



# Книга Все деньги мира

## Хедж-фонды и формирование новой финансовой элиты

Себастьян Мэллэби

Penguin Press, 2010

Также есть на следующих языках: Английский

## Рецензия BooksInShort

Размеры, виды и число хедж-фондов растут изо дня в день. Сегодня эти фонды стали влиять не просто на отдельные компании или отрасли экономики, но и на центральные банки и правительства стран мира. Менеджеры хедж-фондов делают ставку на маневренность и сиюминутность, скупая активы и тут же их продавая. Некоторые хедж-фонды сумели добиться поразительных успехов, другие потерпели крах – например, те, которые к началу последнего финансового кризиса в США владели слишком большим количеством ипотечных ценных бумаг. Тем не менее общие показатели прибыльности хедж-фондов всегда были высокими. Автор этой книги доказывает читателям, что работа хедж-фондов поддерживает экономическую стабильность, поскольку позволяет корректировать стоимость неверно оцененных активов. Книга представляет собой достаточно подробное описание успехов и ошибок управляющих самых известных хедж-фондов мира. *BooksInShort* рекомендует этот насыщенный информацией источник не только финансистам, но и всем, кому интересна работа хедж-фондов.

## Основные идеи

- Хеджевые фонды, в отличие от других инвестиционных компаний, обладают более гибкими возможностями в биржевой торговле.
- Минимизируя риски, менеджеры хедж-фондов при торговле активами занимают одновременно как короткие, так и длинные позиции.
- Главная задача хеджевых фондов – получение прибыли несмотря на резкие колебания курсов ценных бумаг.
- Эти фонды препятствуют иррациональному ценообразованию на рынке.
- Первый хедж-фонд основан в 1949 году Альфредом Уинслоу Джонсом.
- Джордж Сорос заработал огромный капитал, сумев спровоцировать обвал британского фунта стерлингов.
- Пол Тюдор Джонс заработал состояние на покупке облигаций во время падения рынка ценных бумаг в 1987 году.
- Случившийся в 1998 году крах хедж-фонда Long-Term Capital Management поставил под угрозу стабильность мировой финансовой системы.
- С началом ипотечного кризиса в 2007 году некоторые хедж-фонды закрылись, и ни одному из них не понадобилась финансовая помощь из бюджета США.
- Только самые крупные хедж-фонды нуждаются в государственном контроле.

## Краткое содержание

### Как возникли хедж-фонды

Основатель первого хедж-фонда Альфред Уинслоу Джонс был совсем не похож на человека, способного изобрести новый финансовый инструмент. Сын одного из топ-менеджеров General Electric, он получил образование в Гарвардском университете, после окончания которого объездил весь мир в должности казначея на грузовом судне. Проработав какое-то время специалистом по экспортным закупкам, а позже – статистиком, Джонс поступил на службу в Государственный департамент США и в 1930 году был назначен на должность вице-консула при посольстве США в Берлине. Однако из-за брака (вскоре распавшегося) с активисткой левого движения Джонс был вынужден уйти в отставку. Он вернулся в Америку в 1934 году, но продолжал поддерживать связь с немецкими либералами, а возможно, и сотрудничать с разведкой США.

“Хеджевыми фондами должны управлять люди, привыкшие полагаться лишь на самих себя и готовые действовать вопреки тенденциям рынка. Они должны быть индивидуалистами, чьим амбициям тесно в стенах традиционных финансовых институтов”.

Джонс был всерьез обеспокоен угрозой, которую для США представляли радикальные политические теории наподобие нацизма, поэтому он занялся пропагандой американской демократии. В 1941 году он опубликовал книгу “Жизнь, свобода и частная собственность”, написанную на основе своей диссертации. Ее сокращенный вариант был напечатан в Fortune, и Джонс стал сотрудничать с этим изданием на постоянной основе. Постепенно интересы Джонса переместились в область инвестирования. В 1949 году четверо друзей выделили ему 60 000 тысяч долларов, к которым он добавил собственных 40 000 долларов и основал свой фонд. Джонс назвал этот фонд “хеджевым” (т. е. страховым), поскольку предложенная им стратегия снижения рисков заключалась в уравнивании длинных рыночных позиций короткими. Примерно за 20 лет работы Джонс добился совокупной прибыльности инвестиций в 5000 процентов, что является одним из лучших показателей в истории хедж-фондов. Его подход к инвестированию опроверг распространенное мнение о том, что чем выше прибыль, которую хочет получить инвестор, тем больше риск, на который он должен согласиться. В отличие от других финансистов, не привыкших хеджировать риски при заключении сделок, Джонсу стабильно удавалось получать более высокую прибыль при меньших рисках.

