

Содержание

К читателям Библиотеки Сбербанка.....	7
От издательства	9
От автора	13
Введение.....	19

Часть I

Взлет компании Long-Term Capital Management	27
---	----

Глава 1

Меривезер	29
-----------------	----

Глава 2

Хедж-фонд	57
-----------------	----

Глава 3

На гребне волны.....	81
----------------------	----

Глава 4

Дорогие инвесторы!.....	111
-------------------------	-----

Глава 5

В угаре борьбы	135
----------------------	-----

Глава 6

Нобелевская премия	157
--------------------------	-----

Часть II

Падение компании Long-Term Capital Management.....	191
--	-----

Глава 7

«Центральный банк волатильности»	193
--	-----

Глава 8	
Обвал.....	221
Глава 9	
Человеческий фактор.....	245
Глава 10	
В Федеральной резервной системе.....	277
Эпилог.....	323
Примечания.....	347

К читателям Библиотеки Сбербанка

Дорогие друзья!

С большим удовольствием представляю вам книги, авторов которых я причисляю не просто к единомышленникам, но к советникам и учителям. Все эти произведения объединены идеей помочь собеседнику настроить себя на нужную «программу» совершенствования, раскрытия внутреннего потенциала, стремления преобразовать мир, сдвигая парадигму привычного хода вещей.



Совершенствование — синоним успеха. Главное — правильно понять алгоритм этого процесса, научиться вычлнять в воспринимаемой информации действительно необходимые знания. Я нашел ответы на многие важные вопросы в этих книгах. Они — квинт-эссенция простых правил и законов поведения, выстраивания характера, своего дела, взаимоотношений с близкими и коллегами по работе, которые заслуживают того, чтобы их применить и развить.

Дорога к себе начинается сегодня. Нам отпущено слишком мало времени, чтобы растрчивать его на повторение пути, пройденного другими. Эти книги открывают опыт успешных людей, и, значит, вам не придется тратить время на поиски нужных истин.

Познакомьтесь с ними и станьте таким же их поклонником, как и я.

Искренне ваш,
Герман Греф

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, stylized initial 'G' followed by the name 'Герман Греф' in a cursive script. A horizontal line extends to the right from the end of the signature.

От издательства

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

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

В истории Long-Term Capital Management несколько пластов, и каждый из них важен и интересен. Автору удалось вплести в ткань повествования объяснение сложных финансовых операций, психологические портреты главных действующих лиц, описание обычаев и нравов Уолл-стрит, мотивы поведения людей, управляющих

ведущими финансовыми институтами мира. Книга позволяет многое узнать об особенностях современного финансового рынка, его инструментах, психологии участников, их ошибках, условиях, способствующих таким ошибкам, стратегиях работы. Читатели найдут в ней полезные наблюдения и отрезвляющие предупреждения, например о том, что проверенные временем истины порой оказываются несостоятельными (так, яйца, разложенные по разным корзинам, могут разбиваться одновременно), что даже самые изощренные математические модели не заслуживают абсолютного, слепого доверия, а методы, успешно применяемые в одних сегментах финансового рынка, дают фатальные сбои в других.

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

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

Разумеется, назвать историю Long-Term Capital Management трагедией нельзя. Однако в конфликте, составляющем нерв повествования, есть отблеск трагического — ключевые действующие лица, уверенные в том, что они могут обыграть рынок, пошли на столкновение со стихией и... потерпели поражение. Как показывает

история Long-Term Capital Management, современный финансовый рынок далеко не эффективен, весьма уязвим и не всегда способен к автоматической самокоррекции. Во всяком случае только вмешательство Федеральной резервной системы, принудившей частные банки к сотрудничеству и ставшей координатором совместных усилий, устранило вызванную кризисом Long-Term Capital Management угрозу «расплавления» рынков.

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

От автора

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

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

Кроме того, у меня были щедрые наставники в экономике: Питер Бернстайн, Юджин Фама, Джон Джилстер, Брюс Джекобс, Кристофер

Мэй и Марк Рубинштейн помогли мне понять тот мир опционов, хеджирования, графиков нормального распределения и «жирных хвостов», в котором вела свой бизнес компания Long-Term.

