

люди  
денег



Фрэнк Партной

# FIASCO

Исповедь трейдера  
с Уолл-стрит



ТРОЙКА ДИАЛОГ





[WWW.BOOKS-SHOP.COM](http://WWW.BOOKS-SHOP.COM)

**ЗДЕСЬ**

**МОГЛА БЫ БЫТЬ ВАША РЕКЛАМА...**

*E-mail: [advertisement@books-shop.com](mailto:advertisement@books-shop.com)*

*Дополнительная информация: [www.books-shop.com/adv.php](http://www.books-shop.com/adv.php)*

Фрэнк Партной

# FIASCO

**Исповедь  
трейдера  
с Уолл-стрит**



ЗАО «ОЛИМП—БИЗНЕС» • МОСКВА • 2001

[www.books-shop.com](http://www.books-shop.com)

УДК 336.761  
ББК 65.262.2  
П18

Издание подготовлено при участии  
Инвестиционной компании «Тройка Диалог»

Перевели с английского  
А. Столяров (Предисловие, гл. 1—6),  
А. Трактинский (гл. 7—11, Эпилог, Постскрипtum)

Консультант Н. Барышникова

### **Партной Фрэнк**

П18 FIASCO. Исповедь трейдера с Уолл-стрит / Пер. с англ. —  
М.: ЗАО «Олимп—Бизнес», 2001. — 352 с.  
ISBN 5-901028-36-8 (рус.)

«FIASCO» — это откровенный и захватывающий дневник человека, знающего закулисную сторону финансовых джунглей 1990-х годов, история молодого сотрудника Morgan Stanley, постигающего премудрости той беспощадной паутины эфемерных ценных бумаг, в которой миллиарды долларов пропадают столь невероятным и непостижимым образом, что мало кто может в этом разобраться.

Фрэнк Партной мастерски рисует мир не знающих снисхождения хитроумных зазывал, которые убеждают не подозревающих о подвохе людей покупать производные бумаги. Порой эти господа шутивно сравнивают свои творения со средствами массового уничтожения. Клиентам остается лишь осознать, что их бессовестно «кинули»: против искушенного игрока у них нет ни единого шанса.

Эта книга написана с юмором и наполнена яркими персонажами. Она должна послужить предостережением всякому, кто имеет паи в фондах, акции и даже страховой полис.

Книга рассчитана на широкий круг читателей.

УДК 336.761  
ББК 65.262.2

© 1997, 1999 by Frank Partnoy  
All rights reserved.

© ЗАО «Олимп—Бизнес»,  
перевод на рус. яз., оформление, 2001  
Все права защищены.

ISBN 5-901028-36-8 (рус.)  
ISBN 0-14-02.7879-6 (англ.)

## *Оглавление*

Предисловие к российскому изданию.....	6
Предисловие.....	9
Глава 1. Лучшая возможность.....	13
Глава 2. Карточный домик.....:	43
Глава 3. Игра в кости.....	67
Глава 4. Фиеста Мексиканского банка.....	83
Глава 5. FIASCO.....	105
Глава 6. Королева империи RAV.....	127
Глава 7. Не поминай лихом, Аргентина!.....	167
Глава 8. Сладкая парочка.....	188
Глава 9. Эффект текилы.....	215
Глава 10. MX.....	253
Глава 11. Саёнара.....	288
Эпилог.....	309
Постскриптум: возвращение.....	313

# ***Предисловие к российскому изданию***

*В любой сделке есть тот, кто победил,  
и тот, кто проиграл, и если ты не зна-  
ешь, кто «лопух», — значит, это ты.*

Россия — это не Европа и не Азия. Это что-то иное. Российский финансовый рынок всегда и всеми (и русскими, и иностранными инвесторами) считался рынком, который не вписывается ни в какую категорию.

Тот факт, что этот рынок нельзя считать развитым, не нуждается в особых пояснениях. В то же время его участники долго не признавали его и развивающимся. Причины, впрочем, у них были разные. Россияне не хотели признавать его развивающимся рынком, скорее всего, из-за гордости. Действительно, Россия не соответствовала некоторым характеристикам развивающихся рынков: например, такие критерии, как низкий уровень образования населения и низкий уровень индустриализации страны, были к ней неприменимы.

Иностранные же инвесторы считали, что российский рынок не заслуживал названия развивающегося рынка, так как не было правил игры, а если они и были, то менялись *во время* игры, и к тому же набор профессиональных участников и рыночных инструментов в России был более чем ограничен, а ликвидность очень низка.

## Предисловие к российскому изданию

Иначе говоря, россияне не согласны были считать свой рынок «развивающимся», а иностранные инвесторы не хотели признавать его «рынком».

Но время летит. И вот, и те и другие начинают понимать, что присущая России специфика отнюдь не мешает ей постепенно становиться одним из развивающихся финансовых рынков.

В своей книге Фрэнк Партной великолепно описывает, как беспринципные продавцы, работающие в инвестиционных банках на развивающихся рынках, создавали и продавали «наивным» западным инвесторам такие производные инструменты, которые были просто «игрой не для них». Однако кроме описанных автором эксцессов, информация о которых может оказаться весьма полезной будущим покупателям и продавцам финансовых инструментов, книга дает основания для куда более глубоких размышлений.

Знакомясь с «FIASCO», внимательный читатель неизбежно задастся важными вопросами. Например, что движет покупателями — слава, деньги, власть или... глупость? И что движет продавцами — слава, деньги, власть или... жажда крови? Что должно соблюдаться в первую очередь — буква или же дух закона? На каком этапе, даже при соблюдении закона, собственная этика не должна позволять некоторые действия? Возможно ли успешное развитие бизнеса при соблюдении руководителями инвестиционных банков этических принципов?

*Одной из главных задач, поставленных «Тройкой» на 2002 год, является создание отдела по работе с производными инструментами. Компания надеется на успешное развитие этого направления.*

Управляющий директор  
Управления торговых операций  
Инвестиционной компании «Тройка Диалог»  
*Жак Дер Мегредичян*

## *ПОСВЯЩАЕТСЯ    МЫШКЕ*

Автор приносит благодарности Старлингу Лоуренсу, главному редактору издательства «W. W. Norton», и его ассистенту Патриции Чу за советы и рекомендации; Роберту Дукасу, литературному агенту, за помощь и поддержку; юридической фирме Covington & Burling за предоставленную возможность поработать над книгой; Мишел и Денни Партной за согласие купить хотя бы один экземпляр; Лауре Адаме, Брюсу Бэрду и Крису Бартоломуччи за ценные замечания; и наконец, многочисленным сотрудникам банка Morgan Stanley, названным и безымянным, которые волей-неволей стали персонажами этой книги.

В инвестиционный бизнес людей приводит то же нездоровое влечение, которое превращает женщину в проститутку: желание избежать любой серьезной работы и вести групповую деятельность, не требующую особого интеллекта; это лучший способ заработка для тех, кто не способен ни к чему другому.

*Ричард Хей, «The Wall Street Jungle»*

За всяким крупным состоянием лежит крупное преступление.

*Оноре де Бальзак*

## *Предисловие*

С 1993 по 1995 год я занимался продажей производных финансовых продуктов на Уолл-стрит. За это время 70 (или около того) человек, с которыми я работал в группе производных нью-йоркского банка **Morgan Stanley**, получили в совокупности почти миллиард долларов — в среднем по 15 миллионов на каждого. Можно сказать, мы были самой удачливой группой во всем мире.

Кроме того, группа делала неизмеримо больше денег, чем любая другая в нашем банке. Morgan Stanley — один из старейших и самых престижных элитарных инвестиционных банков, а группа производных была тем мотором, который приводил его в движение. Нашего миллиарда вполне хватило на зарплаты десяти тысячам сотрудников банка по всему миру, и после этого нам остался довольно приличный куш. Менеджеры в нашей группе получали многомиллионные премии, и даже самые рядовые сотрудники имели доходы с шестью нулями. Многие из нас, в том числе и я, все еще продолжали жить атмосферой 1920-х годов.

Как у нас получались такие деньги? Прежде всего, мы были людьми неглупыми; я работал вместе с лучши-

ми умами во всем бизнесе производных. Мы свободно владели сложнейшими методами современных финансовых операций, и, наверное, нас не зря прозвали «ракетчиками».

Morgan Stanley был уже не тот, что в прежние времена. В 1920-х годах этот элитарный инвестиционный банк пользовался репутацией аристократического заведения, славился неизменными свежими цветами, изысканной мебелью, элегантным обеденным залом и безукоризненной добросовестностью. Лозунг фирмы звучал так: «Первоклассный бизнес в первоклассной обстановке».

В лучшую пору банковского дела, то есть в 1980-е годы, фирма столкнулась с жесткой конкуренцией других банков и несколько ухудшила свои позиции. В ответ Morgan Stanley решил радикально поменять политику и переориентироваться с консервативной добропорядочности на прибыльность. Когда я пришел туда в 1994 году, банк уже сменил прежний образ действий на ловкие финансовые операции и делал кучу денег.

