

Глава 8

«Ежи» всех мастей и размеров

На протяжении обычной рабочей недели в наши кабинеты нескончаемым потоком идут агенты по продажам различных активов, которые приводят с собой специалистов по вопросам стратегии, экономистов и аналитиков, чтобы они показали свои презентации. Некоторые их предложения могут быть интересными и даже стимулировать покупку, но, по существу, эти продавцы в отличие от нас ничем не рискуют. Они могут говорить все что угодно, потому что всегда имеют возможность переписать историю, если окажутся неправы. У нас нет такой роскоши. Мы не можем себе позволить напустить туману на результаты своей работы. Вот почему наилучшим, наиболее продуктивным для нас является общение с другими профессиональными инвесторами, которые, так же как и мы, обязаны отчитываться перед всеми о результатах своей работы и с которыми мы за эти годы по-настоящему сдружились. Они могут не раскрыть нам все свои секреты, но по крайней мере они играют в ту же игру, что и мы, и рискуют не меньше нашего.

Реальная работа инвестора по управлению деньгами других людей привлекает тех, кто обычно уверен в себе и в своих интеллектуальных способностях. Ищущий ум, чутье в биржевой игре и способность принимать жесткие решения в ситуации неопределенности — все это важные характеристики управляющего инвестиционным портфелем. Гамлеты не становятся успешными инвесторами. Поскольку результаты этой работы оцениваются не взирая на лица, при помощи четко рассчитываемых количественных стандартов, проигравшие не задерживаются в этом бизнесе надолго. По некоторым причинам работа в хеджевых фондах в особенности привлекает незаурядных личностей

с точно определенными представлениями об устройстве мира. Пришла пора рассказать здесь о некоторых из этих игроков, с которыми мне приходилось общаться.

Чтобы быть свиньей, причем большой, требуется смелость

Тим

Сегодня к нам на ланч прибыл Тим. Мы польщены, потому что он — настоящая легенда в мире хеджевых фондов. Тим — худощавый темноволосый красивый мужчина лет пятидесяти пяти. У него прекрасные манеры, он говорит тихо, со слабым британским акцентом и выглядит невозмутимым. Он вырос в Кении на кофейной плантации, которая до сих пор ему принадлежит. Он очень культурный, эрудированный человек. В течение большей части 1990-х годов он демонстрировал наилучшие результаты среди всех крупных хеджевых фондов мира. Его результаты больше не публикуются, но они все еще блестящие. Портфель Тима настолько сконцентрирован и используемый им размер кредитного плеча столь велик, что результаты его инвестиций характеризуются огромной волатильностью. Ну и что? Если вы долгосрочный инвестор, вы должны благодарно принимать высокую волатильность, ведь пятилетний составной доход в 25% лучше, чем стабильные 10%, но при этом вы должны стойко переносить волатильность и не паниковать при неизбежном наступлении плохого года.

У Тима лишь один секретарь, с которым он работает в тихом просторном офисе, расположенном в зеленом пригороде Лондона и заполненном старинной мебелью, изысканными восточными коврами и фарфором. Я думаю, что он управляет более чем одним миллиардом долларов, и похоже, что половина этой суммы принадлежит лично ему. На его прекрасном чиппендейловском письменном столе красуется табличка, которая гласит: «Большая свинья», — и стоит маленький фарфоровый поросенок с надписью «Чтобы быть свиньей, требуется смелость». Полагаю, что поросенка подарил ему Стэнли Дракенмиллер, придумавший ту самую фразу. Чтобы получать действительно крупный долгосрочный доход, вы должны стать свиньей и мчаться к своей цели, оседлав акции с растущей ценой.

Тим занимается глобальными *макроинвестициями* и использует как «короткие», так и «длинные» позиции. Он изучает мир, ища возможности для инвестиций. При этом он концентрирует свое внимание на классах активов, странах и основных группах акций. Например, в один из дней июня 2003 года, когда он посетил наш офис, он был в «лонгах» по акциям японских банков, российских и корейских компаний, а также по долгосрочным казначейским обязательствам и евро. В то же самое время у него была объемистая «короткая» позиция по доллару, размер которой в три раза превосходил сумму его активов. Он держал также «шорты» по акциям европейских и американских компаний — производителей основных предметов потребления, таких как продукты питания и напитки. Когда ему не хватает уверенности, он уменьшает свой левэридж и снимает биржевые приказы. Он называет это «держаться поближе к берегу».

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

Тим убежден, что сегодня из-за давления клиентов хеджевые фонды стараются избегать снижения номинальной стоимости своих активов (присадок) по итогам каждого месяца. В результате они

используют лимиты «стоп-лосс» и все виды механизмов контроля рисков, которые автоматически ведут к принятию управляющим определенных инвестиционных решений. Большинство этих решений плохи, управляющие всегда отказываются от противодействия господствующей тенденции и похваляются тем, что умеют занять на рынке нейтральную позицию. В результате они становятся краткосрочными трейдерами, ориентированными на тренд. Тим утверждает, что такой подход создает благоприятные возможности для тех инвесторов, которые используют леверидж, принимают волатильность и имеют долгосрочные взгляды. «Принимайте волатильность и концентрируйте активы, — говорит он. — Диверсификация — враг результативности».

Тим делает и другой интересный вывод. «Управление инвестиционным портфелем требует уединенности, — заявляет он. — Я не могу работать с партнерами. В конце концов, лишь один человек должен принять к утру решение о продаже или покупке». Команды управляющих и даже гораздо меньшие группы обычно находятся в поиске компромиссных решений, которые всегда будут хуже, чем правильное решение отдельной личности, мысленно сосредоточенной на одном портфеле, в котором под угрозой риска находятся ее собственные деньги. Тим говорит, что он не застрахован от ошибок и часто принимает неверные решения, но по крайней мере процесс принятия этих решений происходит без какого-либо давления извне.

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

Тим прислушивается к мнению лишь нескольких избранных инвестиционных стратегов и аналитиков, для остальных он недостижим. Он общается с другими управляющими и бизнесменами, которые работают в реальных секторах экономики. Я не думаю, что он прочитывает всю массу исследований с Уолл-стрит, но знаю, что он их действительно просматривает и обращает внимание на диаграммы. Когда я спросил его, как он формирует свои инвестиционные идеи, его первой реакцией было недоумение. Затем после некоторых размышлений он сказал, что весь фокус заключается в постоянном пополнении базы знаний. В какой-то момент, при наступлении некоторого события или при поступлении новой информации, запускается мыслительный процесс, и вы внезапно обнаруживаете наличие инвестиционной возможности. Вы не можете форсировать этот процесс. Вы должны быть терпеливы и ожидать его продолжения. Если дело не движется, «держитесь поближе к берегу».

Обычно у Тима примерно 10 позиций, и он утверждает, что наиболее эффективный метод вложения капитала заключается в том, чтобы сделать несколько крупных ставок, которые позволят добиться серьезного преимущества и в успешности которых вы действительно убеждены. И далее вы должны четко следовать своим убеждениям. Недавно он говорил мне, что у него открыты три позиции. Он был в «шорте» с тройным кредитным плечом по доллару и в «лонге» на сумму, равную 100%-ной стоимости своих активов, по японским бумагам, одна половина которых относится к банкам, а вторая — к биржевому индексу Японии TOPIX. Кроме того, он держал в качестве страховочной позиции двухлетние американские казначейские обязательства на сумму, равную 200% активов своего фонда. Иногда он открывает некоторые экзотические позиции: например, в настоящий момент у него есть существенные вложения в один северокорейский банк и в коммерческую недвижимость в Санкт-Петербурге. Акции банка продавались за треть балансовой стоимости, а недвижимость приносит 15% дохода.

