается по эффективности и — как ни парадоксально это звучит! — защищенности к той, что задействована в хедж-фондах!

Сошествие богов

Идея создания чудо-фонда принадлежала Джону Меривезеру — легендарному трейдеру, заработавшему в 80-е годы для Salomon Brothers сотни миллионов долларов на арбитражных операциях с корпоративными облигациями и государственными казначейскими



▲ Идея создания чудо-фонда принадлежала Джону Меривезеру — легендарному трейдеру, заработавшему в 80-е годы для Salomon Brothers сотни миллионов долларов.

Вопреки потоку журналистских «разоблачений», число хедж-фондов во всем мире стремительно возрастает

▼ После того, как фонд Сороса обвалил национальную биржу Малайзии, премьер-министр страны Махатхир Мохамад в сердцах назвал финансистов «разбойниками с большой дороги».



билетами. Меривезер обладал не только гениальным чутьем, позволявшим свое временно открывать и закрывать выгодные позиции, но и редким талантом организатора — созданная под его руководством «Арбитражная группа» считалась лучшей командой на Уолл-Стрит: хладнокровные теоретики Эрик Розенфельд и Уильям Ласкер из Гарвардского университета, иранский сефард Виктор Хагани — птенец Лондонской школы экономики, Лоуренс Хилибранд из Массачусетского технологического института, отсюда же — доктор экономических наук Грегори Хокинс. Чтобы представить себе качество трейдинга в исполнении звездной команды Меривезера, достаточно одного факта: в 1989 году Salomon Brothers выплатила Лоуренсу Хилибранду долевой процент по результатам его трейдинга — 23 миллиона долларов!

Меривезер умело использовал успехи «Арбитражной группы», выбивая из руководства компании эксклюзивные условия компенсации: его трейдеры получали неслыханные 15% от прибыли по

всем проводимым сделкам, вызывая стойкую зависть остальных участников торговой площадки братьев Саломонов. Добром это не кончилось. Как-то раз трейдер «Арбитражной группы» второго эшелона признался Меривезеру в самовольном использовании денег клиента для закупки большой партии казначейских обязательств. Сделка пошла криво, образовалась недостача, однако проблема возникла не с клиентом, а с Казначейством, которое возмутилось косвенным вовлечением государственных бумаг в финансовые манипуляции. Меривезер отправил письменный рапорт руководству Salomon Brothers, и с учетом одноразовости сделки наказания не последовало. Вскоре, однако, стало известно, что шаловливый трейдер пользовал деньги клиентов многократно, направо и налево, устраивая феерические шоу из самовольных продаж и покупок облигаций. Трейдера уволили, однако пресса раздула скандал до таких масштабов, что Salomon Brothers пришлось собственноручно задушить курицу, исправно несшую золотые яйца более 10 лет: вслед за трейдером отправили в отставку и Джона Меривезера.

Такие обиды не забываются. План Великой Мести Меривезер вынашивал два года. Он мечтал о создании новой «Арбитражной группы», способной эффективностью сделок заткнуть за пояс бывшего работодателя. Для грандиозного проекта 46-летнего ирландца требовался грандиозный стартовый капитал, получить который можно было только под не менее грандиозные имена. Джон Меривезер нашел и то, и другое. Для начала он переманил из Salomon Brothers всех лучших трейдеров из своей бывшей «Арбитражной группы», затем ввел в учредители Long-Term Capital Management Дэвида Маллинса — вице-председателя Совета управляющих Федеральной резервной системы США. Однако по-настоящему тяжелую артиллерию прикатали в хедж-фонд Меривезера два величайших ученых мужа: Майрон Шоулз и Роберт Мертон.

В 70-е годы Шоулз вместе со своим университетским коллегой Фишером Блэком открыл формулу, позволяющую по стоимости акций определять цену выписанного на них опционного контракта. Разумеется, цена опциона, рассчитанная по формуле «Блэка-Шоулза», была чисто теоретической и разительно отличалась от реальных котировок на бирже. Однако торгующая публика сразу же восприняла ее как единственно «справедливую», что, в свою очередь, открывало заманчивые перспективы для практических инвестиционных решений: если реальная цена опциона на рынке была выше «справедливой» («блэк-шоулзской») стоимости, опцион следовало продавать; ниже — покупать.

Единственное, чего не хватало опционной модели «Блэка–Шоулза» для обретения статуса идеальной «техники динамического хеджирования», так это умения предсказывать изменения стоимости опционов с опережением событий. Эту брешь и закрыл Роберт Мертон. Прodelав интеллектуальное сальто-мортале, Мертон адаптировал к финансовому рынку опционов теорию японского математика Кийоши Ито, которая доселе применялась исключительно в ракетной баллистике для расчета траектории полетов. Можно только догадываться, с какой смесью сакрального ужаса и восхищения взирали традиционные участники биржи на опционные камлания хедж-фонда Меривезера!