Другие банки (в том числе First Boston, где я работал до Morgan Stanley) так ничего и не сумели противопоставить его агрессивной новой тактике. Да и по виду это заведение было уже совсем другим: цветы исчезли, стояла мебель от компании Formica, менеджеры торопливо что-то глотали (если вообще успевали) за стойкой забегаховки, втиснутой между двумя проходами торгового зала. Энергичная политика вызвала к жизни новое кредо Morgan Stanley: «Первоклассный бизнес в деловой обстановке». Изысканный политес прошлых десятилетий сменился атмосферой чисто дикарской энергии.

Группа производных получала руководства к действию от самого президента, Джона Мака. В банке Мак прошел все ступеньки, начиная с самого дна торгового зала. Там его по-прежнему зовут Макки-Нож: на столе у Мака возвышалось нечто вроде внушительного металлического штыря, на который он, как говорили клеветники, грозился насаживать профнепригодных сотрудников. В качестве традиционного сувенира за успешную сделку вместо обычного прозрачного «кирпича» с коронным лозунгом

фирмы Мак однажды получил от начальства разбитую телефонную трубку, запакованную в прозрачный пластик, — как признание того, что он мастерски пользовался телефонами в торговом зале. С Маком у руля о безмятежных временах Дж. П. Моргана приходилось забыть.

Под руководством Мака мои способные боссы вскоре превратились в дикарей с миллионами, то есть в нечто среднее между подонками и стервятниками. Если они не были заняты какими-нибудь сложными вычислениями, то могли говорить только о том, как бы «намылить кому-то шею» или «кого-то вздуть». Вне работы они оттачивали свои кровожадные инстинкты в частных стрелковых клубах, на сафари или стреляли голубей в Африке и Южной Америке. А самой важной отдушиной для них оставалось состязание с подобающим названием: Fixed Income Annual Sporting Clays Outing (Ежегодные стрельбы с фиксированными ставками), сокращенно — FIASCO. Этот ежегодный стрелковый турнир, собственно, и задавал тот варварски пренебрежительный тон, с которым банк относился к растущим потерям своих клиентов на производных. Начиная с апреля 1994 года, когда эти потери стали возрастать катастрофически, Мак предпочитал руководствоваться такой жизненной максимой: «Пахнет кровью. Значит, пора прикончить еще кого-нибудь».

Что-что, а уж это мы готовы были делать за милую душу. Поля сражений в мире производных усеяны телами наших жертв. Может быть, вам попадалось в газетах, что *один единственный* человек из округа Ориндж, из Baring Brothers, Daiwa Bank или Sumitomo Corporation (а возможно, и еще откуда-то, о чем мы просто не знаем) потерял миллиард долларов. Другим компаниям, чтобы лишиться миллиарда, потребовалось несколько больше людей. Тут можно привести массу хорошо знакомых названий; в частности, Procter & Gamble и бесчисленные фонды потеряли на производных по несколько сотен миллионов, а в совокупности — миллиарды. 50-миллиардный обвал мексиканской валюты тоже случился не без связи с поражениями на рынке производных. Как однажды выразился покойный сенатор Эверет Дирксен, «миллиард —

сюда, миллиард — туда, это распрекрасно, но потом-то с вас потребуют реальные денежки». Если в последние годы у вас были акции или паи в фондах, вполне возможно, что часть *реальных* денег, потерянных на производных, — ваша.

Производные составили крупнейший рынок в мире. В 1996 году его объем оценивался в 55 триллионов, что в два раза превышает стоимость всего пакета акций США и более чем в десять раз — национальный долг. Вместе с тем потери на производных постоянно растут.

Разумеется, масса контор *делала* деньги на производных; **Morgan Stanley** был в их числе, и его группа производных процветала как раз потому, что какие-то покупатели зализывали свои раны. Многие клиенты явно устали от того, что им постоянно «мылят шею», и в 1995—1996-х годах этот бизнес для нас резко сократился. Тогда ушли многие; кто-то пристроился в более пристойные заведения, нескольких самых неистовых менеджеров банк перевел в «приличные» группы, но кое-кто так и остался. Короче говоря, эта группа жива и поныне; она обновилась, но продолжает делать хорошие деньги, настроена на очередное сражение и готова стрелять по команде.

## Глава 1

# *Лучшая возможность*

Я сидел и с нетерпением ждал звонка. Было утро вторника, 1 февраля 1994 года; до выплаты **премий** оставалось две недели. Я был служащим по продаже опционов и фьючерсов в инвестиционном банке Нью-Йорка First Boston.

А звонка я ждал от управляющего агентством по найму — «охотника за головами». За последние дни он звонил мне уже несколько раз. Надо сказать, момент он выбрал точно: время выплаты премиальных приближалось, производные бумаги были на подъеме; сам я недавно «засветился» на конференции по производным для возникающих рынков, был вполне «продаваем» и готов перейти на другое место. Иными словами, для «охотника за головами» я представлял первостепенный интерес: если бы ему удалось подобрать мне новую фирму, то в качестве гонорара он получил бы треть моего начального оклада. Хорошие «охотники» с Уолл-стрит делают миллионы; поэтому я был уверен, что этот парень звонит мне не из простой любезности, — ему нужна моя голова.

Скрытно провести такой разговор — нелегкая задача. Если вы хоть когда-нибудь бывали в торговом зале, то вам,

наверное, трудно представить, как человек может там переговорить с «охотником», не вызывая нездорового любопытства коллеги, который сидит рядом. Засыпать на таком разговоре — все равно что вырыть себе могилу. Многих наказали и даже уволили за переговоры с «охотниками» на рабочем месте. Для надежности мы разрабатывали разные системы маскировки, включая кодовый язык и тайные переговоры после окончания рабочего дня. Моя собственная система, отчасти заимствованная у коллеги, была максимально проста, хотя далеко не столь же надежна: «охотник» звонил мне от имени друга, я поднимал трубку и делал вид, что говорю с этим другом, в то время как «охотник» описывал мне предлагаемую работу. Если мне нужно было обсудить детали, то приходилось прекращать разговор, выходить из зала и звонить «охотнику» из вестибюля по платному автомату. Поскольку такую же систему использовали и другие, в горячее время перед выплатой премиальных эти автоматы бывали буквально в осаде.

До сих пор мне лишь несколько раз приходилось отпрашиваться в вестибюль, чтобы выслушать детальное предложение, но всякий раз я отвечал «нет». Все места были калибром не выше моего в First Boston, то есть явно второсортные. Правда, в начале 1980-х First Boston был первоклассной фирмой, но за следующие **десять** лет банк заметно сдал, и уже многие покинули его в поисках лучшей доли. Я тоже давно устал от своей **второсортности** и мечтал сменить место. Одно мне особенно приглянулось — в фирме, которая, по моим сведениям, имела самую мощную группу по производным на всей Уолл-стрит. «Охотнику» я сказал, что, если он меня сосватает туда, я пойду. Он пообещал разведать и известить.

Наконец раздался звонок. Это был «охотник», и явно с хорошими вестями.

— Фрэнк? — прошептал он.

— Да? — отозвался я столь же вкрадчиво. Сосед взглянул на меня с подозрением: в торговом зале шептать было не принято.

— Есть.

— Что есть?

— То самое, — он чуть **запнулся**, — твоя работа. То, что ты просил. Перезвони мне.

Теперь уже у меня забилося сердце. Соседу я сказал, что вернусь через пять минут, и он, кажется, догадался, в чем дело. В вестибюль я ринулся как заправский бегун.

Набрав номер, я приготовил ручку и бумагу; гудки продолжались, кажется, целую минуту. Я окинул взглядом вестибюль и с ухмылкой посмотрел на новый логотип фирмы: голубой парусник на белом фоне под надписью CS First Boston. CS означало **Credit** Suisse; этот крупный швейцарский банк недавно приобрел нашу контору. Новая эмблема была неплоха графически, но для меня никак не могла скрыть очевидного факта: First Boston не годился для межконтинентального плавания, да и вообще было непонятно, на что он теперь годится. Ясно, что место этой лодке на приколе в Бостоне, а до Берна ей никак не дойти. Единственное, что тут было в межконтинентальном масштабе, — это убытки.

На память пришел один пример: однажды First Boston ссудил фирме Ohio Mattress 450 миллионов долларов — 40% всего своего капитала; эту сделку остроумцы с Уолл-стрит сразу окрестили «прокрустовым ложем». Доходы банка стали столь смехотворными, что для выплаты дивидендов ему пришлось продать свои доли в нескольких фирмах. Зато пошли слухи, что новый главный управляющий **Аллен** Уит (Wheat) получает чуть ли не 30 миллионов, хотя потом официально было заявлено, что «только» 9. Тут наше заведение прозвали «Wheat First Securities» — по памяти одной **обанкротившейся** брокерской конторы. Не приходилось удивляться, что ведущие спецы побежали толпами. Да и я наострился за ними.