Тим непрерывно путешествует. Он очень пытливый и любознательный человек. Он работает почти как секретный агент. Например, у Тима есть крупные вложения в российских и японских банках. В связи с этим он не ограничивается обычной программой встреч с руководством компаний и правительственными чиновниками в Москве

и Санкт-Петербурге. Напротив, учитывая, насколько Россия зависит от нефти, он в прошлом году отправился в изнурительную недельную поездку по Сибири, посещая российские нефтяные компании. При работе с японскими банками он пользуется множеством нетрадиционных источников информации. Я знаю, что с топ-менеджерами двух из этих банков он поддерживает давнюю связь и летает в Токио, пожалуй, четыре или пять раз в год.

Как я уже говорил, Тим считает, что управление капиталовложениями — мучительное занятие, предназначенное для одиночек, и что активные личные отношения с людьми, которые на вас работают, чрезвычайно вредны и отвлекают от дела. Все ваше внимание должно быть полностью сосредоточено на вашем инвестиционном портфеле и на событиях, происходящих в мире и на рынках. Ваша цель — извлечение прибыли, а не построение надежной компании или выращивание блестящих молодых макроаналитиков. Практически все другие успешные управляющие хеджевых фондов, которых я знаю, хотят создать наследство, организовать свой бизнес так, чтобы в будущем он мог выжить без их личного участия. И нередко эта навязчивая идея становится причиной их крушения.

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

Единственный ответ на эти вопросы, который приходит мне в голову, состоит в том, что Тиму просто нравятся «высокооктановые» инвестиции, и я знаю, что он считает вложения с огромным риском единственно верным способом управлять деньгами. Ему должны нравиться путешествия. Этот спокойный, тихий и строгий человек

должен трепетать при выбросе адреналина от захватывающих успехов и быть способным спокойно пережить периоды крупных потерь. Если вы инвестируете в хеджевые фонды, то что вы предпочтете в качестве итогового результата пяти предстоящих лет? 20–25%, которые будут стоить вам немалых переживаний, или спокойные и стабильные 10–12% дохода?

Бородатый пророк апокалипсиса

Винс

Еще одного человека, которого я знаю много лет, зовут Винс. Этот небольшой рассказ о нем появился после нашего совместного обеда, имевшего место прошлым летом.

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

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

Некоторые называют его «бородатым пророком апокалипсиса», но я прислушиваюсь к его словам, потому что его суждения чрезмерно экстравагантны, но в жизни, как в финансовой, так и в социальной

сфере, события иногда доходят до таких крайностей, что кажутся непостижимыми для обычных умов. Винс много читает; он ярый сторонник английского журналиста и историка Пола Джонсона и его теории важности «непреднамеренных последствий». Когда доходность долгосрочных казначейских обязательств составляла 15%, Винс предсказал ее падение по крайней мере до 5%, прежде чем это произошло. Когда индекс Доу торговался при коэффициенте P/E, равном 9, он сделал прогноз о том, что этот показатель поднимется до уровня 25. В тот момент я был согласен с направлением его мыслей, но думал, что величина указанного им целевого ориентира слишком завышена.

Винс говорит очень быстро, с большой страстью и иногда хихикает, как безумец. Отчасти он технический аналитик, отчасти историк, и в большой степени — мистик. Винс — грек, беженец-иммигрант и нью-йоркский хулиган. Он никогда не учился в колледже и иногда любит казаться неотесанным. Однажды он пришел в коктейль-зал роскошного отеля и громко сказал пианисту: «Сыграйте-ка что-нибудь из Пикассо». А когда пианист изумленно на него уставился, он добавил: «О'кей, тогда из Рембрандта». У него густая борода, и при поцелуе в щеку, на котором он настаивает при встрече, можно довольно сильно уколоться, но меня это не слишком беспокоит. У него резкий голос, и он может поставить вас в неловкое положение. Сейчас он живет не в самом Нью-Йорке, но вчера позвонил мне и сказал, что хочет мне кое-что сказать. Итак, он приехал в город, и мы встретились за обедом в одном из тех темных дорогих французских ресторанов, где у официантов чувственные, аристократические лица.

Винс считает себя пророком социальных и финансовых изменений. Он верит в то, что и цены, и общество вращаются вокруг некоторой центральной точки и в конечном счете возвращаются к своим усредненным значениям; но человеческая природа дико эмоциональна, а значит, люди склонны к беспорядочному накоплению критической массы, что приводит к бумагам и разорениям. В мире, где посредством телевидения и Интернета осуществляется вездесущая и фактически мгновенная связь, ужасающая несдержанность проявляется быстрее и чаще, нежели когда-либо прежде. По его словам, накопленная масса излишеств 1990-х годов лишь начала уничтожаться, вторичные

же последствия приведут к социальной и финансовой революции, которая уничтожит еще один огромный пласт бумажного богатства и преобразует общество. Винс очень набожный человек, поэтому он начал с цитирования «Книги Екклесиаста»:

Всему свое время, и время всякой вещи под небом.
Время рождаться и время умирать; время насаждать и время вырывать посаженное...
Время плакать и время смеяться; время сетовать и время плясать...
Время искать и время терять; время сберегать и время бросать;
Время раздирать и время сшивать; время молчать и время говорить...

— Сейчас для Америки плохое время, — сказал Винс. Его глаза блестяли из-под свисающих волос. — Время плакать и считать потери. Жуткая коррупция и жадность Уолл-стрит и корпоративной Америки испоганили золотой кладезь капитализма. Благодаря телевидению и Интернету люди во всем мире узнали, что капитализм и глобализация — порочные системы, которые делают богатых еще богаче, а бедных еще беднее. Они слышат, что если двадцать лет назад зарплата генерального директора превышала заработок среднего рабочего в сорок три раза, то теперь она превосходит его в пятьсот тридцать один раз. Никто не знает, действительно ли это так, но люди верят этому.

Винс выдохнул на меня сигаретный дым (да, он все еще курит красные «Мальборо»):

— А инвесторы теперь знают, что бухгалтеры компаний были коррумпированы и что публиковавшаяся прежде отчетность о доходах даже флагманов американского капитализма была сфальсифицирована героическими топ-менеджерами, с тем чтобы они могли подороже реализовать свои опционы. Даже некоторые из лучших компаний подписывали филькины грамоты и содержали аналитиков, которые были лгунами. Брокеры оказались заложниками, брошенными на съедение волкам. Инвесторы всегда знали, что Уолл-стрит — это казино, но они думали, что там, по крайней мере, играют по правилам. Они ошибались: это была гигантская хитроумная схема Понци, этого итальянского жулика, строителя финансовых пирамид, в которой они играли роль жертв. Люди не собираются прощать и забывать через год или два нанесенные им тяжкие обиды. Это долгосрочный, а не циклический процесс.

