

# Глава 1

## Ужин в клубе Triangle Investment: пробиваясь сквозь хеджевые джунгли

Вчера вечером я был на ужине в клубе Triangle Investment. Там присутствовали еще человек двадцать пять. Одна половина гостей состояла из представителей хеджевых фондов, а в другую входили очень активные инвестиционные управляющие, ориентирующиеся исключительно на долгосрочные вложения капитала. По возрасту эту компанию тоже можно было разделить примерно пополам: много выдающихся представителей «старой гвардии» с вьющимися седыми волосами и рокочущими хрипылыми голосами, но немало и вкрадчивых молодых людей, говорящих скороговоркой. Независимо от возраста каждый из них был инвестиционным управляющим того или иного типа.

Triangle — это клуб инвесторов, главным образом мужчин, которые встречаются раз в месяц, чтобы обменяться идеями и узнать рыночные предпочтения друг друга. Я хожу туда не слишком часто, только по настроению. Для посещения таких мест нужно уметь создавать и сохранять на своем лице особую маску, поскольку, несмотря на то что каждый из присутствующих выглядит дружелюбно и весело, члены этого клуба относятся к наиболее конкурирующим между собой людям в Соединенных Штатах. На этих встречах определенно имеются возможности для общения и обмена информацией, но там точно нельзя расслабиться в атмосфере дружеского вечера со старыми проверенными товарищами по оружию.

В этот раз все происходило как обычно. В течение получаса или около того мы стояли с бокалами в руках и беседовали главным образом о том, как тяжело в наше время делать деньги. Я болтал с Джонатаном — управляющим хеджевым фондом стоимостью миллиард долларов, знаменитым магнатом, летающим повсюду только на собственном самолете Gulfstream. Я знаю его еще с тех пор, когда он был молодым аналитиком в легендарном хеджевом фонде Tiger Management Джулиана Робертсона. Он мне нравится, это один из тех, кто говорит вам именно то, что у него на уме.

Он, покачивая головой, рассказал мне, что через неделю его старшей дочери исполняется десять лет и потому вчера вечером он спросил ее, какой подарок она хотела бы получить к этой знаменательной дате. Она посмотрела на него и сказала: «Я могу попросить все, что захочу?» Он ответил: «Да», на что дочь заявила: «А ты не рассердишься? Это связано с самолетом». Джонатан был ошеломлен: кого он сотворил? Бедная маленькая богатая девочка! Она уже хочет иметь собственный самолет! Не без трепета он спросил: «Ну хорошо, и чего же ты хочешь?» — «Папа, — ответила она, — мне скоро десять лет, а я еще никогда не летала коммерческим рейсом. И мне больше всего хочется, чтобы мы поехали в настоящий аэропорт, постояли, как все, в очереди на регистрацию, сдали багаж, прошли проверку службы безопасности, ну и все такое. Другие девочки всегда так летают, а я еще ни разу». Вот так-то! Ох, как непросто хеджеру воспитывать детей!

## Непрошенные советы, золочение и мешки с песком

Затем мы разместились за длинным столом, украшенным свечами и свежими цветами, и председатель (на этот раз им был Леон) открыл заседание. Не более чем за четыре минуты каждый из присутствующих должен рассказать о своей любимой акции или инвестиционной концепции с указанием причин, по которым они его привлекают. При этом любой может высказать свои замечания, и отовсюду слышатся непрошенные советы. Поскольку участники ужина стремятся максимально полно высказать свою точку зрения, председателю приходится безжалостно прерывать выступающих, иначе мы будем сидеть так до утра. Некоторые говорят, что выносят для себя из такого обсуждения массу идей. Не могу сказать о себе то же самое, но замечу, что

действительно уходишь после встречи с ощущением того, что знаешь, каковы в данный момент настроения членов клуба и какие инвестиционные идеи они считают наиболее «горячими».