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

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

* * *

Я глубоко благодарен Викену Берберизну, моему помощнику, который оказался не только бесстрашным собирателем фактов, но и изобретательным и проницательным исследователем. Нил Барски, Джеффри Танненбаум и Луис Ловенстайн — два дорогих моему сердцу друга и идеальный отец, без устали читавшие сырую рукопись этой книги. Они дали мне бесценные и крайне необходимые советы. Каждая страница моей книги хранит рукотворные следы их вдохновенной работы. Мелани Джексон, мой агент, и Энн

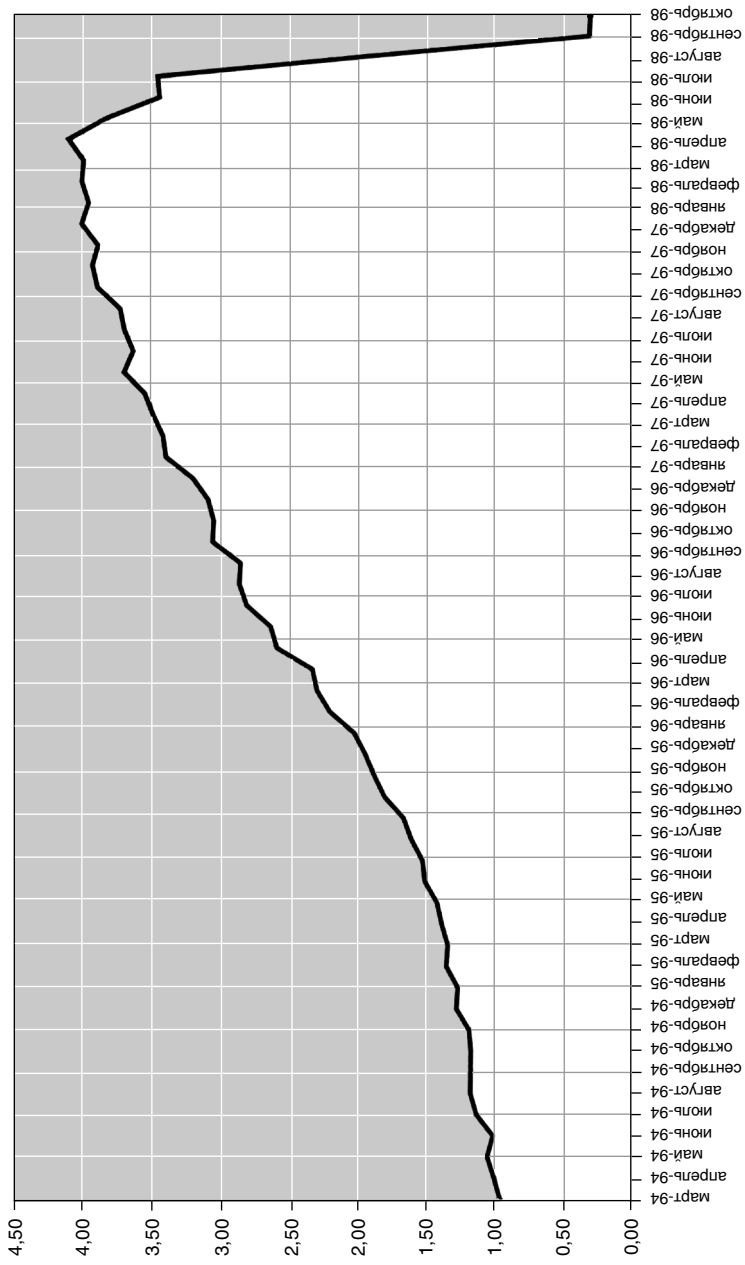
Годофф, мой редактор, составляющие столь же безупречную команду, как и «Montana-to-Rice»*, искусно вели этот проект от начала до конца. Уверенность в успехе, неоднократно ими демонстрировавшаяся, скрашивала многие часы, которые без их участия были бы часами одиночества. Источником постоянного вдохновения были и трое моих детей — Мэтт, Зак и Олли. В период работы над книгой мне оказывали помощь (профессиональную и личную) и многие другие люди, и я безгранично благодарен всем им.