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

Винс разразился своим резким смешком.

— Правильно, — наконец сказал он, — но вторичные последствия еще не проявились. Инвесторы, вложившие свои деньги в открытые фонды акций во время самого сильного в истории «бычьего» рынка, получали по 6% в год, тогда как рост S&P доходил до 17%, потому что людям *говорили*, что рынок перегрет и дорос до своего предела. Теперь же многие фонды акций упали на 50% от своих максимумов; технологические фонды потеряли 70%. Журналистка Гретхен Моргенсон в газете The New York Times ведет крестовый поход против компаний, управляющих инвестициями, менеджеров портфелей и директоров фондов. И это только начало. Юристы, специализирующиеся на групповых исках, будут копать и копать и выискивать всякий мусор. Они заработают на этом большие деньги. Потом наступит фаза изъятия денег из фондов. Пока ее время еще не пришло. Потребуется целое поколение, чтобы восстановить доверие. Не забудьте, что в 1970-х американские открытые фонды потеряли 50% от максимального размера своих активов, а японские взаимные фонды потеряли 90% своих активов в период между 1990 и 2000 годами. Последствия этого громадного долгосрочного «медвежьего» рынка только начинают проявляться. Кроме того, бедствие ожидает пенсионные фонды. Личные счета людей, которые подписались на все эти пенсионные планы с установленными взносами, безнадежно недофинансированы — это бомбы с часовым механизмом. Вот вам последствия «пузыря». Нас ждут судебные иски против банкиров и брокеров, которые будут продолжаться без конца и уничтожат огромную часть капитала. Акции обвиняемых будут продаваться со скидками к балансовой стоимости, а не с премиями, как раньше.

Я с дрожью подумал об акциях Morgan Stanley, которые у меня еще были.

— Я понимаю ваше беспокойство, — я старался говорить спокойно, — но апокалипсис, о котором вы говорите, не случится, если фондовые рынки не продолжат долгосрочное падение. Легко кричать о крушении, когда цены падают и ситуация выглядит ужасно, но, как

говорит Уоррен Баффет, держать пари против Америки никогда не было разумным занятием.

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

Кроме того, еще один «пузырь» собирается взорваться. Существующие цены на дома росли на 7–8% в год при финансовой поддержке ипотечных агентств Fannie Mae и Freddie Mac. Стоимость роскошной недвижимости от Парк-авеню до Беверли-Хиллз и от Саутгемптона до Аспена рухнет. После взрыва очередного финансового «пузыря», случающегося в истории, бумажное богатство всех видов всегда испаряется. Оно было создано из ничего и будет развеяно, подобно туману на ветру. Цена средней квартиры класса люкс в Токио упала с 1,2 млн долл. в 1990 году до 250 тыс. долл. в 2003-м. В 1930-х цены на произведения искусства снизились на 80%. Цены на восточные ковры рухнули. Эффект отсроченной отрицательной реакции всегда срабатывал одинаково. Почему на этот раз должно быть по-другому? На то, чтобы вторичные последствия проявились, требуется время — годы, — особенно учитывая, что центральные банки решительно срезают процентные ставки и затопляют экономику ликвидностью. Однако последствия могут быть только отложены, но не предотвращены. Через три года американская экономика будет пребывать в депрессии, индекс S&P 500 будет равен 500 пунктам, и в Америке произойдет революция, может быть, фашистская, подобная той, что произошла в Германии в 1930-х годах.

— Винс, вы снова впадаете в сумасшедшие крайности, — усмехнулся я. — Вы предсказали девять из трех последних «медвежьих»

рынков. Апокалипсиса не будет. Сейчас американская социально-экономическая система самая гибкая и приспособляющаяся в истории. В распоряжении властей имеется множество финансового и денежно-кредитного оружия, и они не будут сидеть сложа руки и наблюдать за крахом американской экономики. Кризисы, подобные тем, что имели место в Соединенных Штатах в 1930-х и в Японии в 1990-х, были следствием не только лопнувших фондовых «пузырей»; их первопричина кроется в серьезных политических ошибках. Федеральная резервная система может ошибаться, недооценивая серьезность ситуации, но худшим результатом этого будет стагфляция, а не депрессия и дефляция.

— Слишком поздно! Я еще ни слова не сказал об экономическом воздействии усиления террористической угрозы. Оспа, ядерные взрывы, террористы-смертники в торговых центрах...

— Не продолжайте. Я могу себе такое представить. И что вы предпринимаете в связи с этим?

— Я храню 550 тысяч долларов в золотых монетах в сейфе в крупном нью-йоркском банке, но меня терзают опасения. Серьезный террористический удар может вывести из строя источники электроэнергии, и я не смогу войти в хранилище, чтобы забрать свое золото. Кроме того, эти крупные банки — настоящие шлюхи. Потом, даже если я смогу войти в хранилище, при том хаосе и мародерстве, которые будут царить на улице, найдутся головорезы, которые тут же отберут у меня мое золото. Так что лучший страховой актив — боевая винтовка и консервы или, может быть, дом в Новой Зеландии.

Недавно я снова встретил Винса. Его взгляды существенно не изменились. Он признает, что поторопился с определением сроков, но апокалипсис все равно неизбежен. Почему я слушаю Винса? Во-первых, потому что мы должны представлять себе сценарий Судного дня. Мы должны по крайней мере учитывать его, чтобы подготовиться и вовремя отреагировать при появлении первых признаков надвигающегося бедствия. Однажды Винс сказал мне: «Вы, коренные американцы, жили в уникальном золотом веке. С вами ни разу не случилось ничего плохого. Мы, дети европейских беженцев, — реалисты. Мы знаем, что невообразимые катастрофы все же случаются». Во-вторых, этот человек сделал несколько точных прогнозов, и, к сожалению, в том, что он говорит, есть доля правды. 1930-е годы были временем

полного разгрома, и возврат к нему возможен. Иногда я подумываю о создании личного золотого запаса. Золото редко привлекало меня, все-таки это вложение с отрицательным доходом и еле различимой действительной инвестиционной стоимостью. Его цена определяется главным образом страхом — страхом перед инфляцией, войной и бумажными деньгами.

Я воспринимаю Винса как музыкальный фон. Все время, пока я занимаюсь инвестициями, находились сумасшедшие, которые без усталости провозглашали возможные, но очень маловероятные сценарии наступления Судного дня с его войнами, чумой или финансовым крахом. Кроме того, всегда существует незначительная вероятность каких-то ужасающих событий, подобных терактам 11 сентября 2001 года или эпидемии птичьего гриппа, но вы не сможете эффективно управлять деньгами, если все время ожидаете чего-либо подобного.

Человек Джулиана

Летом 2003 года я вместе со своими близкими летел на личном самолете Джулиана Робертсона в Сан-Вэлли на семейный пикник.

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

В самолете Джулиана был один из его новых протеже. Этому деятелю немного за тридцать, он привлекателен, уверен в себе и очень общителен. Он окончил Гарвардский университет, а затем и школу бизнеса при нем. С тех пор вся его деловая жизнь была сосредоточена в бизнесе хеджевых фондов (его жена тоже работает трейдером

с неполной занятостью в другом хеджевом фонде). Сначала он работал в фонде, созданном одним бывшим «тигренок», а затем при поддержке Джулиана организовал свой собственный фонд. Он сумел заработать прибыль на «медвежьем» рынке 2000–2002 годов, и теперь, по словам Джулиана, инвесторы с удовольствием вкладывают в него деньги.