Наконец «охотник» отозвался. По инерции я шепотом спросил:

— Что у тебя? — и внимательно оглядел вестибюль, не желая, **чтобы** кто-нибудь мог нас **подслушать**.

Он, должно быть, уловил мое беспокойство, а потому не упустил возможности поиграть со мной в слова:

— Это группа «горячих» производных в *очень* престижном инвестиционном банке, и им нужен толковый агент

по развивающимся рынкам. Ты годишься. Тут все нормально. Ты им подходишь.

Я прервал его словоизлияние. Такие рынки — мой конек, но что такое «престижный банк»? Их же много.

— Что за банк? Скажи, как называется?

Какое-то время он мялся и мычал, а я терпеливо молчал. Потом я повторил вопрос и он, наконец, выдал:

— **Morgan Stanley.**

Я знал, конечно, что во время переговоров нужно «держат лицо», то есть не выказывать явной заинтересованности в новом месте, чтобы «охотник» не подумал, будто я совсем уже впал в отчаяние или готов работать за гроши. Я знал, что должен сохранять за собой способность торговаться и вести переговоры в такой манере: мне, мол, эта работа вообще-то подходит... но не так, чтобы уж слишком. Я попытался справиться с охватившим меня возбуждением, но не смог, и меня буквально прорвало:

— Так вот это мне и нужно! Давай! Когда я могу с ними переговорить? Мне это *нужно!* Это по мне!

Тут я посмотрел, не подслушивает ли кто нас, а он спросил:

— Когда ты хочешь говорить с ними?

Тут я почти закричал:

— Да сейчас же! Немедленно! Сегодня! Завтра, в крайнем случае!

«Охотник» удовлетворенно хмыкнул, почувствовав, что заарканил меня.

— Тпру, мальчик, остынь! Попробую договориться на завтра. Вечером позвоню тебе домой.

Когда я повесил трубку, рука дрожала от возбуждения. Я быстро побежал назад, взгромоздился за свой стол и молился лишь об одном: чтобы никто не обратил внимания на мое отсутствие и не услышал моих криков. По счастью, все обошлось. Мой коллега, который только что показался мне подозрительным, был поглощен приятным делом — поеданием второго за утро шоколадного десерта.

Вечером «охотник» позвонил мне домой и сказал, что все в порядке, он договорился о собеседовании на поне-

дельник, 7 февраля, и Morgan Stanley примет решение быстро, вероятно, в течение недели.

В день собеседования я проснулся рано, позвонил в First Boston и сказал, что заболел. Конечно, начальство потом устроит допрос, но мне это было уже все равно. Я думал только об одном: как произвести впечатление на **моргановских** торговцев производными. Эта группа была лучшей в мире, и ее бизнес переживал настоящий бум. Люди на возникающий рынок им были нужны — это я знал точно. Но вместе с тем я понимал, что из всех претендентов **они** отберут одного-двух самых лучших, и молился, **чтобы** оказаться одним из них.

Когда я попал в здание Morgan Stanley, похожий на пещеру торговый зал гудел, как улей. По сравнению с другими залами, какие я видел, местом тут явно дорожили: даже приемная была сумрачная, без окон, и довольно тесная. Хотя клиентов банк принимал на самой верхотуре своего небоскреба на Шестой авеню, откуда через сплошное стекло открывались потрясающие виды на **Манхэттен**, внизу, на **четвертом** этаже, в казематах торгового зала, никаких таких роскошеств не было.

Если вы никогда не имели удовольствия сравнивать разные торговые залы Уолл-стрит, то вам, конечно, это мало что скажет. Действительно, в принципе все они на одно лицо. Пол представляет собой нечто вроде шахматной доски из разноцветных ковровых квадратов, прикрывающих лабиринты проводов и всякой электронной всячины. Квадраты эти съемные, а потому под ними образуется обширная помойка, в которой валяются **подносики** с остатками китайской еды и снуют **мыши**. (Мыши вообще обожают торговые залы, и служащие неизменно выдумывают способы, как их извести.) Короче говоря, если вы заглянете в любой такой зал на Уолл-стрит, то увидите следующую типичную картину.

Звонят сотни телефонов. С телевизионных экранов извергаются новости и сыплются котировки. Один из напольных квадратов снят, и несколько техников попеременно кричат друг на друга, колдуя над паутиной разье-

мов и кабелей. Десятки трейдеров и представителей стоят друг перед другом с интервалом в три фута за длинными прямоугольными столами; столы густо уставлены мерцающими цветными мониторами, среди которых выделяются синие экраны агентства Reuter, зеленые — Telerate, бежевые — **Bloomberg** и традиционно черные — брокерских котировок.

Каждые несколько секунд из динамиков раздается оглушающая тарабарщина: «Пятьдесят **GNMA** по восемь за полцены. Нефермерские ожидаются ниже тридцати. Парень с длинными облигациями теперь перешел на два года и предлагает двойной опцион». Громкоговоритель в просторечии называется **матюгальником**. Каждый продавец и трейдер подключен к нему и может таким способом доводить до всеобщего сведения важные новости, объявлять запросы или сообщать всем, что главный трейдер по правительственным облигациям в очередной **раз** проявил себя как сущий козел. Если вам нужно поговорить с кем-то на расстоянии больше десяти футов, лучше звонить ему по телефону. Кричать в этом бедламе бесполезно, а в отличие от трейдеров Чикагской товарной биржи **уолл-стритовские** трейдеры не пользуются знаками — разве что подзывают кого-то средним пальцем. Впрочем, по губам вполне можно понять, что говорит **человек** — нетипичное «Сделали» или обычное «Козел».

Впрочем, даже в этом «**мальстреме**» нетрудно отличить трейдеров от продавцов. У трейдера рукава рубашки закатаны, галстук спущен, в руках несколько телефонных трубок, одну из них он постоянно бросает на стол, на компьютер или ассистенту и тут же хватается очередной пончик из бездонного пакета. Продавец, напротив, невозмутимо поправляет запонки, переносит трубку от одного уха к другому, попеременно нажимает на трубках кнопку отключения звука и неспешно поддерживает сразу несколько замысловатых бесед. Хороший продавец может одновременно судачить с клиентом, обсуждать вечернюю игру баскетбольной команды «**Knicks**» с букмекером, приказывать ассистенту стянуть пончик у трейдера и объяснять жене, где он пропал до четырех утра, — и

никто из его собеседников ничего не заподозрит ни о другом разговаривающем, ни об окружающем бедламе.

Однако за видимым хаосом торгового зала скрывается четкий порядок. Трейдеры и продавцы живут в атмосфере мира и согласия, скрытые в своей раковине от всех треволнений политики **расового** или полового равноправия, социального регулирования или изменения рабочего распорядка. Меньшинств и женщин в торговых залах вообще немного, в большинстве своем они носят ливреи швейцаров или очень короткие юбки. Единственный признак каких-либо прогрессивных социальных перемен — периодически опрокидывающаяся стопка пустых стаканчиков из-под йогурта.

В First Boston я стажировался в весьма представительном обществе. В основном это были белые мужчины из Гарварда, Йеля и Оксфорда или же из состоятельных семей. Один такой стажер отправился в Сан-Франциско, **два** — в Филадельфию, еще **один** — в Чикаго, а дюжина или больше — в Нью-Йорк и Лондон. Найти белого мужчину с хорошим знанием японского банку, по всей видимости, не удалось, а потому для Токийского отделения наняли коренную японку.

Из тридцати семи стажеров у нас было тридцать мужчин. Насколько мне известно, First Boston ни разу не оставил *ни одного* цветного для работы в США, хотя среди стажеров — это надо признать — темная кожа не была такой уж редкостью. Из семи женщин несколько уже поработали, и не без успеха, в First Boston, после чего их и допустили на курсы стажировки. Остальные были новенькие, но смотрелись так, словно сошли с обложки журнала «Elle». Иными словами, First Boston вполне благополучно продвигался в опасных водах расового равноправия и **политкорректности**, добившись при этом выдающихся результатов: 80% — мужчины, в основном белые, несколько азиатов в зарубежных филиалах, ни одного **афро-** или латиноамериканца и всего семь женщин.

Женщин в инвестиционные банки отбирают с особым тщанием. Знакомые продавцы не раз говорили мне, что «дамский фактор» всегда играет роль на собеседовании и

при найме, но с их точки зрения женщины-стажеры были либо кандидатами в прислугу, либо начинающими звездами внутреннего шоу. В любом случае на них смотрели как на источник развлечений для мужского контингента. Если же развлечения не получалось, начальство имело обыкновение перекрывать им кислород и назначать на самые неприятные места. И в First Boston немногочисленных стажеров вытурили через несколько месяцев; некоторые из них ушли без проблем, другие подали иск, а одна даже выиграла дело.