## Особенности работы хедж-фондов

Хедж-фонды обладают значительно большей гибкостью в своих действиях, чем прочие инвестиционные компании. Другие фонды покупают акции в расчете на долгосрочный рост их стоимости и снижают риски посредством диверсификации инвестиционного портфеля. Хеджевые фонды действуют иначе: они снижают риски, одновременно занимая как длинные, так и короткие позиции по ценным бумагам. Иными словами, эти фонды скупают акции, стоимость которых будет расти в долгосрочной перспективе, и страхуются от риска их обесценивания, совершая короткие продажи, приносящие прибыль в периоды, когда реальная стоимость активов падает. В качестве примера успешной короткой продажи можно рассмотреть ситуацию, когда инвестор берет в долг у продавца ценных бумаг акцию стоимостью 10 долларов и тут же продает ее, чтобы позже выкупить обратно, когда ее стоимость упадет до 7 долларов. В итоге инвестор возвращает акцию продавцу и при этом получает 3 доллара прибыли.

“Недавний кризис со всей очевидностью показал несовершенство мировой финансовой системы, но не дал ни малейшего повода возложить вину за это на хеджевые фонды”.

К управлению рисками путем одновременного занятия длинных и коротких позиций хедж-фонды прибегают в работе не только с акциями, но также с облигациями, фьючерсами и опционами. Взаимные фонды, напротив, часто оперируют только одним типом активов. Еще одна особенность хедж-фондов – активное использование кредитного “плеча”, то есть заемных средств. Благодаря этим особенностям хедж-фонды получают преимущества перед прочими компаниями, которые не страхуют инвестиции и не используют заемный капитал. Общая задача менеджеров хедж-фондов – добиться прибыльности, которая превышает прибыльность инвестирования в такие стандартные рыночные индексы, как Standard & Poor's 500 и другие. Среди инвестиционных менеджеров показатель прибыльности инвестиций в общерыночные индексы известен как “бета-коэффициент”. Цель хедж-фондов – достичь более высокого показателя прибыльности, который называется “альфа-коэффициентом”.

## Движение против рынка

Менеджеры хедж-фондов склонны занимать инвестиционные позиции, противоречащие основным тенденциям рынка. Например, некоторые критики считали, что тактика коротких продаж неэффективна. Однако инвестиционный менеджер Джулиан Робертсон, сравнив заявленную стоимость акций многих компаний с фактической, в итоге пришел к выводу, что короткие продажи нужно совершать как можно чаще. В 1980 году он основал собственный хедж-фонд Tiger Management, а его скептический взгляд на оценку стоимости активов и умение выбирать акции сослужили хорошую службу инвесторам. В период с 1980 по 1998 годы, когда Робертсон возглавлял Tiger Management, ежегодная прибыль фонда после вычета налогов составляла в среднем 31,7 процента.

“За Полом Джонсом быстро укрепилась репутация одаренного руководителя с уникальным подходом к инвестированию. Он относился к торговле ценными бумагами как к психологической игре, для выигрыша в которой важно уметь блефовать”.

Согласно теории эффективного рынка, любая информация, касающаяся определенной акции, мгновенно отражается (или не отражается) на ее стоимости. Многие менеджеры хедж-фондов не согласны с этой теорией. Управляющий хедж-фонда Майкл Штейнхардт, у которого из 28 лет работы неприбыльными были только четыре, считает, что на самом деле стоимость акции меняется не мгновенно, а постепенно. В долгосрочной перспективе стоимость любого актива стабилизируется на рационально оправданном уровне, однако в краткосрочной перспективе эта стоимость может резко колебаться, открывая перед инвесторами возможности извлечь выгоду.

“Работа хеджевых фондов оказывала гораздо более сильное влияние на кредитно-денежную политику государств, чем было принято считать в то время”.