Пылесос

Как только Майрон Шоулз оказался в LTCM, он тут же отправился по крупнейшим банкам собирать деньги. Представьте себе — в офис является человек-легенда, по учебникам которого обучались все менеджеры и трейдеры учреждения, начиная с самого начальника инвестиционного отдела! И теперь Великий и Ужасный лично удостоивает вас немислимой чести поучаствовать в совместном финансовом проекте. «А кто будет торговать на бирже? Как?! Сам Джон Меривезер?! Какое счастье, мистер Шоулз, что вы не прошли мимо нашего скромного заведения!»

Подобным макаром отцы-учредители LTCM собрали сходу 1,3 миллиарда долларов! О том, какая сторона пребывала в позе просителя, можно судить по драконовским условиям инвестирования в LTCM. Минимальный взнос — 10 миллионов долларов, срок инвестиции — три года, доля LTCM — неслыханные 25% от прибыли¹, никакого вмешательства в инвестиционную политику, полное устранение из структуры трейдинга, а также письменное обязательство ничего не спрашивать, ни во что не вмешиваться и никому ничего не рассказывать.

Брокерский счет открыли на имя Long-Term Capital Portfolio, зарегистрированной на Каймановых островах; управление портфелем осуществлял Long-Term Capital Management, штат Делавэр; бухгалтерию вел Merrill Lynch; а «мозговой штаб» заседал вдали от шума и гама Уолл-Стрит — в деревне Гринвич, штат Коннектикут.

Закипела работа. В основе всего трейдинга LTCM лежала метафизическая идея, которую Шоулз и Мертон, скорее всего, позаимствовали не из безбрежного багажа экономических знаний, а из талмудической мудрости о божественной гармонии, заставляющей все вещи в природе непременно возвращаться в исходное состояние. Концепция «справедливой» цены опцион-

ного контракта обретает практический смысл только в том случае, если трейдер верит, что «переоцененное» или «недооцененное» текущее состояние этого контракта — дело временное и опцион непременно обретет равновесие.

Окрыленная столь романтическим мировоззрением, «золотая когорта» Меривезера сделала ставку на так называемый *convergence*² — возврат опционного спреда к естественному цент-ростремительному состоянию. В частности, гигантские биржевые ставки были сделаны на конвергенцию между:

- ▶ доходностью американских, японских и европейских долговых обязательств;
- ▶ доходностью облигаций различных европейских государств;
- ▶ доходностью краткосрочных и долгосрочных государственных ценных бумаг США.

Особое место в портфеле LTCM занимали нейтральные арбитражные позиции в долговых обязательствах развивающихся государств (в первую очередь, российских ГКО) — они хеджировались «короткими» позициями в национальной валюте. Результаты, которых добился LTCM в первые три года своей активности, ошеломляют и обескураживают:

- ▶ 1994 год — 20% прибыли;
- ▶ 1995 год — 43% прибыли;
- ▶ 1996 год — 41% прибыли.

Обескураживают, поскольку речь идет не о рулетке на фьючерсных и валютных биржах с непредсказуемыми звездными взлетами и падениями. Портфелю LTCM не угрожал ни рост котировок, ни их падение, и прибыль практически была гарантирована уже в самый момент открытия позиций! В этом-то и заключалась соль опционного арбитража, которым так гордился Майрон Шоулз. Когда старика спросили, на чем LTCM делает деньги, он ответил: «Наш фонд — гигантский пылесос, засасывающий по всему миру десятицентовые монеты, не замеченные окружающими».

В 1997 году с «азиатскими тиграми» случился кирдык. Вернее, этот кирдык «случили» умельцы из хедж-фондов, действующих по соседству с LTCM. Особенно отличился Дьордь Шварц, известный всему миру как «сокрушитель национальных валют» Джордж Сорос. В подобных обстоятельствах прибыль LTCM существенно сократилась — до 27% годовых на капитале в 7 миллиардов долларов. Цифры эти, однако, обманчивы. 7 миллиардов находились в постоянно инвестированном состоянии — в арбитражно-опционные позиции на сумму

▶ Считается, что LTCM погубил российский экономический кризис 1998 года. Полнейшая чепуха! Суммарные позиции хедж-фонда Меривезера в ГКО и рублях были ничтожны.

в 125 миллиардов долларов, которые, в свою очередь, опосредованно контролировали денежные потоки, превышающие один триллион долларов!

В начале 1998 года Джон Меривезер и компания принимают удивительное решение: возвращают сторонним инвесторам 2,7 миллиарда долларов, сохраняя при этом все открытые позиции в нетронутым состоянии! Мотив: «Сокращение инвестиционных возможностей и падение их привлекательности».

Что ж, все справедливо: LTCM не видит возможности для дальнейшего расширения оборотов и выводит инвесторов из зоны повышенного риска. Непонятное широкой общественности желание сохранить открытые позиции — не более чем вынужденный шаг. Специфика арбитражного трейдинга, среди прочего, состоит и в том, что позиции нельзя закрывать по прихоти и первому желанию, иначе неизбежны существенные убытки.