First Boston был настолько озабочен проблемами сексуального домогательства и дискриминации, что нанял специального консультанта, дабы научить сотрудников, как им не поставить себя в положение домогающегося при собеседовании с дамами. Но все было напрасно. К ужасу **консультантши** немолодых лет во время занятия, имитирующего собеседование, один сотрудник начал беседу с предполагаемым женским кадром так: «Ну что, детка, как ты насчет **потрахаться?**»

Сообразительные дамы быстро усваивали менталитет «раздевалки» и извлекали из него **выгоду** — и не только путем банального демонстрирования прелестей в обтягивающих платьях или кожаных штанах. Я знал одну даму-продавца, которая сознательно сделала свою интимную жизнь расхожим товаром. По утрам ее окружала гогочущая толпа, жаждущая рассказа о последнем приключении. Если история приукрашивалась, все были только довольны; мне запомнилось детальное описание того, как она «классно брала в рот» у одного счастливчика, которому повезло зазвать ее на дорогой ужин. Выслушав рассказ, один продавец сказал мне: «У *этой* теперь есть шансы в нашей конторе».

Начальник отдела продаж имел целый гарем секретарш, которые постоянно менялись. Главной долгожительницей там была шестифутовая блондинка; ее работа состояла в том, чтобы носить как можно меньше одежды и демонстрировать ноги всему залу. Надо сказать, делала она это на редкость выразительно. Сочетание пьянящего женского шоу с волнующей атмосферой миллиардных

сделок крепко ударяло в голову. А когда картинка мальчикам приедалась, начальник брал другую молоденькую сотрудницу и поручал уже ей сотворить в зале что-нибудь *этакое*. Один старший трейдер по жилищным закладным платил хорошеньким ассистенткам 500 долларов, если они соглашались сжевать, тщательно и с расстановкой, большой маринованный огурец, политый лосьоном для рук. Толпа трейдеров с удовольствием наблюдала, как несчастная совершала свой подвиг, получала награду и тут же облевывала весь торговый зал.

Думаю, что удовольствие, с которым я наблюдал финансовую оргию торгового зала, отчасти объясняется каким-то изыном моего характера. Но **факт** есть факт: торговый зал был для меня родной стихией. **И** я знал, что, если мне придется переменить First Boston на Morgan Stanley, привычную среду я не потеряю и буду чувствовать себя примерно как рыбка, которую просто пересадили из одного аквариума в другой.

Собеседования с представителями группы производных Morgan Stanley шли довольно гладко, и я изо всех сил изображал человека, знающего себе цену. Группа эта обозначалась ГПП — сокращение от «группа производных продуктов» (Derivative Products Group, DPG). Один менеджер толковал мне что-то о «первоклассном бизнесе на первоклассном уровне». Другой — что, по его мнению, основные перспективы ГПП связаны сейчас с возникающими рынками, то есть с моей областью. Он обещал, что если меня возьмут, то я буду участвовать в важном мероприятии по производным, назначенном на апрель и обозначавшемся аббревиатурой FIASCO. Об этом я кое-что слышал и не прочь был бы поучаствовать, но вместе с тем знал: когда продавец инвестиционного банка что-то обещает, шансов на это почти никаких. Но все-таки какая-то надежда у меня оставалась, потому что он был одним из лидеров группы и, по слухам, главным организатором всей затеи.

Несколько продавцов самозабвенно рассказывали, сколько «кусков» они сделали. Продавцы производных

используют это слово не в прямом и всем привычном смысле; «кусок» для них— это зарплата, причем большая, со многими нулями, по крайней мере с шестью. На Уолл-стрит не говорят: «Я сделал миллион», а скажут: «Я сделал кусок». Многие сотрудники ГПП «делали куски», и часто по несколько. Мне тоже этого хотелось, и к концу дня от их рассказов у меня просто слюнки текли.

Я страстно желал стать частью моргановской машины по деланию денег и молился: «Хоть бы мне зацепиться здесь!» ГПП была тем, о чем я мог только мечтать. Денег эти парни делали больше всех на Уолл-стрит, нанимали наиболее смекалистых и торговали самыми прогрессивными производными.

Хотя торговые залы и выглядели более или менее одинаково, между First Boston и Morgan Stanley было одно существенное различие: моргановцы делали гораздо больше денег. И различие это было принципиальным — торговый зал ГПП показался мне сезамом, полным золота.

Ожидая реакции ГПП на мою персону, я прикидывал другие различия между First Boston и Morgan Stanley. Относительная бедность First Boston неизбежно **влекла** за собой немало иных крупных проблем. Не думайте, что если торговые залы у двух по видимости равно престижных банков почти одинаковы, то между ними не может быть большой разницы. Сейчас я попробую кое-что вам объяснить на простых примерах.

First Boston так и остался в прошлом, в 1980-х. Что это второсортное заведение, я впервые почувствовал, когда искал его здание. Согласно официальному адресу, резиденция располагалась на Парк-авеню Плаза, то есть, как мне объяснили, между 52 и 53-й улицами. Я понял это так, что здание *выходило фасадом* именно на Парк-авеню.

Но сколько я ни ходил взад-вперед по улице, ничего похожего так и не нашел. В конце концов я спросил у первого попавшегося клерка, где тут Парк-авеню Плаза. Он ухмыльнулся и махнул рукой куда-то вглубь. Здание **оказалось** вовсе не на самой Парк-авеню, и с улицы его даже не было видно. Эти 150 футов между Парк-авеню и

входом стали для меня первым наглядным символом того расстояния, которое отделяло First Boston от первоклассных банков.

Само здание (если вам доводилось видеть его) в такой же мере являет собой **издержки** урбанистической архитектуры 1980-х годов, в какой сам First Boston — изъязыны тогдашней инвестиционной политики. Построенный в 1981 году 40-этажный небоскреб напоминает аквариум из зеленоватого стекла, **закрепленный**, как книга в обложке, между двумя более старыми и низкими пристройками серого цвета. Претенциозный вестибюль с потолком высотой в 30 футов отделан темно-зеленым мрамором, снабжен рокочущим водопадом, массивными серебристыми колоннами и многочисленными магазинчиками, включая кофейню, монументальный газетный киоск и щегольское швейцарское шоколадное кафе. У банковских служащих 1980-х такая среда вызывала самые лучшие чувства и подогревала их рвение к работе.

К сожалению (которое, вероятно, могут разделить многие читатели этой книги), видимое процветание 1980-х имело свою цену. Охранники на Парк-авеню Плаза расскажут вам, что проектировщики зеленого аквариума, стремясь пробить свой вычурный проект, сначала хотели устроить вестибюль как внутренний парк — с настоящей травой и деревьями. Но нелепость этой затеи быстро обнаружилась, и от нее практически ничего не осталось. Правда, несколько деревьев все-таки успели посадить, и они с трудом боролись за жизнь в противостественной среде; однако травяное покрытие заменили мраморным полом. Единственной данью прежнему урбанизму до сих пор остается несметное количество болтающей в вестибюле абсолютно непонятной публики, которую охранники не могут вытурить, потому что вестибюль имеет статус общественного места. Иными словами, несколько обедневшим **«бостонцам»** 1990-х не довелось шествовать в торговый зал по свежеподстриженному газону, но зато приходилось продираться сквозь толпы посторонних бездельников (совсем недавно First Boston переехал в какое-то еще менее престижное место).

Что касается Morgan Stanley, то он занимал перво-классную постройку в Рокфеллеровском центре, как раз напротив музыкального зала Radio City, и выходил окнами прямо на знаменитый Рокфеллеровский каток. Вестибюль в банке простой и чистый; но самое главное, его легко найти.

Morgan Stanley тоже завел новую эмблему — карту мира в современной проекции **Меркатора**; по сравнению с парусником First Boston она смотрелась гораздо внушительнее. Глянцевые рекламные проспекты повествовали о самых общих темах; от них веяло покоем мира, где не бывает никаких опасностей и катаклизмов. Из First **Boston** в Morgan Stanley перешло столько народа, что теперь они уже называли его «Second Boston». Morgan Stanley представлял собой настоящую всемирную фирму. У него были отделения по всей Америке (Лос-Анджелес, **Менло Парк**, Мехико, Монреаль, Нью-Йорк, Сан-Франциско, Торонто, Хьюстон, Чикаго), Европе (Женева, Лондон, Люксембург, Мадрид, Милан, Москва, Париж, Франкфурт и Цюрих), Азии (Бомбей, Гонконг, Осака, Пекин, Сеул, Сингапур, Тайбэй, Токио и Шанхай) и во многих других местах (**Иоганнесбург**, Мельбурн, Сидней). Энергичное начальство банка — президент Джон Мак и председатель Совета директоров Ричард Фишер — твердо намеревалось расширить его мировое присутствие и довести общее число сотрудников до 10 тысяч и больше. Надо сказать, что именно заграничные отделения приносили банку все больше дохода, и там же возникали все новые рабочие места. Конечно, и «**бостонцы**» — теперь CS First Boston — тоже заявляли, что у них отделения по всему миру; но некоторые они собирались закрыть и потому увольняли людей без счета.