Вчера я почувствовал некоторое замешательство. Соотношение между «лонгами» и «шортами»\* («длинными» и «короткими» позициями) было достаточно сбалансированным, но некоторые выступления поражали воображение огромным количеством смелых гипотез. Один молодой парень с большим энтузиазмом поведал фантастическую историю о какой-то рискованной малайзийской нефтяной компании, занимающейся поисковым бурением скважин на береговой линии Борнео, которая по своим запасам конкурирует с Северным морем. Ну конечно! Другой деятель — менеджер взаимного фонда — рассказал о новом хирургическом методе, на 75% снижающем риск импотенции от заболеваний простаты. Затем последовали обычные завиральные истории о старых и новых рискованных затеях, связанных с Интернетом, а также обсуждение всего и вся — от пищевых добавок до нанотехнологий.

Предполагается, что в своем выступлении вы будете рекомендовать то, в чем сами уже участвуете, и большинство объявляет свои позиции еще до выступления. Как обычно, в этот вечер было много циничных и язвительных намеков, в адрес некоторых злостных нарушителей высказывались обвинения в золочении (излишнем украшательстве) и время от времени раздавались даже выкрики «Мешки с песком!».

Здесь нужно дать пояснения.

*Золочение* — это некоторое преувеличение реальных фактов и получаемых вами выгод, когда вы выступаете с приукрашенным вариантом вашей истории. Другими словами, если вы вкладываетесь в акции Sumantec и заявляете, что они дешевы, поскольку эта компания намерена существенно увеличить свой доход в следующем году, вы в своем выступлении в клубе можете зависить оценку этого дохода, сказав, что он составит от 3,5 до 3,75 долл. за акцию, тогда как на самом деле даже доход, равный 3,3 долл., будет выглядеть как

---

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

небольшое чудо. Но ведь никто не может предсказать точно доход какой-то экзотической технологической компании, а значит, почему бы не помечтать немного?

Золочение — сравнительно незначительное нарушение правил клуба, потому что каждый из нас все время занимается этим в той или иной степени. Члены клуба очень четко реагируют на втирание очков, так что вопиющее перевираание фактов будет иметь неприятные последствия для рассказчика и подорвет доверие к нему. Кроме того, члены клуба, которые разбираются в представляемой на их суд теме, не считают зазорным прервать и поправить выступающего. Конечно, это может быть весьма неприятно, но в этом и заключается часть обаяния подобных вечеров. Если кто-то рассказывает оригинальную историю и его никто не перебивает, это означает, что его идея является по крайней мере свежей и пригодной для реального воплощения.

А вот подсовывание членам клуба *«мешков с песком»* — гораздо более серьезное нарушение. Вас могут даже вышибить из клуба, если застигнут на месте преступления с поличным. «Мешками с песком» называют в высшей степени «позолоченные» истории, которые должны привлечь покупателей на те акции, которые рассказчик в это время тайно продает. Одно дело, когда вы рекомендуете инвестиционные позиции, в которых сами находитесь, о чем, как уже говорилось, большинство членов клуба заранее предупреждают своих слушателей, однако подсовывание *«мешков с песком»* — это совсем иное. Данный метод нечестен, это — обман и нарушение правил рыночной игры.

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

Одного парня по имени Ричард, принимавшего, как правило, участие в подобных встречах, всегда подозревали в том, что он «мешочник». Но такой серьезный проступок очень трудно доказать, а поскольку его действия до поры никому не приносили вреда, на его «мешки с песком» закрывали глаза. Кстати, Ричард — один из тех, кто настаивает на том, чтобы его называли именно Ричардом, а не Диком.

В настоящее время в хеджевом бизнесе попадают скользкие люди, замешанные в разных историях, связанных с использованием инсайдерской информации. Ричард не менее скользкий человек, хотя

и обладает гарвардским лоском, носит причудливые костюмы и в его речи проскальзывает бостонский акцент. Ричард уже довольно давно возвращается в этот бизнес, и один из членов клуба некоторое время был его партнером, однако их сотрудничество закончилось неприятным судебным процессом. Однажды Ричард заносчиво охарактеризовал себя как человека, который сделал себя сам, на что его бывший партнер немедленно отреагировал: «И теперь вы поклоняетесь своему создателю». Ричард очень шикарен, очень неприятен и заработал кучу денег — главным образом для себя. Но он подает свои инвестиционные истории с большой уверенностью и четкостью, и я предполагаю, что именно поэтому мы терпели его так долго.