Весной 1998 года LTCM опосредованно контролировал финансовые сво-





◀ В 70-е годы Майрон Шоулз вместе со своим университетским коллегой открыл формулу, позволяющую по стоимости акций определять цену выпущенного на эти акции опционного контракта.

реинвестирование в надежные американские Treasuries³.

Считается, что LTCM погубила Россия. Полнейшая чепуха! Суммарные позиции хедж-фонда Меривезера в ГКО и национальной валюте нашего отечества были ничтожны в сравнении с американским арбитражем. На самом же деле погубило LTCM то самое «бегство к качеству», которое срежиссировал Сорос: из-за массового притока капитала спред между краткосрочными и долгосрочными облигациями США вместо того, чтобы сокращаться (арбитражная ставка LTCM!), стал расширяться семимильными шагами. В один из сентябрьских дней убытки LTCM достигли 500 миллионов долларов! Всего же хедж-фонд Меривезера потерял 2,3 миллиарда долларов активов, что поставило LTCM в практически безвыходное положение.

В один из сентябрьских дней убытки LTCM достигли \$500 млн, а всего этот хедж-фонд потерял 2,3 миллиарда

пы на сумму в 1,25 триллиона долларов, что составляло 5% всего мирового рынка! Но LTCM с головокружительной скоростью приближался к своему моменту истины.

В начале августа 1998 года Дьордь Шварц пишет провокационное открытое письмо в Financial Times, предупреждая об экономическом хаосе, царящем в России. В Москве тут же отлавливают сигнал к действию и берут под козырек: 17 августа налагается мораторий на выплаты по государственным обязательствам на сумму в 13,5 миллиарда долларов. В едином, хорошо скоординированном порыве несколько европейских банков отказываются от обязательств по обеспечению валютного хеджа российского рубля. Начинается паника и массовое «бегство к качеству»: изъятие капитала из рискованных долговых обязательств развивающихся стран и их

подразделение Goldman Sachs, однако получили отказ. Тогда в игру вступил Нью-Йоркский банк Федерального резерва, организовав консорциум, который влил в LTCM 3,5 миллиарда долларов в обмен на 90% активов и контроль над управлением. Этих денег хватило, чтобы поддержать нейтральность всего арбитражного портфеля LTCM.

Когда труппа скоморохов, разыгравшая с ведома и попустительства мировой политической элиты commedia dell'arte с «российским коллапсом», угомонилась, отвалившись от кормушки в бесстыдном насыщении, иррациональные колебания рынка сошли на нет. И LTCM получил, наконец, возможность закрыть арбитражные позиции, выручив прибыль, достаточную, чтобы расплатиться к концу 1999 года со всеми своими инвесторами и кредиторами. В начале 2000 года хедж-фонд Меривезера прекратил существование.

Государство спасло частную компанию? Очередная сказка! Федеральная резервная система США представляет американское государство примерно в такой же мере, как и сам фонд Меривезера — обыкновенная частная компания, обслуживающая, к тому же, еще и не американские интересы. Fed никого не спасал: деньги, инвестированные в LTCM, выполняли роль технического кредита. К тому же, банкротство LTCM неминуемо вызвало бы цепную реакцию.

Сложнее разобраться с теоретическими просчетами партнеров LTCM. Похоже, их подвели романтические представления об иерархии властных структур в нашем мире. Они нажили иллюзию о всеисилии экономических законов и непреложности объективных истин. Отрезвление пришло в грубой, но доходчивой форме: в мире существуют и иные — не экономические — силы, способные в одночасье заставить гигантскую страну объявить дефолт в момент, когда в реальной экономике нет ни малейшей на то предпосылки! Есть силы, способные заставить крупнейшие банки отказаться от выполнения своих обязательств. Есть силы, способные в едином порыве развернуть флюгер «свободной мировой прессы» в нужном направлении и радикально перераспределить денежные потоки планеты. Короче, есть силы, для которых хедж-фонд, контролирующий более триллиона долларов, — всего лишь бумажный кораблик, дурашливо телепающийся в луже на обочине взрослого хайвея! □

Маразм куртозиса⁴

Homo sum, humani nihil a me alienum puto.

Publius Terentius Afer⁵

Вопреки российским потрясениям и катаклизмам на рынке, портфель LTCM по-прежнему оставался прибыльным! Ему просто не хватало денег для ежедневной поддержки нейтральности позиций. 23 сентября Goldman Sachs, AIG и Уоррен Баффетт предложили партнерам LTCM выкупить их долю за \$250 млрд, а затем инвестировать в хедж-фонд дополнительные \$4 млрд с последующим превращением LTCM в

1 Общепринятая для хедж-фондов практика — 15%.

2 Схождение, конвергенция (англ.).

3 Казначейские бумаги США (англ.).

4 «Куртозис» (в статистике) показывает степень, в которой «кривая» совокупности наблюдений является более рельефной или более слабой, чем нормальное распределение, чей куртозис равен нулю.

5 «Я человек, и ничто человеческое мне не чуждо» (лат.) — афоризм римского комедиографа Теренция, раба по происхождению, родом из Карфагена.