Да и обычаи банковского братства выглядели в Morgan Stanley как-то более солидно. Мне не попались ни гогочущие расхристанные ассистенты, ни трейдеры с обритыми на пари головами, ни секретарши, фланирующие в откровенных нарядах, — а в First Boston это сразу бросалось в глаза. Зато я заметил на столах несколько номеров журнала «Guns & Ammo» и игрушечных солдатиков G. I. Joe;

виски и **порнуху**, надо думать, держали в ящиках. Наконец, Morgan **Stanley** — это *действительно* Morgan Stanley: вряд ли кому-то могло прийти в голову изменить название банка.

Справедливости ради надо заметить, что и First Boston не всегда сидел в луже. Несколько десятилетий, начиная с 1940-х годов, Morgan Stanley и First Boston имели вполне сопоставимый статус элитарных банков. Когда после Второй мировой войны новоорганизованный Всемирный банк стал привлекать средства под программы восстановления, Morgan Stanley и First Boston были в первых рядах и делали себе первосортную рекламу на его проектах. С тех пор в First Boston почти все пришло в упадок, и только одно оставалось лучше, чем в Morgan Stanley, — лифты.

Множество сияющих лифтов всегда было наготове для трейдеров и продавцов, которые, как и я, терпеть не могли задержек по утрам. От посторонней публики их **защищали** барьер и специальная охрана. Они напоминали лифты на **круизном** лайнере «Enterprise», но ходили немного быстрее. Каждое утро, когда я появлялся в аквариуме на Парк-авеню Плаза, меня всегда ждал свободный лифт. Я нажимал на внушительный транспарант с надписью «Отдел бумаг с фиксированным доходом» и — **фьюит** — оказывался в торговом зале. Надо признать, что неохраняемые и медленные **моргановские** лифты сильно проигрывали всему этому.

Но, пожалуй, самое существенное для меня различие между First Boston и Morgan Stanley состояло в умении работать с производными. Вам, конечно, это слово попадалось — в газетах, журналах, телепередачах постоянно судачат о том, сколько миллиардов те-то и те-то потеряли на производных; об этом даже специально говорили в программе «60 минут». Но что это за фрукт?

В First Boston многие не имели о нем никакого представления. Моя группа — развивающихся рынков — приносила большие доходы, имела 30 миллиардов годового оборота на сделках, занимала ведущее место по рейтингам разных развивающихся рынков — с акциями на 10 миллиардов и выпусками облигаций, но даже и мы

серьезно отставали в области производных. В 1993 году другие **банки** начали проворачивать крупные **сделки** по производным на развивающихся рынках. В числе первых был Morgan Stanley: он один продал более чем на полмиллиарда мексиканских производных, не считая миллиардов за другие. Волна за волной прибыльные сделки катились мимо First Boston, а мы сидели не в той лодке. После того как несколько продавцов и аналитиков (включая интеллектуального лидера и старшего продавца моей группы) ушли из First Boston в другие места, группа производных по развивающимся рынкам оказалась представлена только одним лицом, то есть мною.

В то время я был далеко не гуру в области производных. Я изучал право, а не бизнес, и те знания, которые я извлекал преимущественно из академических трактатов, мало что давали в динамичной обстановке торгового зала. Стажировка в First Boston тоже **оказался** не слишком полезной (хотя по их программе я получил высший балл).

Я знал, что производные — это финансовые инструменты, ценность которых связана со стоимостью других ценных бумаг (акций или облигаций) или является производной от нее. Если вы хоть **что-то** читали о производных, то, наверное, какое-то подобное определение вам попадалось. А если вы в последнее время приобретали акции компании или взаимного фонда, вкладывающих деньги в производные, то, вероятно, у вас уже был случай применить к ним другое определение: непонятная финансовая штукавина, которая внезапно оказывается ничего не стоящей, — о чем вы получаете соответствующее уведомление на первой странице «Wall Street Journal».

Но какова бы ни была степень вашей осведомленности, сейчас я намерен изложить необходимые сведения о производных, позволяющие понять тактику группы Morgan Stanley; кое-что я знал уже в феврале 1994 года, когда только собирался устраиваться к ним. Дабы облегчить чтение, я опущу многие сложные темы, которые, возможно, попадались вам в специальной литературе, — например, такие пугающие предметы, как скорректированная продолжительность, скорректированный спред

опциона, паритет «пут»—«колл», облигационная база или отрицательная **конвективность**. Мой общий совет читателю, даже искушенному в банковском деле, таков: не тратьте ни минуты на уяснение этих терминов, денег они вам никогда не прибавят. Если же вы думаете, что знание подобных предметов способно сделать вас человеком всесторонне образованным, **лучше** оставьте эти мысли при себе — особенно пока вы работаете в торговом зале. Там признают только один способ «округлиться» со всех сторон — непрерывно поедать всякие калорийные штучки. Конечно, если вы научились использовать заумную тарабарщину как дымовую завесу, чтобы скрывать факты от клиентов, это неплохо. Но всерьез тратить время на знания, которые не приносят денег, — пустое дело **и** плохой бизнес.

В дальнейшем я объясню вам, как на Уолл-стрит делали и продолжают делать огромные деньги на производных путем прямого надувательства **и** обмана. Но сначала — кое-какая базовая информация. Изучение производных и сегодня сопряжено с той же проблемой, что стояла передо мной в феврале 1994 года: лишь считанные продавцы производных владеют сокровенными секретами того, как же на самом деле эти бумаги используются, и, разумеется, такая элита элит не имеет никакого резона раскрывать бесценные тайны вам или мне. Настоящий «уолл-стритовец» не откроет важнейших секретов даже коллеге. Поэтому попасть в **Morgan Stanley** мне **было** важно еще по одной **причине**: я думал, что тамошняя **ГПП** наверняка **хорошо** осведомлена о таких вещах. Ведь даже мне, человеку, продававшему производные в First Boston, **было** почти невозможно проникнуть в детали самых прибыльных сделок на Уолл-стрит. А представьте, в каком трудном положении до сих пор находятся журналисты или регулирующие инстанции: им известно ровно столько, сколько **уолл-стритовский** делец соизволит довести до их сведения. Теперь, я думаю, вам понятно, почему эта история не появилась на свет раньше.

Я нисколько не осуждаю тех людей из **моргановской ГПП**, которые не пожелали делиться своими секретами.

Вскоре вы увидите, что некоторые сомнительные приемы обладали свойством порождать серьезные проблемы для части этих людей. Их клиентам было, как минимум, не совсем приятно узнавать, что доверенный продавец обвел их вокруг пальца. Но даже если опасное эхо, способное разгласить секрет, и не возникает, то все равно, к чему делиться? Если ваша курочка начала нести золотые яйца, что вы будете делать? Соберете журналистов? Станете раздавать эти яйца? Вряд ли. Скорее всего, вы их спрячете подальше от завистливых глаз.

Итак, я начну с самого главного: что такое производные? Повторю стандартное определение: производные — это финансовые инструменты, ценность которых связана со стоимостью других ценных бумаг или производится от нее. Приведу пример. Вы можете просто купить акции IBM или же купить опцион **«колл»**, который дает вам право приобрести те же акции в определенное время и по определенной цене. Опцион «колл» — производный, поскольку его цена *производится* от цены реальных акций IBM. Если цена акций растет, цена опциона тоже растет, и наоборот.

В большинстве руководств говорится, что бывает только два вида **производных** — опционы и форварды. В таких книгах все разбирается детально, но читать их все равно трудно. Одна из самых доступных — «Options, Futures and Other Derivative Securities» («Опционы, фьючерсы и другие производные ценные **бумаги**»); ее написал профессор Джон **Халл**, известный консультант по производным, которого часто приглашают вести **дорогущие** конференции в разных фирмах. Но даже и в ней немало крайне заумных пассажей о производных, о чем предусмотрительно предупреждают выдержки на обложке: «Исчерпывающее изложение **нумерических** процедур, моделирование Монте-Карло, применение **биноминых** решеток, методы конечной разности». Если вы еще не пришли в ужас, пролистайте это творение, напичканное крошечными греческими символами, формулами и графиками; а если вы до сих пор размышляете, не купить ли книгу, взгляните на **ценник — 76 долларов**.

Мне кажется, лучше сделать так: книгу **Халла** пока не покупайте, а термины «опционы» и «форварды» на время замените любым другим словом, например «корвет» (его оценит любой продавец производных).