* Футбольная команда. — *Примеч. ред.*

*Посвящается Мори Ласки
и Джейн Рут Мэйрс*

Валовая стоимость одного доллара, инвестированного в Long-Term Capital Management (в долл.)

Март 1994 г. — октябрь 1998 г.



Введение

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

Федеральный резервный банк Нью-Йорка — всего лишь спица, хотя и очень существенная, в колесе Федеральной резервной

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

Источник беспокойства казался столь далеким и незначительным, столь смехотворным, что его можно было счесть несущественным. Но разве не так всегда и приходят большие беды? Груз чая, выброшенный в море, убийство эрцгерцога — и совершенно неожиданно оказывается, что запал уже горит. Затем разражается кризис, и мир становится другим. В данном случае роль запала сыграла компания Long-Term Capital Management, частное инвестиционное партнерство со штаб-квартирой в Гринвиче, штат Коннектикут, фешенебельном пригороде, расположенном в милях 40 от Уолл-стрит. Long-Term Capital Management (LTCM; LT) управляла деньгами всего лишь сотни инвесторов; в ней работали менее 200 человек. И, уж будьте уверены, менее 1% американцев когда-либо что-либо слышали о ней. Собственно говоря, всего лишь пять лет назад LTCM еще просто не существовало.

Но в среду 23 сентября 1998 года, во второй половине дня LTCM не казалась мелкой компанией. В связи с разразившимся в LTCM кризисом Макдоноу вызвал (или, используя сдержанный стиль, принятый в Федеральной резервной системе, пригласил) руководителей

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

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

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

На протяжении четырех лет LTSM была предметом зависти дельцов Уолл-стрит. Компания наращивала прибыли более чем на 40%

в год, регулярно выплачивая при этом дивиденды, не переживая резких колебаний котировок своих ценных бумаг. Казалось, это был фонд с нулевым уровнем риска. Работавшие в LTCM суперинтеллектуалы, по-видимому, могли свести непредсказуемость мира к строгим, хладнокровно рассчитанным шансам. Формально это было лучшее из того, что только мог предложить современный финансовый рынок.

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

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

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

Джеймс Кейн, жевавший сигару старший исполнительный директор Bear Stearns, дал себе клятву прекратить погашение по сделкам,

заклученным LTCM (которая вылетала из бизнеса), в том случае, если сумма имеющихся у фонда денежных средств сократится и станет менее 500 миллионов. В начале года такая вероятность казалась весьма отдаленной, ибо капитал LTCM составлял 4,7 миллиарда долларов. Но за последние пять недель (или с момента российского дефолта) LTCM понесла ошеломляющие убытки — и несла их день за днем. Ее капитал катастрофически уменьшился. По мнению Кейна, LTCM могла не дожить до завтра.

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

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

Кроме того, банкиры и сами страдали от сумятицы, возникновению которой способствовала LTCM. Главный управляющий Goldman Sachs Джон Корзайн столкнулся с мятежом партнеров: их ужасали убытки, понесенные Goldman Sachs на последних сделках, и, в отличие от Корзайна, они не желали тратить свои сокращающиеся капиталы на оказание помощи конкуренту. Крупные убытки понес и Сэнфорд Уэйлл, председатель Travelers/Salomon

Smith Barney. Уэйлл опасался того, что убытки поставят под угрозу намечавшееся слияние его компании с Citicorp, которое Уэйлл рассматривал как драгоценный камень, венчающий его ослепительную карьеру. Недавно Уэйлл перетряхнул собственное подразделение, занимавшееся арбитражными сделками, — то самое, ставшее много лет назад стартовой площадкой для карьеры Меривезера, — и не горел желанием оказывать финансовую помощь еще одной арбитражной лавочке.