Фондовые менеджеры в зависимости от обстановки могут каждый новый день занимать прямо противоположные позиции по акциям. Пол Тюдор Джонс II прослыл легендой после того, как сумел сделать состояние на крахе фондового рынка 19 октября 1987 года (“черный понедельник”), когда индекс Доу-Джонса упал на 22,6 процента. Он сумел предугадать, что рынок коротких сделок через неделю обвалится, и его фонд Tudor Investments заработал 80-100 миллионов долларов на коротких продажах акций. После обвала Джонс купил облигации, правильно спрогнозировав, что они подорожают после того, как ФРС ослабит кредитно-денежную политику, чтобы успокоить инвесторов. Принимая решения о том, что и в каких объемах продавать и покупать, Джонс ориентировался прежде всего на динамику колебаний цен. В этом нашел отражение его богатый опыт продажи товаров массового спроса, в ходе которой ему приходилось выполнять множество математических подсчетов. Благодаря своему умению чутко реагировать на колебания стоимости ценных бумаг он достиг поразительных успехов в качестве инвестиционного менеджера.

## Игра на колебаниях стоимости активов

Колебания стоимости активов не всегда подчиняются рациональной логике. В краткосрочной перспективе рыночная стоимость акций может отклоняться от реальной из-за действий инвесторов. Обычно рано или поздно наступает момент, когда колебания стоимости перестают быть хаотичными и входят в рациональное русло. Джордж Сорос обладал гениальной способностью предугадывать такие переломные моменты. Он стал легендой в среде инвестиционных менеджеров благодаря своему умению распознавать признаки того, что хаотическое изменение стоимости актива скоро прекратится.

“Прибыльность хедж-фондов могла упасть ниже прибыльности индекса Standard & Poor's 500, однако их клиенты считали, что такие фонды должны процветать при любой рыночной конъюнктуре, как если бы их руководители были волшебниками, которые не управляют рисками, а просто устраняют их”.

Сорос родился в богатой еврейской семье в Будапеште (Венгрия). При фашистской оккупации он остался в живых благодаря тому, что научился выдавать себя за христианина, а также благодаря знакомым отца, которые помогали ему укрываться от нацистов. В 1947 году в возрасте 17 лет Сорос переехал в Лондон. Окончив Лондонскую школу экономики, Сорос отправился в Нью-Йорк, где в 1956 году начал карьеру на Уолл-стрит.

“Никто кроме самих сотрудников фонда Сороса не мог даже представить, что компания, штат которой насчитывает менее полусотни человек, способна оказывать на мировую финансовую систему влияние, сопоставимое с влиянием целых государств”.

Став менеджером хедж-фонда, Сорос нажил состояние, обнаруживая возникающие на рынке искажения в стоимости тех или иных активов и делая ставку на ценовую коррекцию. Его инвестиционная стратегия опровергала теорию эффективности рынка и противоречила одному из ее главных постулатов, согласно которому цены на акции формируются по рациональным законам. Подход Сороса к инвестированию опирается на так называемую “теорию рефлексивности” – склонности инвесторов неправильно оценивать стоимость тех или иных активов. Сам Сорос тоже не всегда принимал правильные решения. Из-за краха фондового рынка в октябре 1987 года его хедж-фонд понес огромные убытки (порядка 200 миллионов долларов), однако всего через несколько недель Сорос смог получить крупную прибыль на коротких продажах долларов США, сумев предугадать обесценивание доллара, вызванное ослаблением кредитно-денежной политики государства. Quantum Fund (главная инвестиционная компания Сороса) завершила 1987 год с показателем рентабельности в 13 процентов. Это можно считать поистине рекордным достижением с учетом того, что во время октябрьского краха размер убытков фонда сравнялся с прогнозом убытков за целый год.

## Обвал британского фунта

Выдающийся управляющий инвестфонда Стэнли Дрюкенмиллер познакомился с Соросом в октябре 1987 года незадолго до “черного понедельника”. Дрюкенмиллер смог предвидеть крах и успел переформировать свой инвестиционный портфель, в результате чего его убытки были меньше, чем у Сороса. В 1988 году он перешел на работу в компанию Сороса. Дрюкенмиллер и Сорос сходились во мнении, что торговля любыми неправильно оцененными активами является прибыльной. Их успех показал, что хедж-фонды могут влиять не только на деятельность компаний и отраслей экономики, но даже на работу правительств и центральных банков целых стран.

“До обвала британского фунта экономисты были уверены, что причиной валютных кризисов являются не спекуляции на бирже, а неэффективная экономическая политика правительств”.