Этот парень управляет «длинно-коротким» рыночно-нейтральным фондом с капиталом 500 млн долл. *Рыночная нейтральность* фонда означает, что он регулирует свои «лонги» и «шорты» с учетом волатильности и сохраняет свою зависимость от рыночной конъюнктуры на очень низком уровне. Другими словами, такой фонд может быть в «лонге» на 80% от размера своих активов и в «шорте» на 60%; таким образом, чистый размер зависящей от волатильности рынка позиции составит лишь 20% от капитала. В его фонде работают семь аналитиков, концентрирующих свое внимание на средних и мелких компаниях, которые они знают как свои пять пальцев. Он продает акции тех компаний, которые считает слабыми, переоцененными и мошенничающими с финансовой отчетностью, и покупает акции, которые разумно оценены и имеют солидные бизнес-планы. Он сказал мне, что сейчас они держат «короткие» позиции примерно по 70 акциям и «длинные» по 30. Я слышал лишь несколько названий из тех, что он отбарабанил. С начала года их инвестиционный портфель показывает пока слабые результаты и имеет убыток в несколько процентов.

Он был очень откровенен и рассказал мне, что во II квартале 2003 года, когда индекс S&P 500 поднялся на 10%, он был на 35% активов в «лонге». В течение квартала акции, которые он купил, подорожали на 11,5%, а те, по которым он был в «шорте», тоже поднялись в цене на 24%, так что в результате он заработал только 2%. Почему же он продолжал держать «короткие» позиции, если их результаты были такими паршивыми? По его словам, это произошло не потому, что его аналитики оказались неправы, а потому, что выбором акций для покупки и продажи занимаются слишком многие, мешая друг другу и размывая ответственность, особенно когда речь идет о закрытии «короткой» позиции. Компания может быть в кризисе, но если у вас слишком объемистая «короткая» позиция по ее акциям в тот момент, когда рынок растет, у вас может возникнуть желание закрыть свой

«шорт». Аналитики вообще не помогают в момент разворота рынка. Он сказал также, что был настолько разочарован результатами работы такого многочисленного штата аналитиков, что стал управляющим аналитического отдела, вместо того чтобы заниматься выбором акций и инвестициями, что, по его мнению, гораздо более соответствует его желаниям и способностям. Это был очень интересный разговор.

Как найти смысл среди «шума» и «лепета»

Талеб

Сегодня я поднялся на 3200 шагов по вьющейся тропе, ведущей на Лысую гору. В тишине и спокойствии, присущих замечательной природе штата Айдахо, я шел и размышлял о нашем инвестиционном портфеле. Нет ничего лучше для раздумья в одиночестве, чем прогулка в горах, и эти два занятия вряд ли могут существовать друг без друга.

Вероятно, наибольшая интеллектуальная проблема, с которой должен бороться инвестор, — постоянный шквал «шума» и «лепета». «Шум» — это излишняя, недолговечная информация, которая является случайной и в основном не способствует принятию инвестиционных решений. «Лепет» — это болтовня и набор мнений множества действующих из наилучших побуждений, привлекательных «говорящих голов». Колоссальная задача, стоящая перед серьезным инвестором, заключается в том, чтобы перегнать эту непомерную массу информации и мнений в знание, а затем извлечь из него смысл, пригодный для принятия инвестиционного решения. В дальнейшем этот смысл, возможно, приведет к мудрости, которая должна транслироваться в доходность — единственную вещь, имеющую значение. Для общения с клиентами очень полезным качеством управляющего является умение с уверенностью произносить умные вещи, но чаще всего наших инвесторов не волнует вопрос, насколько хорошо мы осведомлены и насколько членораздельно высказываем свои мысли. Их заботят только показатели нашей работы. Управление информационным потоком и отделение «шума» в эпоху Интернета стало еще более трудной задачей из-за того, что объем доступных данных возрос в геометрической прогрессии. А «лепета» хватало во все времена.

«Шум» и «лепет» могут оказаться очень опасными для вашего инвестиционного здоровья, но значительная часть информации нередко распространяется с наилучшими намерениями. Как управляющему мне ежедневно приходится иметь с этим дело. Человек по имени Нассим Николас Талеб, управляющий хеджевого фонда, написал книгу «Одураченные случайностью», в которой приведено много проницательных мыслей о «шуме» и «лепете». Одна из основных тем для Талеба заключается в том, что мудрый человек слушает, чтобы найти смысл, дурак же получает только «шум». Древний писатель Филострат сказал: «В отличие от богов, знающих будущее, обычные люди ощущают лишь настоящее, но мудрые чувствуют то, что произойдет». Более современный греческий поэт Константинос Кавафис написал:

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

Я встречался с Талебом лишь однажды, и это было на Мэдисон-авеню. На суперобложке его книги написано, что он является основателем фирмы Empirica, «хеджевого фонда, охотящегося за кризисом», — что бы это ни значило. «Одураченные случайностью» — серьезная, высокоинтеллектуальная книга, требующая тщательного изучения. Время от времени ее снисходительный тон вызывает ощущение того, что автор обнаружил Святой Грааль инвестирования. Но нет на самом деле никакого Грааля, и космополитический тон может отчасти сбить с толку. Однако книга содержит несколько действительно важных идей.

Так, автор объясняет различие между «шумом» и смыслом на следующем примере, иллюстрированном *табл. 8.1*.

Предположим, что есть некий отличный инвестор, который может заработать на 15% больше доходности казначейских обязательств с 10%-ной годовой волатильностью. Анализ стандартного отклонения показывает, что примерно в 68 случаях из 100 результат его работы будет попадать в диапазон между +25% и +5%, а 95 траекторий развития событий приведут в интервал от +35% до -5%. В действительности у этого инвестора 93%-ная вероятность получения сверхприбыли в каком-либо году. Однако с сокращением временного интервала вероятность получения сверхприбыли резко уменьшается.

Таблица 8.1. Вероятность получения сверхприбыли, %

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

Это стандартное измерение вероятности в рамках метода Монте-Карло. Однако Талеб сделал важное наблюдение: почти все инвесторы испытывают больше страданий от потерь, нежели удовольствия от выигрышей. Мúка сильнее экстаза. Не знаю почему, но это так. Возможно, причина в том, что инвестиционный бизнес порождает неуверенность.

Но, как свидетельствует *табл. 8.1*, пока инвестор сосредоточен на ежедневной или даже ежеминутной доходности своего инвестиционного портфеля, продолжительность ощущения боли увеличивается, а продолжительность удовольствия сокращается.

Это очень плохая динамика, если учесть, что мгновения боли более остры, чем периоды удовольствия. Проблема в том (и Талеб не говорит об этом), что инвестиционная боль вызывает беспокойство, которое, в свою очередь, может привести к тому, что инвесторы могут принять плохие решения.