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

Ричард Фулд, председатель Lehman Brothers, отбился от слухов о том, что *его* компания находится на грани банкротства из-за предполагаемой слишком тесной связи с LTCM. Дэвид Соло, представлявший на встрече такой гигант, как Union Bank of Switzerland, полагал, что его банк и без того уже здорово увяз в этой истории, поскольку по глупости сделал крупные инвестиции в LTCM и понес огромные убытки. Томас Лабрекке из Chase Manhattan спонсировал заем хедж-фонду в размере 500 миллионов долларов, и, прежде чем инвестировать большую сумму, он хотел бы получить погашение уже предоставленного кредита.

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

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

Комански знал, что главным игроком, к мнению которого прислушаются и остальные, был Кейн, отличавшийся нестандартным

мышлением генеральный директор Bear Stearns. Эта компания, занимавшаяся клиринговыми расчетами по сделкам LTCM, представляла всю подноготную хедж-фонда лучше, чем кто-либо еще. Пока другие банкиры нервно ерзали на стульях, Герберт Эллисон, номер два в команде Комански, спросил Кейна, что тот намеревается делать.

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

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

Часть I

Взлет компании Long-Term Capital Management

Прошлое может являться прологом, но какое
именно прошлое?

Генри Хью

Меривезер

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

Ситуация была такова: Экстайн торговал фьючерсами по казначейским обязательствам. Как предполагает само название этого бизнеса, дело заключалось в обеспечении продажи обязательств Казначейства США в будущем по определенной цене. Такими фьючерсами часто торгуют с небольшим дисконтом по отношению к цене реальных, лежащих в основе операций долговых обязательств. В ходе конкретной арбитражной сделки Экстайн приобретал фьючерсы, продавал долговые обязательства, а затем ждал, когда цены на эти два товара сравняются. Поскольку большинство людей платят за долговое обязательство, которое они получают в ближайшем будущем, примерно столько же, сколько они заплатили бы за это обязательство на условии его немедленного приобретения, разумно предположить, что цены на фьючерсы по обязательствам и на обязательства как таковые *должны были* сойтись. В этой торговле была некая

толика магии, составлявшая бизнес Экстайна, будущий бизнес LTCM и, в сущности, бизнес любого арбитражера, когда-либо занимавшегося такими операциями. Экстайн понятия не имел, пойдут ли цены на парные ценные бумаги вверх или вниз, но это *его и не беспокоило*. Все, что имело для него значение, так это то, как две цены изменятся относительно друг друга.

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

Экстайн заключал такие пари много раз, и обычно ему сопутствовал успех. Поскольку он делал все больше денег, он постепенно повышал ставки. По какой-то причине в июне 1979 года привычную модель сменила противоположная: фьючерсы стали дороже обязательств. Будучи уверен в том, что традиционные отношения восстановятся, Экстайн втянулся в *очень* крупную сделку. Однако разрыв цен, вместо того чтобы сокращаться, увеличился еще больше. Экстайна просто сразили огромные требования дополнительного обеспечения, и от отчаяния он бросился продавать свой бизнес.

Как оказалось, Меривезер недавно создал в Salomon группу по арбитражной торговле облигациями. Он мигом понял, что в бизнесе Экстайна есть смысл хотя бы потому, что рано или поздно цены должны сойтись. Но пока они не сходились, Salomon рисковала

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

десятками миллионов своего капитала, который приближался тогда лишь к 200 миллионам долларов. Партнеры проявляли нервозность, но согласились перехватить позиции Экстайна. В течение следующих двух недель спред продолжал расширяться, и Salomon понесла серьезные убытки. Счет движения капитала обычно записывали в маленькой книге и оставляли возле офиса, который занимал Аллан Файн, один из партнеров. Каждое утро другие партнеры, нервничая, на цыпочках крались к офису Файна, чтобы посмотреть, какие убытки они понесли. Меривезер хладнокровно настаивал на продолжении игры. «Или нам полегчает, — сказал ему Джон Гутфройнд, управляющий партнер, — или вас уволят».