Одним из самых впечатляющих достижений Сороса и Дрюкенмиллера стала их успешная атака на британский фунт, проведенная в 1992 году. В те времена общеевропейской валюты еще не существовало, и правительства Европы пользовались единой системой обмена валют с установленными валютными коридорами. Британский фунт стал дешеветь после того, как Центральный банк Германии повысил учетную ставку. Bank of England должен был поступить аналогичным образом, но не стал этого делать. Поскольку Сорос и Дрюкенмиллер предвидели именно такое развитие событий, они стали зарабатывать, продавая британские фунты по ценам, не выходящим за рамки установленных валютных коридоров, и скупая немецкие марки. Приобретать фунты у фонда Сороса был вынужден сам Bank of England, поскольку имел обязательство выкупать национальную валюту у всех желающих. На валютном рынке возникло избыточное предложение британских фунтов. Когда Bank of England объявил, что он вынужден занять 14 миллиардов долларов на поддержание курса фунта, Сорос и Дрюкенмиллер заметили, что они собирались продать британские фунты приблизительно на эту же сумму, причем другие хедж-фонды тоже начали активно избавляться от британского фунта. В итоге правительство Великобритании было вынуждено вывести фунт из общеевропейской валютной системы, а фонд Сороса заработал больше миллиарда долларов.

## Слишком крупный, чтобы обанкротиться?

Специалисты хедж-фонда Long-Term Capital Management (основан в 1994 году) считались лидерами рынка в умении давать количественную оценку рискам. Получив мощную кредитную подпитку, компания LTCM показала годовую рентабельность в 19,9 процента за последние десять месяцев 1994 года, 42,8 процента – за 1995 год, и 40,8 процента – за 1996 год. Благодаря этим поразительным показателям компания привлекала множество клиентов. Перед крахом, который наступил в 1998 году, общие активы LTCM оценивались в 120 миллиардов долларов. Поскольку крах такого крупного фонда представлял угрозу для безопасности финансовой системы не только США, но и всего мира, 11 ведущих банков и инвестиционных компаний под эгидой ФРС решили инвестировать в LTCM 3,65 миллиарда долларов, чтобы не допустить полного прекращения работы фонда и провести его постепенную ликвидацию.

“Согласно новой точке зрения, трейдеры могут совершать успешные атаки на валютный рынок даже в том случае, когда этот рынок абсолютно стабилен. Показательный обвал британского фунта стал последним аргументом в спорах по этому вопросу”.

Одной из причин краха LTCM стала его неспособность реализовать активы достаточно быстро, чтобы удовлетворить маржевые требования кредиторов. Многие другие фонды копировали инвестиционные стратегии LTCM, что создало для последнего дополнительные сложности с быстрым закрытием торговых позиций. Менеджеры фонда сумели дать количественную оценку риску изменения цен, но оказались не в состоянии точно просчитать риск отсутствия ликвидности, то есть вероятность того, что определенные виды активов в какой-то момент попросту

нельзя будет продать. Крах LTCM обозначил необходимость ужесточить контроль со стороны государства в отношении самых крупных хеджевых фондов. Однако далеко не всякий фонд нуждается в усилении госконтроля. Лишь немногие из них настолько крупны, что государству выгоднее предоставить им поддержку, чем допустить их крах.

“Сорос стал известен как человек, который победил главный банк Великобритании”.

Достаточно вспомнить, что случилось с хеджевыми фондами после начала в 2007 году ипотечного кризиса в США. Некоторые менеджеры хедж-фондов в этой ситуации сумели извлечь впечатляющую прибыль. Одним из них был Джон Полсон – выпускник Гарвардской школы бизнеса, когда-то работавший в инвестиционном банке Bear Stearns. Его фонд застраховал свои ипотечные бумаги на очень большую сумму и получил огромную прибыль, когда реальная стоимость этих бумаг упала.

“Когда хедж-фонд становится настолько крупным, что его крах будет иметь негативные последствия для мировой финансовой системы, вмешательство государства в его работу вполне оправданно”.

Из-за ошибок, допущенных в период ипотечного кризиса, некоторые хедж-фонды обанкротились, однако на их ликвидацию не пришлось тратить деньги налогоплательщиков (исключением не стал даже крах такого гиганта, как LTCM). Финансово поддерживая в трудный момент крупные банки, государство тем самым вдохновляет их на принятие рискованных инвестиционных решений. Чтобы переломить эту тенденцию, лучшим выходом из ситуации, возможно, была бы минимизация вмешательства государства в деятельность большинства хеджевых фондов.

## Об авторе

**Себастьян Мэллэби** – старший научный сотрудник американского аналитического центра “Совет по международным отношениям”, обозреватель Washington Post. Писал о международных финансах в The Economist и возглавлял редакции этого издания в Японии, Африке и Вашингтоне. Автор книг “Банкир всего мира” и “После апартеида”.

---

---