Опцион есть *право* купить или продать что-либо в будущем. Право купить — опцион **«колл»**; право продать — опцион «пут». Если, допустим, вам известно, что в местное представительство автомобильной фирмы в течение месяца поступят несколько новых «корветов», то прямо сейчас стоит заплатить дилеру тысячу долларов, дабы резервировать за собой право купить машину по определенной цене, скажем по 40 тысяч. Когда машины доставят, у вас на руках будет опцион «колл», то есть право (но отнюдь не **обязательство!**) купить автомобиль за 40 тысяч долларов. Поскольку опцион у вас на руках, вы заинтересованы, чтобы цена на машину росла. Если она вырастет до 50 тысяч, ваш **40-тысячный** опцион может принести прибыль в 9000 долларов. Разумеется, при опционе «колл» продуктивно отступать вы можете только до 41 тысячи: если цена упадет до 30 тысяч, вы просто оставляете дилеру вашу начальную тысячу (так называемую опционную премию) и покупаете «корвет» за меньшую сумму.

Форвард — это **обязательство** купить или продать что-либо в будущем. Если вы имеете дело с валютой, такое обязательство будет называться фьючерсом, но сути дела это не меняет. Предположим, вы хотите купить новый «корвет», но не желаете платить тысячу долларов за опцион. Тогда вы можете оформить форвардное обязательство купить машину **в** течение месяца за 40 тысяч и будете *обязаны* заплатить именно эту сумму, если даже реальная продажная цена окажется меньше. Как и в случае с опционом, здесь вы тоже заинтересованы в росте цены. Но у вас уже нет возможности выжидать, и падение цены для вас *принципиально* невыгодно: если она упадет до 30 тысяч, вам все равно придется выложить 40. Несмотря на риск ограниченного маневра, форвард имеет и преимущество — не нужно платить опционную премию.

Опционные и форвардные сделки заключают со всеми видами финансовых **инструментов** — акциями, облигаци-

ями и различными рыночными индексами. Одни продаются на стационарных биржах по всему миру. Другие являются предметом исключительно частных сделок и называются внебиржевыми («**over-the-counter**»). Биржевые бумаги более **открыты**, надежны и ликвидны. Чтобы получить сведения о таких производных, вам достаточно просмотреть «Wall Street Journal» или обратиться к брокеру. Что касается внебиржевых сделок, то во многих случаях вы не найдете *никакой* информации, если только не работаете в группе производных инвестиционного банка.

Все производные на рынке представляют собой сочетание опционов и форвардов. В большинстве своем реальные сделки (включая те, о которых речь пойдет ниже) сводятся к разнообразному комбинированию опционов и форвардов и продаже их в пакете. Самая трудная часть «пакетирования» — вычислить, сколько может стоить каждый компонент. Эти расчеты — единственный момент торговли производными, который по сложности не уступает вычислению космической орбиты, и ошибки здесь могут иметь столь же катастрофические последствия.

Я хорошо знаю, чем они грозят. Если вы когда-нибудь решитесь покупать производные, то, надеюсь, вас минует мой печальный опыт, связанный с другим банком, который не очень благовидно вел себя в подобных операциях, — Bankers Trust.

За несколько лет до этого я пытался пройти собеседование в Bankers Trust, который на Уолл-стрит называют просто ВТ. В последнее время этот банк успел заслужить нелестную репутацию конторы, толкающей подозрительные производные разным простакам, получить замечания от регулирующих органов и иски от немалого числа клиентов. Но в те годы, когда я искал работу на Уолл-стрит, он был относительно чист.

Этот банк имел одни из лучших на всей Уолл-стрит учебные курсы по продажам и репутации элитарного заведения для избранных. Во всяком случае, после натаскивания в ВТ человеку был почти гарантирован успех, и

люди с опытом ВТ делали на Уолл-стрит хорошие «куски». Я четко настроился на ВТ и высоко оценивал свои шансы, не сомневаясь, что если зацеплюсь там, то мое будущее обеспечено.

В то время еще не говорили в открытую, что в ВТ (по словам одного довольно мерзкого типа) «людей заманивают в оазис, а потом нагло раздевают». Общество пребывало в относительном неведении, а я предпочитал думать, что ВТ всецело занят могучей (но непредвзвешенной) деятельностью по производству денег. Если бы я только мог вообразить, что клиентов здесь попросту «раздевают», мое отношение к этому банку изменилось бы и, возможно, стало более здравым.

Как бы там ни было, первое собеседование в ВТ я помнил на всю жизнь, потому что это вообще было мое первое собеседование по поводу работы на Уолл-стрит. Управляющий по **кадрам** провел меня через застекленную приемную в зал торговли облигациями. В торговом зале я до того не бывал и взибал на этот муравейник с благоговейным трепетом. Первое, что мне врезалось в память, — ряды мерцающих экранов и орущих продавцов. Шум стоял невероятный. Каждый **человек** буквально вопил — либо в телефон, либо соседу. Вся атмосфера была наэлектризована, и я еще сильнее занервничал.

Тут я заметил, что один парень в очках сует мне калькулятор. Управляющий сказал, что это трейдер по производным, и удалился. Я протянул потную ладонь, а затем последовал за молчаливым трейдером в кабинет с шикарными окнами, где он предложил мне сесть.

Мой хозяин устался на ряд мерцающих зеленых экранов Telerate с последними **котировками** разных бумаг, взял телефон и пробормотал какие-то цифры и условные термины, которых я не знал. В течение нескольких минут, пока я наблюдал бэ-тэ-шного трейдера, мое состояние переросло от простой нервозности в настоящий ужас. Он пробегал глазами по мониторам и, казалось, совсем забыл о моем существовании. Я же не понимал **ни** единого слова из того, что он говорил. Горло у меня до того пересохло, что я не мог даже глотнуть и судо-

**рожно** оглядывал комнату в поисках чего-нибудь жидкого и холодного.

Наконец, трейдер соизволил обратить на меня внимание. Изъяснялся он весьма скупно, на мое резюме даже не взглянул и просто предложил мне провести условную сделку по производным. Я старался вникнуть в условия: насколько я мог сообразить, это были смешанные форварды по облигациям Казначейства. Как я понял, такая форвардная сделка сводилась к обязательству купить облигации в установленное время и по установленной цене. Если я проигрывал сделку, то должен был заплатить ему сумму, рассчитываемую по сложной формуле.

Я прикинул в уме, что это такое. Сделка внебиржевая — значит, ни на какой монитор она не попадет. На **Telerate** можно найти приведенную стоимость облигаций Казначейства, но рассчитать по этим ценам стоимость сделки мог только я сам. Я решил действовать сугубо осторожно, ибо такая операция таила в себе невероятный риск: если я подпишусь на облигации, а цена упадет, придется выложить кучу денег.

Вместе с тем основные принципы игры я представлял довольно ясно. Сделка предусматривала возможность привлечения кредитов, то есть каждый компонент мог быть увеличен соответственно множителю (произвольному числу, на которое умножается установленный объем сделки, чтобы сделать доходы и убытки более наглядными, — вроде того как при игре в кости выпадает удваивающая комбинация **чисел**). К примеру, если множитель равен 10, то миллионная сделка будет означать 10-миллионную. Мне нужно было подсчитать стоимость тех форвардов, которые я покупал, и вычесть стоимость тех, которые я продавал. Если после этого результат оказывался больше нуля, я был в прибыли, если меньше — то в убытке. Просто?

Трейдер спросил, угодно ли мне провести 10-миллионную сделку. Я нашел на экране котировки Казначейства и наспех сделал несколько подсчетов. «У тебя, — сказал он, — в распоряжении одна минута». В волнении я уставился на его калькулятор (это был могучий Hewlett Packard 19BII turbo), а потом сунул потную руку в кар-

ман, напрасно ища свой собственный. Ничего. Черт! Он же остался дома на столе. Мой соперник кивнул мне на бумагу и ручку. В ответ я упрямо мотнул головой: мол, такими примитивными средствами не пользуюсь. Мне нужно было поразить этого парня, и я подумал, что смогу просчитать все в уме. Я опять взглянул на мониторы и сцепил пальцы. Трейдер поднял бровь. Я, наконец, настолько прочистил горло, что, к моей радости, мне удалось произвести первый членораздельный звук: «О'кей».

Трейдер холодно взглянул на меня и сказал: «Сделали». Его слова словно повисли в воздухе. «Сделали» — это трейдерское выражение; оно означает, что сделка совершена. Если вам скажут: «Сделали» — значит, деваться некуда. Из сделки уже не выйдешь. Твое слово — это, так сказать, твои узы. Стало быть, я заключил сделку на 10 миллионов. Ну и прекрасно. Я-то был уверен, что на этот раз сделал кое-какие деньги.