Несколько лет назад мы с Ричардом четыре или пять раз сыграли в теннис. Надо сказать, для меня это было ужасно нервирующим испытанием, хотя я знал, что играю лучше, чем он. Если мяч после моего удара ложился близко к линии, он часто называл это аутом. Если при его подаче мяч явно уходил за пределы площадки на пару дюймов, Ричард обязательно подходил посмотреть на след от мяча. Все это выводило из себя и заставляло колебаться при принятии решений в спорных ситуациях. Когда же я выигрывал серию геймов, Ричард усаживался на скамейку и не менее пяти минут перешнуровывал свои кроссовки. Иногда он неверно называл счет, при этом всегда ошибался в свою пользу.

Я рассказывал об этом своим знакомым и обнаружил, что с ним у них возникали те же проблемы, вплоть до того, что однажды Ричард хотел даже начать сет заново, когда его противник повел 3:0. Проблема общения с ним во время игры заключалась в том, что любая попытка указать ему на нечестную игру превращалась в отвратительную сцену, свидетели которой решили бы, что оба ее участника — полные ничтожества. В итоге вы начинаете вести игру очень тщательно и стараетесь не подавать мячи близко к линиям. Каждый раз, когда мы заканчивали матч, я заявлял, что он был последним, но Ричард уговаривал меня сыграть еще одну партию. Как я уже говорил, я определенно знал, что играю лучше его, но его жульничество и всевозможные приемы сводили с ума, и в итоге, когда мы играли уже в четвертый раз, он все-таки победил. После чего немедленно расстрезвонил всем об этом, представив происшедшее как обычное для него достижение.

В конце концов Ричард зашел слишком далеко. На одной из встреч в клубе Triangle он рассказал интригующую историю об одной компании, которая тайно разработала очень эффективный препарат для потери веса без побочных эффектов. Он даже отбарабанил его состав, который ничего не говорил никому из присутствовавших. Вы просто принимаете таблетки два раза в день и уже через месяц теряете 4,5 килограмма веса! Было очевидно, что такой препарат взорвет рынок фармацевтических акций, произведя фурор среди страдающих ожирением американцев! Ричард сообщил нам, что видел результаты клинических испытаний, проведенных так называемым слепым методом (когда испытуемые не знают, принимают ли они плацебо или настоящее лекарство), и привел данные, указанные исследовательской группой Стэнфордского университета и Американской медицинской ассоциацией. Одобрение данного препарата Управлением по контролю за продуктами и лекарствами казалось неизбежным. Некоторые члены клуба знали кое-что об упомянутой компании: у нее было разрешение заниматься биотехнологиями, и она имела в своем штате ряд видных ученых, но вот финансовые дела ее шли неважно. Компания объявляла, что работает над препаратом для потери веса, однако аналитики биотехнологической отрасли, разумеется, относились к этому скептически.

Слушателей заинтриговала история, рассказанная Ричардом. Если дело обстояло именно так, то цены биотехнологических акций в скором времени должны были взлететь в космос. Ричарду задали множество каверзных вопросов, на которые он удачно ответил. Я уже упоминал, что его выступления всегда были полны уверенности и здравого смысла.

— Послушайте, — сказал он, — я уже давно знаком с директором этой исследовательской группы в Стэнфорде, он бывший председатель компании Pfizer. Понятно, что о генетике ничего нельзя утверждать с полной определенностью, но он рассказал мне, что при испытании этих таблеток на крысах были получены невиданные ранее результаты, причем не замечено никаких побочных эффектов. Крысы только стали выделять намного больше мочи, но ее состав не изменился. В общем, поступайте как хотите. Лично я уже вложил в акции этой компании значительную сумму и собираюсь прикупить еще.