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

Родившийся в 1947 году Меривезер вырос в квартале Роузмур района Роузленд в южной части Чикаго, где жили в основном ирландцы-католики, опора демократов и мэра Ричарда Дейли. Наш герой был одним из трех детей в семье, а та, в свою очередь, была частью более обширного клана, состоявшего из четверых двоюродных братьев, живших через переулок от дома Меривезеров. Собственно говоря, семья населяла всю округу. Меривезер знал практически всех живущих неподалеку. Это был самодовлеющий мир, вращавшийся вокруг баскетбольной площадки, магазинчика, где торговали содовой, и прихода. С востока этот мирок был ограничен Иллинойской центральной железной дорогой, а с севера — красными панелями забора, за которым лежала ничейная земля с железнодорожными мастерскими и заводами. Если этот район не был бедным, то, уж точно, он не был и богатым. Отец Меривезера служил бухгалтером, мать работала в отделе образования. Родители были людьми строгими. Семейство жило в небольшом доме из светло-коричневого

кирпича, со стриженным газоном и маленьким садиком — в общем, все очень походило на жилища большинства соседей. Здесь все отправляли своих детей в платные приходские школы (тех немногих, кто этого не делал, подвергали остракизму за невозможность платить даже эти небольшие деньги). Меривезер, одетый в светлосинюю рубашку с черным галстуком, ходил в частную начальную школу св. Иоанна Баптиста де ла Салля*, а потом в среднюю католическую школу Менделя**, где его учили священники-августинцы.

Дисциплина там была суровой. Мальчиков били линейкой перед классом. Получив образование в параноидально-джойсовском духе, Меривезер привык к постоянной и всесторонней упорядоченности. Как вспоминает один из его приятелей, сын парикмахера, «мы боялись сделать что-нибудь не так или лодырничать, потому что монахи могут за это проклясть на всю жизнь и ты попадешь в ад». Что касается их мирского предназначения, то говорилось (причем лишь наполовину в шутку), что у молодых парней из Роузмура три пути: пойти в колледж, стать полицейским или отправиться в тюрьму. У Меривезера не было сомнений относительно выбора, как не было сомнений на этот счет и у его сверстников.

Пользовавшийся популярностью, одаренный Меривезер, казалось, был предназначен для успеха. Он выдержал испытание на членство в Обществе национальной славы (National Honor Society), получив особенно высокие баллы по математике — предмету, совершенно необходимому для будущего трейдера, занимающегося операциями с облигациями. Возможно, его влекла математическая упорядоченность. В нем всегда преобладала сдержанность, словно ее потеря могла вызвать наказание линейкой. Хотя, как вспоминает один из детских приятелей Меривезера, с которым у того не сложились отношения, Меривезер никогда не попадал в серьезные неприятности¹. Всегда владея своими чувствами, Меривезер душил

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

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

любые безрассудные импульсы и скрывал свои порывы под благопристойной сдержанностью. Он был умен, но не гениален, симпатичен, но незаметен. На самом деле он был довольно типичным представителем своей среды и своего времени, когда выделяться из общей массы считалось нецелесообразно и даже опасно.

Меривезер, впрочем, любил азартные игры, но лишь тогда, когда шансы настолько благоприятствовали ему, что давали преимущества. Азартные игры были на самом деле той сферой, где его осторожный подход к риску можно было использовать с пользой. Он научился играть на бегах, а еще, с легкой руки игравшей в карты бабушки, — в блек-джек. Обладая врожденным чувством цифр, он станет играть в тотализатор на бейсбольную команду Chicago Cubs, но не прежде, чем заполучит прогноз погоды, который позволит ему знать, какие ветры будут дуть на стадионе Wrigley Field². В 12 лет или около того он впервые попробовал инвестировать, но было бы неверным предполагать, что кому-либо — его сверстникам или ему самому — приходило в голову, что этот обыкновенный мальчик с каштановыми волосами станет одним из тех героев, которым Горацио Алджер предрек славу на Уолл-стрит. «Джон и его старший брат делали деньги на покупке акций, еще когда учились в старших классах школы, — спустя десятилетия вспоминала мать Меривезера, — советы ему давал отец». Так начиналась эта история.