Но трейдер предложил еще одну сделку на 10 миллионов с теми же условиями. В прежних расчетах я не сомневался, а цифры на мониторах изменились не сильно. Теперь я уже довольно спокойно воспринимал его чудовищный калькулятор и кивнул в знак согласия. Он довольно сурово посмотрел на меня: «Сделали». Я все еще нервничал, но был практически уверен, что на двух сделках не прогадал, и потому **старался** держаться бодро.

Трейдер поерзал в кресле и предложил немного другую сделку на **100** миллионов. Я снова воззрился на монитор, а потом перевел взгляд на ручку и бумагу. Тут у меня впервые закрались **сомнения**: все ли я правильно подсчитал? Мне **казалось** — да, но я не был уверен, что правильно оценил те небольшие изменения условий, которые сделал трейдер. Хотя новая сделка была крупнее, условия остались практически прежними — если допустить, что на рынке за несколько секунд не произошло ничего существенного. Взглянув еще раз на монитор, я счел, что цифры если и изменились, то в мою пользу, но, сколько ни старался, не мог вспомнить, какие они были минуту назад. Так **как** оделка масштабировалась, малейшая ошибка могла стоить мне миллионов. Я опять

посмотрел на его калькулятор и сделал паузу. Но я чувствовал себя достаточно уверенно, чтобы кивнуть в очередной раз.

На губах трейдера впервые мелькнула улыбка: «Сделали». Я же мысленно возвратился к предыдущим сделкам...

Но трейдер прервал мои размышления: «Те же условия, миллиард». В его голосе слышался металл. Я вжался в кресло.

Черт возьми, я *точно* где-то ошибся. Теперь у меня оставалось два выхода: признаться, что я не понял условий и, значит, являюсь профнепригодным недоучкой, или же попытаться угадать.

Вспоминая свое решение сейчас, я знаю, что мои гипотетические потери выглядели бы не так уж чудовищно. В конце концов, многие покупатели производных теряли и побольше. Но тогда, в 1992 году, почти все, и я в их числе, думали, что производные — вещь почти безопасная. Можно было смело раскрывать любую газету в полной уверенности, что там не окажется статьи о неудачнике, который потерял на производных миллиард. Это было задолго до того, как Роберт Ситрон из округа **Ориндж** лишился своего миллиарда, по столько же потеряли Ник Лисон из Baring Brothers и **Тошихиди Игучи** из Aiwa Bank, а Ясуо **Хаманака** из Sumitomo Corporation — даже два. И все — на производных. Это было до того, как международные компании с длинными иностранными названиями, вроде **Metallgesellschaft**, стали терять миллиарды на производных, и даже до того, как Джордж Сорос... впрочем, он потеряет только **полмиллиарда**, но об этом еще никто не мог знать.

Короче говоря, ранней осенью 1992 года я ощущал себя первым человеком, которому грозило потерять на производных миллиард.

И все же я кивнул утвердительно: принимаю.

Трейдер снял очки и в последний раз сказал: «Сделали», а потом ткнул пальцем на дверь: «Поздравляю. Ты только что потерял миллиард. Это все».

Меня словно обухом ударили, и на мгновение я потерял дар речи. *Это все?* Тогда мне конец.

Пошатываясь, я вышел из комнаты, приобрел обратно в торговый зал и с подозрением уставился на ряды мониторов. Неужели я и вправду только что потерял *миллиард*? Я попытался вспомнить выкладки сделки с учетом масштабирования. Что скажут друзья? Все случилось так быстро. Мне стало не по себе: миллиард — это слишком большие деньги, чтобы их терять.

Но потом я собрался с духом. В конце концов, я же потерял миллиард *не на самом деле*. Кроме того, **что** он представляет собой по сравнению с общим объемом сделок? На финансовых рынках каждый день оборачиваются *триллионы*. Объем всего рынка производных в 1992 году составлял 40 триллионов. Одни только валютные рынки торговали на триллион в день. Так стоит ли впадать в отчаяние из-за какого-то миллиарда?

**Приходилось** признать, что первое собеседование в **инвестиционном** банке прошло не слишком гладко. Но я уже давно задавал себе вопрос: как можно делать столько денег на опционах и форвардах, и если Уолл-стрит все же делает деньги на производных, то кто их *теряет*? Теперь я на собственном опыте узнал, как один может заработать, а другой — потерять целый миллиард. Это был ценный урок, и я сделал из него выводы.

Я усвоил, во-первых, что в каждой сделке есть победитель и побежденный, а оказаться в роли потерявшего миллиард очень неприятно. Во-вторых, нужно легко и непринужденно производить сложные вычисления, и желательно в **уме**. От большинства людей, в том числе и от большей части сотрудников инвестиционного банка, этого не требуется, но мне, если я хочу чего-то добиться в производных, такое умение, безусловно, необходимо.

Чтобы утвердиться на верном пути к солидным «кускам», мне нужно было разобраться еще в одной вещи — так называемой *приведенной стоимости*; она весьма тесно связана с вычислениями, которых требовал от меня трейдер, **и** без нее нельзя **хорошо** ориентироваться в производных. Приведенная **стоимость** — это стоимость платежа в долларах на данный момент. Например, приведен-

ная стоимость 100 долларов, выплачиваемых сегодня, равна 100 долларам, но приведенная стоимость тех же **100 долларов**, выплачиваемых через год, уже меньше. Иными словами, приведенная стоимость суммы, которая выплачивается в будущем, всегда меньше, чем стоимость той же суммы сегодня.

Я думаю, суть тут можно ухватить инстинктивно, ибо она **выражена** в известной пословице: «Лучше синица в руке, чем журавль в небе». Многие уверены, что если у тебя в руках хоть мелочь, но *сейчас*, это более надежно, а потому более ценно, чем нечто крупное, но *потом*. Для инвестиционного банкира эта мудрость переформулируется так: приведенная стоимость сегодняшней синицы больше, чем приведенная стоимость завтрашнего журавля. Хотите — верьте, хотите — нет, но именно это соображение **принципиально** важно для понимания производных. Поэтому, прежде чем мы вернемся в **Morgan Stanley**, я изложу самое необходимое о приведенной стоимости.

Математическим методам в финансах и приведенной стоимости посвящена уйма специальных книг; однако исходный принцип оценки акций или облигаций, равно как и принцип всего финансового дела, предельно прост: сегодняшний доллар стоит больше завтрашнего. Но почему? Ответ столь же прост. Положив доллар в банк сегодня, завтра вы будете иметь уже больше доллара. **А** если этот доллар нужен вам только завтра, вы можете положить меньше доллара, скажем, 99 центов. Ваши проценты будут складываться из «реальной» прибыли (например, 3%) и инфляционной компенсации (как правило, несколько **процентов**). Процентная ставка меняется в зависимости от того, когда выплачиваются проценты. В обычных условиях проценты тем выше, чем дольше срок.

Если вы усвоили эти основы, то вполне разберетесь в главных принципах современной финансовой теории и основных механизмах, управляющих рынками облигаций и производных. Если вы поймете не все, не расстраивайтесь: вы не одиноки. Даже многие фондовые менеджеры и управляющие компаниями до последнего времени не очень хорошо представляли себе, что такое рынок обли-

**гаций** или производных. Говорят, сам президент Клинтон не мог скрыть удивления, уяснив масштабы деятельности этих, как он выразился, «чертовых облигационщиков». Итак, с вашего позволения, я остановлюсь на самых важных вещах.

Для оценки облигаций принципиально важно ответить на вопрос: насколько сегодняшний доллар дороже завтрашнего? Допустим, у **вас** есть выбор: получить 100 долларов сегодня или через год. Ответ ясен: конечно, сегодня. Но что решить, если сегодня вам предлагают 100, а через год — 106? Тут нужно посмотреть, сколько процентов вы можете заработать за год. Если годовая процентная **ставка** — 8%, лучше взять 100 долларов сейчас, потому что через год они будут стоить 108. Если ставка — 4%, лучше взять 106 долларов через год, потому что сегодняшние 100 через год будут стоить только 104.

Чтобы корректно сравнить 100 долларов сегодня со 106 через год, нам нужно выразить их через универсальный термин, а это как раз и есть приведенная стоимость. Мы просто задаем себе вопрос: «Какова приведенная стоимость каждой суммы на данный момент?» Со 100 долларами все ясно, а вот что делать со 106 через год? Если процентная ставка составит 6%, то **сейчас** они стоят те же 100 долларов, которые, будучи вложены сегодня, через год принесут еще 6. Иными словами, мы используем ставку в 6% для обратного пересчета 106 долларов через год к соответствующей сумме сегодня и получаем итоговую стоимость: 100. Сама процентная ставка в этом случае называется *коэффициентом дисконтирования*. Если этот коэффициент, или процентная ставка, больше (допустим, 8%), то 106 долларов через год **стоят** меньше, чем 100 сейчас. И наоборот, если ставка не превышает 4%, 106 долларов через год **стоят** больше, чем 100 сегодня.