Другими словами, непрерывный контроль над показателем доходности не способствует ни поддержанию вашего душевного здоровья, ни благосостоянию вашего портфеля, даже при том что разработчики и поставщики современных систем управления инвестиционными портфелями энергично продвигают свой товар. В некоторых хеджевых фондах постоянно, непрерывно на экраны сотрудников выводятся данные о прибылях и убытках фонда. Догадайтесь, на что они круглый день смотрят. Талеб утверждает, что эти фонды, вероятно, добились бы большего успеха (и были бы счастливее), если бы подводили только ежемесячные или даже ежегодные итоги своей работы. (Откровенно говоря, я полагаю, что это утверждение оторвано от реальности. Подведение ежедневных итогов не означает, что эти цифры будут вас подавлять.)

Большинство инвесторов думают, что действуют рационально, но фактически они склонны тонуть в случайностях и подвергаться эмоциональной пытке краткосрочными колебаниями показателя доходности своего портфеля.

Тaleb говорит: «Когда я вижу, что инвестор контролирует свой портфель и следит за живыми биржевыми ценами в режиме онлайн, получая котировки на свой мобильный телефон или «наладонник», это вызывает у меня улыбку».

Иными словами, выключите свой терминал Bloomberg. Когда инвестор сосредоточивается на кратковременных колебаниях, он наблюдает изменчивость своего портфеля, а не его доходность, короче говоря, происходит «обман случайностью».

Наши эмоции не приспособлены к тому, чтобы воспринять этот ключевой момент, но, будучи инвесторами, мы обязаны справляться с нашей подверженностью эмоциям. Это непросто, и Taleb признает это.

Тaleb говорит, что он делает это, отказывая себе в доступе к информации, за исключением редких случаев. «Я предпочитаю читать поэзию, — говорит он. — Я чувствую в себе необходимость размышлять где-нибудь на скамейке в парке или в кафе, но могу заниматься этим только на некотором отдалении от источников информации». Он считает, что лучше читать журнал *The Economist* от корки до корки один раз в неделю, нежели газету *The Wall Street Journal* каждое утро, при этом имеет в виду как периодичность, так и значительное различие в интеллектуальном содержании этих изданий. «Мое единственное преимущество в жизни, — пишет Taleb, — состоит в том, что я осознаю наличие у себя некоторых слабостей и в первую очередь понимаю, что не могу хладнокровно наблюдать за изменениями показателя доходности своего портфеля». Однако если вы собираетесь размышлять, сидя на скамейке в парке, вам все же лучше почитать и послушать что-нибудь перед этим.

Как работает суперзвезда инвестиционного бизнеса

Джейк

Несколько дней назад я долго разговаривал по телефону с одним из поистине бессмертных богов мира хеджевых фондов. Его результаты за

последние двадцать лет захватывают, хотя, конечно, подобно любому управляющему, иногда он допускает ошибки. Капитал его фонда составляет сейчас около 5 млрд долл., и он практикует макропоккрытие. Он торгует, вероятно, семью или восемью классами активов (такими как биотехнологии, азиатские и европейские ценные бумаги, спекулятивные облигации, бумаги развивающихся рынков и т. п.), в каждый из которых вкладывает от 100 до 400 млн долл., в зависимости от собственного видения данного сектора. Джейк получает результаты, распределяя средства между классами активов, а его управляющие соответствующими портфелями в идеале извлекают дополнительную прибыль, превышающую индекс роста в каждом конкретном секторе. Иногда Джейк покупает или продает индекс, чтобы застраховать портфели своих управляющих. Но если кто-то из его менеджеров не справляется с поставленной перед ним задачей, его немедленно увольняют. Джейк известен как жесткий, но справедливый и щедрый начальник.

Если окинуть взглядом мир хеджевых фондов, можно сделать вывод, что в нем имеется примерно полдюжины суперзвездных инвесторов, целый ряд просто хороших профессионалов и множество тех, кого можно назвать лишь подмастерьями. Суперзвезды вроде моего бессмертного Джейка, как правило, управляют собственными хеджевыми фондами, стабильно повышая и без того крупные результаты. Хорошие инвесторы обеспечивают обычно долгосрочную доходность, превышающую рост значений индексов на несколько сотен базисных пунктов с учетом выплаченного вознаграждения, что не является легким делом. Что касается подмастерьев, у них могут быть случайные взлеты в какой-то период, когда они ярко освещают ночное небо, но в долгосрочной перспективе они не способны постоянным и предсказуемым образом превосходить индексы с учетом вознаграждения. От услуг таких ничем по-настоящему не выдающихся персон, которые почти все время демонстрируют рост ниже среднего уровня, быстро отказываются.

Это не значит, что подмастерья — некомпетентные или никчемные люди. На самом деле это в основном яркие личности с красивой речью, они хорошо одеты и зачастую просто очаровательны. Кроме того, они умеют очень ловко болтать на инвестиционном жаргоне. Но вы не должны сочувствовать им. Один из парадоксов этого бизнеса

состоит в том, что работающие в нем профессиональные инвесторы, обеспечивая доходность лишь на уровне соответствующих эталонных индексов или чуть выше, получают очень щедрое вознаграждение по сравнению со специалистами, обладающими любой иной профессией в мире. Причина этой аномалии в том, что управление инвестициями — растущий бизнес и подмастерья достигают доходности на уровне индексов *после того, как произведен учет* выплаченного им вознаграждения, так что они действительно представляют для своих компаний некоторую ценность. Менеджеры хеджевых фондов могут заработать себе еще более возмутительное вознаграждение, но оно, по крайней мере, почти исключительно зависит от результатов их работы. Это во многом походит на ситуацию с оплатой выступлений профессиональных спортсменов.

Что касается суперзвезд, то о подлинности их блеска существуют противоречивые мнения. *Хорошие* инвесторы и даже бóльшая часть подмастерьев образованны нисколько не хуже их, они столь же сосредоточены и активны в своей работе, так что же в таком случае вызывает различия между ними? Гениальность, волшебство или же элемент удачи? По-моему, это Уоррен Баффет был автором дающего пищу для размышлений сравнения между суперзвездными инвесторами и финалистами гипотетического общенационального соревнования по бросанию монеты. Это выглядело примерно так.

Предположим, что все жители Америки вовлечены в соревнование по угадыванию исхода подбрасывания монеты, где все соперники, внося по 10 долл., могут рассчитывать на денежный приз, который будет разделен между восемью четвертьфиналистами. Вы только подумайте! 200 млн участников борются за приз в 2 млрд долл. Достаточно было бы одного еженедельного состязания по бросанию монеты с выбыванием игроков, чтобы вокруг этого соревнования завязалась целая драма. После шести месяцев непрерывных состязаний осталось бы 32 участника турнира, каждый из которых имел бы в своем активе около 25 правильных предсказаний подряд. Вообразите шумиху, которая была бы создана в СМИ по этому поводу! К этому моменту уже началось бы сумасшествие. Бизнес-издания были бы полны описаний восхождения к успеху некоторых из соперников, другие получили бы приглашения на ток-шоу, где за разовый гонорар в 50 тыс. долл. рассказывали бы о своем уникальном опыте, о своей способности предугадать движение монеты в воздухе и о своем мистическом подсознательном предвидении того, на какую сторону она собирается приземлиться. Некоторые выпустили бы книги с названиями типа «Как заработать миллионы на подбрасывании монеты» или «Почему Иисус сделал меня победителем». Тем временем сердитые профессора университетов печатали бы в *The Wall Street Journal* статьи об эффективности рынков, подбрасываниях монеты, играх с нулевым исходом и о том, насколько это соревнование

подчиняется теории вероятностей. Конечно, участники чемпионата ответили бы на это вопросом: «Если этого нельзя сделать, то каким образом 32 человека из нас сумели ни разу не ошибиться?» Всю неделю, оставшуюся до проведения 1/16 финала, его участники пользовались бы огромным вниманием со стороны представителей противоположного пола, а некоторые из соперников приценивались бы к лыжным домикам в Аспене и домовладениям во Флориде.