Меривезер вырвался из Роузмура благодаря одной страсти — но не к инвестированию, а к гольфу. С младых ногтей он как завороченный ходил вокруг площадок для игры в гольф в парках, что было необычным времяпрепровождением для мальчишки из Роузмура, и стал выдающимся членом школьной команды, дважды выигрывал турнир по гольфу, организуемый высшей спортивной школой Chicago Suburban Catholic League. А еще он работал кэджи* в гольф-клубе в пригороде Флоссмур, что было сопряжено с долгими поездками на поезде или автобусе на юг от города. Старшие служащие Флоссмура навели глянец на усердного молодого человека приятной наружности и позволили ему обслуживать самых богатых

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

игроков, что было весьма выгодной привилегией. Один из членов гольф-клуба внес имя Меривезера в список кандидатов на стипендию Чика Эванса*, названную в честь жившего в начале XX века знаменитого игрока в гольф, которому пришла счастливая мысль профинансировать получение высшего образования мальчиками, подававшими клюшки.

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

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

До середины 60-х годов XX века торговля облигациями была унылым занятием. Инвестор покупал облигации, частенько — в трастовом отделении местного банка, ради получения стабильного дохода и до тех пор, пока по облигациям не объявляли дефолт, был

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

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

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

Неожиданно всех потянуло на самое простое: теперь исключительно ходовым товаром стали деньги. Фьючерсные биржи изобретали новые контракты на финансовые товары вроде казначейских обязательств и облигаций или японских иен. Повсюду появлялись новые инструменты, новые опционы, новые облигации, которыми можно (и нужно) было торговать как раз тогда, когда возникли профессиональные портфельные управляющие, желавшие торговать этими инструментами. К концу 1970-х годов компании вроде Salomon кроили облигации как хотели, делая это такими способами, о каких Хомер никогда и не мечтал: например, смешивая залоги недвижимости и затем дистиллируя их в твердые ценные бумаги, которые легко продавались.

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

Меривезер, пришедший на работу в финансовый отдел Salomon, известный под названием отдел по сделкам репо*, попал туда как раз в тот момент, когда рынком облигаций завладевала неразбериха. Некогда предсказуемый и сравнительно низкорисковый мир торговли облигациями пульсировал в такт изменениям и появляющимся

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

новым возможностям, вожделенным для молодых аналитиков с острым глазом. Меривезер, который, прибыв в Нью-Йорк, не знал там ни единой души, снял комнату в одном из спортклубов Манхэттена и вскоре обнаружил, что облигации созданы прямо-таки для него. Упомянутые ценные бумаги имели особую привлекательность для людей с математическими способностями, поскольку то, что определяло стоимость облигаций, в значительной мере легко поддавалось вычислению. В сущности, цена облигации зависела от двух факторов. Если сегодня возможен кредит под 10%, то покупатель заплатит надбавку за облигацию, которая дает 12%. Насколько велика эта надбавка? Это зависит от срока погашения облигации, сроков выплаты процентов по ней, представлений покупателя (если у него таковые имеются) о том, каковы будут процентные ставки в будущем, а также от всевозможных финансовых инноваций, придуманных умными инвесторами (например, может ли облигация быть выкуплена, конвертирована в акцию и т. д.).

Другим фактором является риск неисполнения обязательств по облигации. В большинстве случаев этот риск невозможно точно рассчитать, но он не слишком велик. И все же он существует. Облигации компании General Electric вполне надежны, хотя и не так надежны, как облигации Казначейства США. Приобретение облигаций Hewlett-Packard — дело, сопряженное с несколько большим риском, чем приобретение облигаций General Electric, а приобретение облигаций Amazon.com и того более рискованное занятие. Поэтому люди, инвестирующие в облигации Amazon, требуют более высоких процентов по сравнению с теми, что дают по облигациям General Electric, а по облигациям правительства Боливии — более высоких процентов, чем по облигациям правительства Франции. В основе торговли облигациями лежит вопрос о том, насколько выше должны быть проценты по тем или иным облигациям, но суть этой торговли заключается в математически рассчитанном спреде. Чем рискованнее облигация, другими словами, чем больше разница между доходностью данной облигации и доходностью по облигациям Казначейства США, которые фактически свободны от риска, тем больше спред. Вообще говоря, со временем спред также увеличивается (хотя это не всегда так), т. е. инвесторы требуют чуть более высокий процент по облигациям с двухлетним сроком погашения, чем по облигациям