На следующий день некоторые члены клуба выставили биржевые ордера о покупке и несколько удивились, когда их поручения были исполнены быстро и в полном объеме. Их удивление рассеялось две недели спустя, когда однажды утром та самая компания внезапно объявила, что отозвала свою заявку из Управления по контролю за продуктами и лекарствами. Выяснилось, что препарат действительно заставлял крыс похудеть, но в то же время вызывал неоперабельный и неизлечимый рак желудка. Курс акций компании немедленно упал. Я присутствовал на следующей встрече клуба, на которую Ричард не явился. Во время ужина один из гостей по имени Джон рассказал, что у него возникли подозрения, когда его очень крупный ордер был полностью исполнен практически мгновенно. Он проверил, кто являлся столь крупным продавцом этих акций. Им оказался брокер, услугами которого обычно пользовался Ричард!

Члены клуба переглянулись, словно фермеры, которые наконец выяснили, кто постоянно крал у них скот. Через месяц на очередной встрече Джон, крупный серьезный мужчина с большими руками, и несколько других гостей прижали Ричарда к стенке. Тот всячески изворачивался и уверял, что продал лишь небольшую часть своих акций, чтобы облегчить проигрышную позицию. «Пошел вон, ты, кусок дерьма», — спокойно сказал ему Джон, и Ричард выполнил это указание. Больше он не посещал собрания клуба, и я слышал, что он переехал в Лос-Анджелес.

## Это джунгли, и ежи уничтожают курицу, несущую золотые яйца

Так или иначе, после ужина вчера вечером некоторые из нас сплетничали о хеджевых фондах. Члены клуба Triangle, самоуверенные ветераны инвестиционных войн, не стесняются выражать свое мнение, да и знаем мы все друг друга много лет. Оскорбления сыпались подобно шрапнели в плохой день в Багдаде. Перепалка началась, когда кто-то отметил, что в Соединенных Штатах теперь 8 тысяч хеджевых фондов и что их капитал, в 1990 году составлявший 36 млрд долл., вырос к настоящему времени, вероятно, до триллиона долларов. Управляющий долгосрочного инвестиционного фонда на это ехидно заметил:

— Золотой век хеджевых фондов близится к концу, и кончится он шумным взрывом. Тот значительный объем капитала и то число талантливых специалистов, что собраны в настоящее время в хеджевых фондах, означают, что рынок любых активов находится сейчас под пристальным вниманием безумных инвесторов, которые целыми днями пялятся в экраны, перелопачивают огромные базы данных и перекачивают невероятные суммы денег со скоростью молнии. Это дает эффект возрастания цен и сокращения доходности неправильно оцененных инвестиций. Явные отклонения устраняются теперь практически мгновенно. На самом деле прибыль, зафиксированную хеджевым фондом, придется перераспределить между бóльшим числом фондов с бóльшими деньгами, что приведет к более низкой доходности инвестированного капитала. Риски тоже повысятся, поскольку хеджевым фондам приходится открывать бóльшие по объему и более концентрированные позиции. Мы своими руками убиваем курицу, несущую золотые яйца. Это уже не опасность смерти, это сама смерть.

— Не дождетесь, — отреагировал менеджер другого хеджевого фонда, допивая свой стакан бренди. — Наша курица жирнее и здоровее, чем вы думаете.

— Стратегия ожидания глобальных изменений ведет к катастрофе, — сказал другой участник. — На рынке слишком много новичков с деньгами. Приходится действовать очень быстро.

Я уставился на него.

— Рынок сейчас похож на джунгли, — продолжал он. — Крупных спекулянтов и инвесторов стало так много, что они постоянно сталкиваются друг с другом. За последние шесть месяцев появилось, должно быть, несколько сотен новых крупных хеджевых фондов, работающих с финансовыми деривативами и сформированных людьми, которые думают, что они новые Стэнли Дракенмиллеры\* или Луисы Бейконы\*\*. Некоторые из них слишком зелены и пугают своей глупостью. Они такие большие и неуклюжие, что могут травмировать вас при столкновении. Кроме того, вокруг развелось множество биржевых подразделений всех этих крупных инвестиционных банков, да еще

---

\* Крупный инвестор, зять автора данной книги и протезе Джорджа Сороса. *Прим. ред.*

\*\* Один из ста крупнейших трейдеров XX века, руководитель хеджевого фонда Moore Capital Management, основанного им в 1986 г. *Прим. ред.*

разные центральные банки-жулики вроде Bank Negara Malaysia. На прошлой неделе я был зажат между одним азиатским центральным банком и каким-то паникером из новообразованного хеджевого фонда. Все это сильно дезориентирует!