Насколько я помню, в этой несколько утрированной аналогии финалисты вышеописанного чемпионата уподоблялись суперзвездам мира инвестиций. Иначе говоря, даже в соревновании по бросанию монеты, в котором участники выбывают после одного поражения, по определению должны быть победители. Они не являются блестящими или одаренными людьми; им всего лишь последовательно везет в том, что имеет в своей основе ряд случайных совпадений. То же самое относится и к миру инвестиций. Чем еще объяснить разницу в результатах, когда все игроки настолько одинаковы? Численность сотрудников в штате фонда, количество баллов, полученных в результате отборочного экзамена на определение академических способностей, и любые другие различимые уникальные характеристики суперзвезд несколько не лучше, чем у других. Ведь подмастерья ходят на те же самые встречи, общаются с теми же самыми аналитиками, читают те же самые исследовательские отчеты, и, вероятно, большинство из них трудятся столь же усердно.

У меня на этот счет иная теория. Суперзвезды походят на стародавних объездчиков лошадей. Во все века, сколько люди пытались приручить лошадей, чтобы использовать их в качестве средства передвижения, больше всего ценились сильные и быстрые скакуны. Наилучшие, самые сильные и самые быстрые лошади, как правило, оказывались дикими, но всегда существовали люди, которые могли успокоить и оседлать даже наиболее норовистых из них. Никто не знал, как им это удастся, а они сами никогда не раскрывали своих секретов, а возможно, и не могли этого сделать. Носили ли они в своих карманах высушенные лапки лягушек, пойманных в освещенных лунным светом ручьях, или же действительно обладали божьим даром, как и некоторые звезды бейсбола? Одни люди, видевшие их за работой, говорили, что это волшебство; другие называли их в лучшем случае мошенниками, а в худшем — колдунами. Кое-кто из них разбогател, а иных, вероятно, сожгли на кострах в Средние века.

Я вовсе не считаю, что суперзвездные инвесторы хеджевых фондов хоть чем-то похожи на тех случайных победителей национального чемпионата по бросанию монеты, и всего лишь шучу, когда уподобляю их объездчикам лошадей, хотя фондовый рынок столь же дик и непредсказуем, как и необъезженный жеребец. Всегда были люди, которые умели находить общий язык с животными. В действительности моя теория заключается в том, что суперзвезды инвестиций обладают способностью чувствовать рынки на интуитивном уровне, что дает им возможность поступать правильно большую часть времени. Так или иначе, суперзвезды некоторым образом обогащают свои умы пониманием и мудростью, так что они тоже могут «чувствовать, что произойдет», как писал Филострат. Это то самое «всевидящее око», о котором Черчилль пишет в своем изумительном отрывке из очерка, входящего в сборник «Великие современники» (1937), посвященного его другу Дэвиду Ллойд-Джорджу, британскому премьер-министру 1916–1922 годов, который не принадлежал ни к одной из партий и обладал проницательным умом.

Будучи выходцем из уэльской деревни, тем, чья молодость ознаменовалась протестом против аристократии, кто в возмущении выскочил из-под колес четверки лошадей местного богача-тори и кто ночью выместил свое негодование на его кроликах, он получил бесценный дар. Это был тот самый дар, в котором выпускники колледжей Итона и Бейлиола всегда испытывали недостаток, — благословение доброй феи, в котором тем было отказано и без которого все другие дары сразу теряют свою ценность. Он получил «всевидящее око».

Это была та настоящая глубокая интуиция, которая позволяет видеть сквозь нагромождение слов и вещей и дает смутное, но точное понимание того, что находится по другую сторону кирпичной стены, равно как и двукратное преимущество на охоте перед толпой остальных участников. Перед этим даром любое прилежание, знания, ученость, красноречие, влияние в обществе, богатство, репутация, последовательный ум и героическое мужество значат меньше, чем ничего.

Однако вернемся к Джейку. В тот день он прочел мне лекцию о том, как следует планировать свое рабочее время и бороться с «лепетом». «Вы не можете прочесть все и поговорить с каждым, — сказал он, — хотя бы просто из-за недостатка времени». Что же касается «лепета», вы должны быть дисциплинированным и контролировать то, каким образом вы тратите свое время. Вы не можете позволять другим делать это за вас, как это нередко происходит в офисной обстановке компаний, которые занимаются управлением крупными

инвестициями. Держите дверь вашего офиса закрытой, чтобы препятствовать проникновению случайных болтунов. Не отвечайте на телефонные звонки сами; поручите это своему секретарю, и пусть он записывает все сообщения. Не порывайтесь читать весь тот мусор, что появляется у вас на столе или на экране. никоим образом не позволяйте навязчивым продавцам забалтывать вас. Для них это основная работа, вы же должны быть рациональны, управляя своим временем, и не позволять другим тратить его попусту. Иногда вам, вероятно, придется быть грубым. Возможно, вам придется перебивать людей. Ваших инвесторов не заботит, любит ли вас продавец из компании Goldman Sachs или нет. Всех ваших инвесторов волнует только одно — результаты вашей работы на благо своих клиентов.

Не знаю, хорошо это или плохо, но Джейк известен своими краткими разговорами с болтунами. Если вы каким-то образом пробились к нему по телефону, он послушает вас несколько минут, не говоря ничего, а затем просто скажет «благодарю» и положит трубку. Собеседник чувствует себя при этом полным идиотом.

К несчастью, подобное недружественное поведение приводит иногда к неприятным последствиям. Несколько лет назад Джейк купил большой дом в Уотч-Хилле неподалеку от известного клуба Beach Club. Я плохо знаком с тамошними обычаями, но очевидно, что этот клуб является местом, куда приличные люди запросто приходят, чтобы встретиться с друзьями, посмотреть друг на друга, позавтракать и поплавать. Я предполагаю, что песок на пляже там лучше, чем в других местах, вода в океане более синяя, а балованные дети ведут себя лучше, потому что все они посещают частные школы. В тот единственный раз, когда я там был, официанты определенно выглядели более неприветливыми. Во всяком случае, жена Джейка отчаянно хотела стать членом этого клуба как в своих собственных интересах, так и в интересах своих детей, чтобы они могли строить свои песочные замки в компании с приличными сверстниками.

Поэтому Джейк попросил одного своего знакомого, который входит в число его инвесторов и является членом клуба Beach Club, дать ему рекомендацию для вступления в клуб. Дело в том, что к принятию в клуб новых членов там относятся очень осторожно. Специальный комитет обсуждает вашу кандидатуру при закрытых дверях, если можно так выразиться, и подвергает ее анализу со всех сторон.

Если у вас хорошие манеры, ваши дети учатся в частных школах и вы готовы заплатить крупный вступительный взнос, стать членом клуба не так уж сложно. Однако если несколько влиятельных членов клуба по какой-либо причине недолюбливают вас, ваша фамилия год за годом будет оставаться в списке ожидающих своей очереди; в конечном итоге вы поймете, в чем дело, и снимете свою кандидатуру. К сожалению, в данном случае председателем комитета по приему новых членов оказался топ-менеджер по продажам одной компании из списка Fortune 500, с которым у Джейка уже много лет были натянутые отношения.

И не с ним одним. Другой человек, менеджер синдиката в компании Morgan Stanley, считает Джейка необщительным, а один управляющий фирмы, которая занимается консультациями в области инвестиций и клиенты которой перешли к Джейку, считает его высокомерным. Должно быть, ревность сыграла здесь большую роль. Короче говоря, знакомый, которого Джейк просил о рекомендации, вернулся с ответом, что все вакансии заняты. Через пару лет Джейк надавил на него, и тот снова проделал всю процедуру, но на сей раз ответ был недвусмысленным: ни в коем случае. Ни теперь, ни когда-либо еще.

Самому Джейку от этого ни жарко ни холодно: он очень богат, и все гольф-клубы на Восточном побережье США обхаживают его. Однако его жена постоянно сокрушается по этому поводу: она считает, что должна посещать пляжный клуб и быть в центре событий. Она утверждает, что бесцеремонность, с которой Джейк ведет телефонные переговоры, мешает вхождению их семьи в местное высшее общество и влияет на развитие их детей. И периодически она делает жизнь Джейка невыносимой.

Арт

Прошлой зимой во Флориде я играл в гольф с несколькими людьми, работающими в разных хеджевых фондах. Одного из них зовут Арт. Это человек, к которому я испытываю большое уважение. Арту примерно 55 лет, он богат, и, кроме того, это очень приятный и скромный человек. Он управляет капиталом в 4 млрд долл. и осуществляет глобальные инвестиции, используя «длинные» и «короткие» позиции с макропокровителем. У него тихий голос, он очень любит точность, весьма уравновешен и дисциплинирован. Как инвестор он крайне

склонен к анализу и обдумывает со всех сторон все вторичные последствия своих инвестиций. Кроме того, у него репутация хорошего, справедливого руководителя, под его началом приятно работать, поскольку он ни на кого не кричит. И действительно, он говорит так тихо и настолько аналитически подходит к решению любой проблемы, что практически невозможно вообразить его теряющим самообладание или повышающим на кого-то голос.

Я смотрю на Арта с благоговением, потому что он пережил ужасный первый год работы своего фонда. Когда он открыл его лет двенадцать назад, его собственный капитал был очень невелик, и он подвергал огромному риску свою карьеру и семью. Арт привлек для своего фонда 50 млн долл., что по тем временам было неплохо. Но на первых же своих сделках он потерял в том году 25%. Он неправильно определил направление рынка, и обстоятельства сложились не в его пользу. Половина его клиентов забрали свои деньги, и все думали, что с Артом покончено. И все же он удержался и в следующем году показал поразительную прибыль в 82%. В следующие 10 лет он обеспечивал своим инвесторам 20%-ный чистый доход, и капитал его фонда вырос до 2,5 млрд долл.

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

Арт играет в гольф очень старательно, но он начал слишком поздно. Он один из тех медлительных, осмотрительных игроков в гольф, которые, стоя в основной зоне над мячом, делают пять тренировочных взмахов. Он продумывает свои удары так тщательно, будто это заключительный раунд в клубе Augusta National. Он вводит в свой карманный компьютер всю статистику вроде числа ударов в каждом раунде, в котором участвует, и доигрывает каждую лунку вне зависимости от того, сколько дополнительных ударов для этого понадобится. Так или иначе, в нашем совместном раунде он играл вполне прилично. Когда мы добрались до 14-й лунки, которая располагалась

за водоемом и требовала трех ударов, Арт сделал плохой первый удар, и его мяч упал в воду. Он сжал зубы и объявил, что собирается попробовать еще раз. Он отправил свой следующий мяч высоко в жаркое и влажное флоридское небо, и на этот раз тот плюхнулся в воду на 20 ярдов ближе к цели.

Арт усталился на то место в озере, куда упал мяч. Потом молча принялся лупить клюшкой по земле и по стволу стоявшего поблизости дерева, которое даже согнулось, а затем швырнул сломанную клюшку далеко в пруд. Сконфуженные этим проявлением грубых эмоций, мы отвели глаза и удалились. На следующей лунке Арт присоединился к нам все так же безмолвно, но вид у него был мрачный.

После того как раунд был закончен, мы решили приступить к позднему завтраку. Арт, поблагодарив, отказался и сообщил, что собирается спуститься на поле. Был жаркий, раскаленный добела флоридский полдень, но он тем не менее собирался потренировать свой удар. Закончив завтрак, я тоже побрел на поле. Там не было ни души, за исключением фигуры Арта в дальнем конце. В тот момент Арт два раза подряд ударил клюшкой столь неудачно, что его мячи не взмыли вверх, а лишь неизящно полетели вдоль земли. Арта, не знавшего, что я за ним наблюдаю, внезапно охватил новый приступ ярости, который сопровождался тем же яростным молчаливым ломанием клюшки. Я незаметно удалился.

Я размышлял о том, что так терзало Арта. Его хеджевый фонд процветал. Его семейная жизнь выглядела прекрасной. Он пользовался неограниченным доступом ко всем благам мира, включая договор с фирмой NetJets на самолет Gulfstream-IV, лыжный домик в штате Юта и участок в Хэмптоне. Я вспомнил, как несколько лет назад на одном из обедов сидел за столом рядом с женой Арта и она рассказала мне, что всегда может определить, когда дела в фонде Арта идут плохо, потому что в таких случаях он становится весьма ворчливым и скрипит зубами во сне. Арт очень активный человек и стремится довести все до совершенства, и именно это делает его столь успешным инвестором, но сейчас было совершенно ясно, что им руководит стремление добиться совершенства в игре в гольф.

Возможно, это объясняется тем, что степень совершенства в гольфе, точно так же как и результаты инвестирования, является легко измеримой и сопоставимой величиной, или тем, что готовность

к конкурентной борьбе и повышенное самолюбие характерны для тех, чья деятельность связана с хеджевыми фондами. Но вне зависимости от истинной причины многие из них страстно одержимы гольфом и своими гандикапами. Эти люди чувствуют, что умение хорошо играть в гольф: загонять мяч в лунку с 10 футов или наносить на 18-й лунке точный, совершенный, великолепный, идеальный удар с 280 ярдов так или иначе служит для них определяющим показателем мужества. То, что они способны оставаться спокойными и бесстрастными и вести жесткую, упорную игру в особенно напряженные, переломные моменты, когда в решающем матче все поставлено на карту, доказывает их правоту, смелость и крепость их нервов.