Однако говоривший не производил впечатления пострадавшего при столкновении, а выглядел загорелым и отдохнувшим, поэтому я проигнорировал его слова.

— Это вроде игры на деньги, в которую вступают более крупные и грубые игроки. Это раньше в нее было приятно играть, а теперь игра с каждым днем все жестче и опаснее, — хмуро заметил другой участник клуба. — Все сейчас сидят на стероидах, уровень насилия возрастает, и все это уже больше смахивает на американский футбол.

— Поскольку все больше фондов не способны заработать достаточную прибыль, чтобы покрыть затраты на выплату своих комиссионных, — вставил еще кто-то, — любовная интрига с хеджевыми фондами подходит к концу. Размер прибыльного пирога не увеличивается, а едоков становится все больше. «Не спрашивай, по ком звонит колокол: он звонит по тебе».

— Я бы не сказал, что размер пирога не растет, — возразил я. — По мере того как в наш бизнес влезают все эти молодые наивные задиристые идиоты с большими амбициями и планами, но не имеющие ни малейшего опыта, многие из них получают хорошую взбучку. И тогда их потери увеличат размер пирога, который достанется остальным.

Один из ветеранов посмотрел на меня, и на лице его было написано: «Кто ты такой, чтобы рассуждать о наивных идиотах?»

— Леверидж, леверидж, леверидж\* — вот что в конечном счете погубит вас, ребята, — сказал менеджер долгосрочного инвестиционного фонда. — Фактически с тех самых пор, как LTCM\*\* с его огромным балансом и различными видами дополнительных опционов (что бы это ни значило) потерпел крушение, хеджевые фонды утрачивают

---

\* Леверидж, или кредитное плечо (рычаг), возникает при заимствовании денежных средств (или ценных бумаг) для осуществления биржевых операций под залог имеющихся активов. Размер плеча определяется отношением объема заимствованных средств к размеру собственных активов. *Прим. перев.*

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

свой левверидж. Их место заняли их инвесторы — как индивидуальные, так и в виде фонда фондов, — постоянно увеличивающие левверидж. Клиентов такого фонда фондов не устраивает низкая прибыль, поэтому управляющим приходится обращаться в банк и брать кредит. А банки, особенно европейские, ожесточенно соперничают друг с другом, чтобы предложить своим состоятельным индивидуальным клиентам кредиты и увеличить тем самым свою долю участия в хеджевых холдингах. Теоретически это имеет смысл. Ведь у диверсифицированной корзины хеджевых фондов более низкая волатильность\*, нежели у отдельно взятого фонда, так почему бы им не поднять левверидж ради увеличения своих доходов?

— Да, это имеет смысл, — заметил кто-то еще, — но только до того момента, пока не грянет гром среди ясного неба, не поднимется волна цунами или не произойдет какое-нибудь событие с двойным или даже тройным среднеквадратичным отклонением, и тогда сами знаете что произойдет: корзина хеджевых фондов просядет на 10% не за год, а в течение месяца, и фонд фондов с увеличенным леввериджем мгновенно потеряет 15%. Что в таком случае произойдет дальше? Я вам скажу. Напуганные клиенты начнут забирать свои деньги из инвестиционных фондов, те, в свою очередь, станут выводить деньги из хеджевых фондов, и на рынке данного класса основных активов произойдет катастрофическое падение. И ни одной спасительной ниши. Фонды, поддерживавшие как «длинные», так и «короткие» позиции для обеспечения своего нейтрального рыночного положения, тоже уничтожатся, поскольку в процессе вывода денег их «лонги» сокращаются, а «шорты» увеличиваются.

— Обвал рынка угрожает не только хеджевым фондам, — подытожил менеджер долгосрочного инвестиционного фонда, — но и всем остальным.

На этом вечер был закончен.

---

\* Показатель волатильности оценивает степень изменчивости биржевых цен за определенный период времени. *Прим. перев.*