Опять же, кого вы предпочли бы иметь в качестве управляющего вашими деньгами: человека, способного спокойно загнать мяч длинным крученым ударом в 18-ю лунку, потратив на один удар меньше номинала, или индюка, у которого на решающую лунку уходит на два удара больше номинала в тот момент, когда он остался единственным, кто должен произвести удар? «Изыщество под давлением» — таково известное определение храбрости, данное Хемингуэем. Вероятно, у многих генеральных директоров компаний одинаковый менталитет. Лидеры крупных корпораций постоянно договариваются и планируют, как им попасть в гольф-клубы Augusta National, Shinnecock Hills и Cypress Point. А уж потом чистых сердцем и страстных любителей игры ждут поля Сент-Эндрюса в Шотландии и ужины при черных галстуках в клубе Royal and Ancient.

Поклонники гольфа всегда решительно заявляли, что больше узнаешь о характере и личностных качествах человека, пройдя с ним бок о бок 18 лунок, нежели проведя в деловом сотрудничестве несколько лет. Думаю, это громко сказано, но, поскольку я предпочитаю теннис и слабо играю в гольф, я не вхожу в братство любителей гольфа. Во всяком случае, я полагаю, что многие люди из хеджевых фондов питают к гольфу глубокий интерес. В какой-то момент, когда они становятся достаточно богатыми, гольф оказывается для них, если не брать в расчет их отношение к семье, самым важным в их жизни.

Ведь в конечном счете, как только ваш личный капитал достигает 500 млн долл., накопление следующих 500 млн не вносит

существенных изменений в ваш образ жизни и общее ощущение благополучия. Безусловно, вы можете купить еще дома, расширить свою компанию, позволить себе собственный самолет Gulfstream-V, но все эти дополнительные приобретения только осложняют вашу жизнь. Следующие полмиллиарда повышают риск того, что излишнее богатство подорвет инициативность ваших детей и собьет с толку членов их семей. Конечно, деньги позволяют оценивать достигнутый нами уровень, но где-то там, на вершинах достатка, существует поворотный пункт, выход за который создает проблемы: повышение вероятности краж, ревности, похищений и т. д.

В итоге для большого числа людей, заработавших свои 500 млн долл., наивысшее удовлетворение и дальнейшее усиление ощущения благосостояния должно принести повышение качества игры в гольф, которое выражается в уменьшении количества ударов, необходимых для прохождения всех лунок. Что и говорить, поступление вашей дочери в Гарвардский университет или включение вашего сына в состав той или иной футбольной команды вызывают у вас необычайно волнующие переживания, однако со временем они теряют свою остроту и прелесть. Это не означает, что люди из хеджевых фондов не любят свои семьи. Вовсе нет, но вполне возможно, что на фоне грандиозной рутины повседневной жизни успехи в гольфе в конечном счете оказываются для них столь же важными, как и результаты инвестиций их фондов.

Чтобы уяснить себе это, далекий от гольфа читатель должен понять, что в гольфе фактически существует определенная система показателей класса игры. Иметь гандикап выше 10 — это приемлемо, но в целом вы не поднимаетесь до уровня серьезных игроков с гандикапом в 10 и менее ударов. Когда вы играете с ними, то можете быть бойким и говорливым, но не можете по-настоящему противостоять им. Точно так же существует большое различие между гандикапом в девять и в два-три удара. А понизить свой гандикап (количество лишних ударов) непросто. Можно брать уроки у известных наставников-профессионалов, часами напролет отрабатывать удары по мячу на поле, покупать лучшую в мире амуницию, но при этом не достигать сколько-нибудь заметных успехов, особенно когда возраст неумолимо сказывается на качестве вашей игры. Когда вам за пятьдесят, ваше совершенствование упирается в непреодолимую стену.

Однажды вечером мы всей компанией, включая Арта, сидели за столом и говорили на эту тему. Кто-то отметил, что Сэм, еще один известный деятель в мире хеджевых фондов, который является посредственным игроком в гольф, все лето занимался со знаменитым наставником-профессионалом, подправлявшим свинг (основной удар в гольфе) еще у самого Тайгера Вудса, и повсюду возил его с собой.

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

— Ну и что, — ответил первый. — Да Сэм с удовольствием заплатил бы даже 10 миллионов долларов, лишь бы уменьшить свой гандикап на несколько ударов.

Я с почтением заметил, что для Сэма 10 млн долл. — это сумма, которую он может потерять всего за один неудачный торговый день и что реальным показателем степени вашего желания повысить класс своей игры был бы ответ на следующий вопрос: «Готовы ли вы пожертвовать частью доходности вашего фонда в обмен на реальное уменьшение своего гандикапа?»

— Предположим, дьявол пришел к вам с предложением заключить сделку в духе «Фауста» Гете и сказал: «Я буду постоянно снижать ваш нынешний гандикап при игре в гольф на пять ударов все то время, пока вы будете отдавать мне пять пунктов от тех доходов, что ваш фонд получит за тот же период». Согласились бы вы на это? — спросил я.

Мои собеседники, поскольку выпили уже по несколько порций алкоголя и были склонны к размышлениям, отнеслись к моему вопросу серьезно. А может быть, и нет, я не знаю.

— Звучит соблазнительно, — сказал Арт, — но я не пошел бы на это. Это было бы крайне нечестно по отношению к моим инвесторам.

— Ну да, — усмехнулся еще один игрок, который боролся со своим гандикапом в 14 ударов и чистая стоимость которого наверняка находилась на полпути к миллиарду. — Надеюсь, ваши инвесторы всегда отвечали вам столь же похвальной лояльностью?

— Ну хорошо, скажу иначе. Я доверительный управляющий, и мой отчет о работе — это мое наследство, которым я горжусь. Я не хотел бы уменьшить его.

— Да забудьте про ваше наследство, это же не Зал славы футболистов-профессионалов, куда дети всегда могут прийти на экскурсию

и посмотреть видеозаписи знаменитых проходов Джима Брауна или пасов Джонни Юнайтиса для вывода на тачдаун. Мои дети уже выросли, жена психически больна, быть членом попечительского совета благотворительного общества скучно, а гольф — это гольф. Я бы заключил такую сделку не задумываясь.

Его позиция объяснима. У него уже есть все те игрушки, которые он хотел бы иметь, и еще ряд других, на использование которых он даже не может найти времени, он уважаем коллегами и партнерами. Однако, несмотря на все инвестиционные достижения, его игра в гольф все еще ставит его чуть ли не в неловкое положение, и, учитывая его возраст, она вряд ли намного улучшится. Без заметного повышения уровня игры у него не окажется шансов поучаствовать в знаменитых турнирах членов клубов с гостями, таких как Hook and Eye, не говоря о том, чтобы получить приглашение вступить в клуб Augusta National. Генеральные директора, доминирующие в комитетах по принятию новых членов клуба, не желают тратить свое время на рассмотрение кандидатур несметно богатых управляющих хеджевыми фондами из Гринвича. Снижение своего гандикапа до уровня ниже 10 ударов остается чуть ли не единственной вещью в мире, которую он не может себе купить.

Самый молодой из нас, о котором я слышал, что он отличается хорошим ударом, покачал головой.

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

Его ответ меня не удивил. Его инвестиционные результаты хороши, но сильно зависимы от рыночной ситуации, и к тому же он пока не заработал значительный личный капитал.

И все же мой несколько тенденциозный вывод состоит в том, что каждый инвестор, желающий вложить свои деньги в хеджевый фонд, должен предварительно поинтересоваться, какие личные мотивы руководят в данный момент его управляющими.