Чтобы высчитать стоимость облигации, мы просто должны представить ее как серию денежных потоков — наподобие 100 долларов в предыдущих абзацах. Годовая облигация с 6-процентным купоном представляет собой *совершенно то же самое*, что наши 106 долларов через год: при погашении держатель облигации получит основную сумму

долга (**100** долларов) и проценты (**6** долларов), то есть те же **106** долларов. По большинству облигаций проценты платят дважды в год, но сути дела это не меняет. Чтобы оценить 10-летнюю облигацию с 6-процентным купоном, нужно просто подсчитать, какова приведенная стоимость основной суммы и процентов за **каждый** год; сложив эти величины, вы получите полную стоимость облигации.

Если следовать «правилу синицы», при ставке в 6% «журавля» вы ухватите только через **12** лет: примерно столько потребуется, чтобы удвоить капитал при 6% годового **роста**. По сравнению с прочими «птичками» это чересчур долго. Иными словами, концепция приведенной стоимости просто формализует веками апробированный здравый смысл, который у вас наверняка есть.

В углубленном финансовом курсе вы узнаете не только о приведенной стоимости, но и еще о двух вещах — продолжительности и **конвективности**. «Птичья» метафора тут уже не работает, и когда изучающие бизнес студенты (а также большинство трейдеров и продавцов) слышат одно из этих слов, они впадают в панику. Но вам не стоит этого делать. Даже если вы работаете в инвестиционном банке, вам лучше воздержаться от углубленного усвоения этих концепций. Достаточно запомнить следующее.

*Продолжительность* характеризует степень риска, связанного с облигацией. Чем она больше, тем значительнее риск. К примеру, 10-летняя облигация имеет большую продолжительность и, соответственно, связана с большим риском, чем годовичная. Вот, собственно, и все.

На математическом языке продолжительность выражается, разумеется, несколько более сложно. Она определяется как отрезок времени, проходящий до тех пор, пока вы не получили средневзвешенную приведенную стоимость денежного потока, и представляет собой производную (в математическом смысле) дифференциального уравнения, которое описывает колебания цены облигации. Продавцы облигаций, естественно, давно забыли это определение, если вообще когда-нибудь его знали. Если говорить проще, то облигацию можно графически представить в виде ряда столбиков, каждый из которых обо-

значает выплату, расположенных по полукругу с временным вектором слева направо. Большинство столбиков (проценты) будут короткими, а самый правый (основная сумма) будет гораздо выше прочих. Продолжительность облигации — это расстояние до точки равновесия всех столбиков, то есть до динамического центра.

**Конвективность** — невероятно запутанный предмет, который я предпочитаю оставить за рамками этой книги. Все, что вам **нужно знать** о нем (и что знают о нем 99 процентов людей на торговой площадке), сводится к простому ощущению: **конвективность** — это хорошо. Чем более конвективна облигация, тем больше денег вы на ней сделаете при изменении учетных ставок. Это разъяснение **вполне** годится и для более странного термина *отрицательная конвективность*.

И последний вопрос на засыпку: если положительная конвективность хороша, то как быть с отрицательной? Если вы скажете, что отрицательная — это плохо, то будете правы. Мои поздравления: вы вполне готовы продавать производные.

И вот опять First Boston, последняя нескончаемая неделя перед премиальными. После выплат многие уйдут. Сотрудники инвестиционных банков — в большинстве своем расчетливые дельцы, которые прекрасно понимают, что следующие премиальные будут только через год. И если человек собрался уйти, он и лишнего часа не задержится, потому что иначе, по всем раскладам торговой площадки, ему придется работать даром. Большинство торговых представителей и трейдеров рассуждают именно так, ибо их официальные оклады (обычно 75—100 тысяч) составляют только часть (и не самую большую) общегодовой оплаты, включая премиальные. Я рассуждал совершенно так же: если я получу предложение от Morgan Stanley, то уйду, как только положу премиальный чек в банк.

Наконец, буквально за несколько дней до премиальных, Morgan Stanley сделал мне предложение, от которого не отказываются. Я ответил, что приму его, как толь-

ко получу премиальные. Сразу дать официальное согласие я не мог: если бы в First Boston что-то прознали, с премией можно было проститься. Любой неглупый сотрудник хорошо знает, что банк пристально наблюдает за теми, кого подозревает в намерении уйти к конкурентам. Поэтому я держал свои планы при себе и дожидался 15 февраля.

В First Boston выплату премиальных прозвали «бойней на Валентинов день»: в это время сотрудники **ощущали** себя бесправными рабами, которых силком тащат на кровавый ритуал раздачи худосочных премий. Все были настолько взвинчены от трудносдерживаемой алчности, что считали себя заведомо и подло обманутыми — сколько бы ни получили на самом деле. Этот странный феномен неизменно занимал меня: что так выводит из себя людей, загребаящих по несколько миллионов?

Уже к половине десятого утра пещера торгового зала неизменно оглашалась **злыми** воплями недовольных торговых представителей и разгневанных трейдеров, которые только что получили чеки на сотни тысяч или даже на несколько миллионов. Даже самые последние сотрудники награждались суммами, не в один и не в два раза превышающими годовой доход среднеамериканской семьи. Но способность взглянуть на себя со стороны не относится к числу главных достоинств обитателей Уолл-стрит, а потому в здании банка бушевало море ярости.

— Старик, меня нагло кинули! Ты представляешь, опять! А тебя?

— Спрашиваешь!

Торговые представители, в обычных условиях весьма добродушные, бывали иногда в столь нервном и откровенно наплевательском настроении, что когда очередная «жертва обмана» направлялась вон из First Boston, вся торговая площадка провожала ее нескончаемыми овациями. Самые громкие аплодисменты доставались тем, кто уходил в Morgan Stanley, а таких было уже немало.

Тем же премиальным утром я понес свой чек в отделение Citibank, которое находилось за углом, неподалеку от нашего аквариума, и встал в длинную очередь не-

довольных сотрудников First Boston. К **сожалению**, First Boston так и не возвысился до того, чтобы платить своим людям путем «мгновенного» перевода на счет. Скарредная контора цеплялась за каждый цент, и начальство прекрасно знало, что если вручит нам реальные чеки, то их оформление в банке может занять целый день, за который можно пощипать проценты с наших премиальных. Вы еще не забыли о приведенной стоимости? Для людей с крупными премиальными даже один день вылетал во вполне ощутимую сумму. В совокупности наш банк получал неплохой навар. В First Boston **хорошо** помнили «правило синицы», и очередь, в которую я встал, тянулась далеко за **двери**.

Когда я вернулся, чтобы подать заявление об уходе, меня ожидало неплохое общество: еще несколько человек подали такие же заявления, и начальство теперь решало, что с ними делать — повысить зарплату или отпустить. На Уолл-стрит это обычный ритуал. Вы получаете предложение из другого банка и используете его, чтобы нынешнее начальство предоставило вам нечто лучшее. Иного способа продвижения в инвестиционном банке не существует; начальство, разумеется, не в восторге, если вы создаете подобную ситуацию, но зачисляет вас в неудачники, если вы не способны ее создать. Я знаю немало случаев, когда при помощи такой тактики новоиспеченный сотрудник за несколько лет добивался повышения своего оклада *в десять раз*.

Боссы уговаривали меня остаться, обещая сильно увеличить оклад, но вместе с тем просили несколько дней, чтобы все утрясти. Я ответил, что намерен уйти не позже, чем через час. Кто-то из старших менеджеров тут же предложил мне компенсацию в 20 тысяч долларов — на случай, если банк все же не поднимет мне оклад. Я сказал, что весьма польщен, но надеюсь, что в Morgan Stanley получу гораздо больше (для моргановской ГПП 20 тысяч были сущей мелочью; средний сотрудник имел там эти 20 тысяч *в день* на продажах).

К счастью, один менеджер из Morgan Stanley подготовил меня к подобному натиску и посоветовал, как эф-

фективно ему противостоять. Если я употреблю слова «лучшая возможность», сказал он, они отстанут. Я ждал момента, когда эти слова будут уместны. И стоило только менеджеру по продажам опять потянуться за чековой книжкой, я промолвил: «Предложение от Morgan Stanley — это *лучшая возможность*».

Он замер. На условном языке Уолл-стрит «лучшая возможность» означает «больше денег, чем вы можете предложить». Я рекомендую их всякому, кто хочет побыстрее закончить переговоры по **трейдерской** работе. Стоило мне произнести эти волшебные слова, как менеджеры тут же потеряли ко мне всякий интерес.

Вся жестокость нравов Уолл-стрит в полной мере проявляется именно в тот момент, когда начальство осознает, что сотрудник твердо решил уйти. Никаких прощальных пирушек, ни единого признака сожаления; дружеские рабочие отношения улетучиваются как дым, и всякая внешняя любезность, по необходимости рождающаяся в тесноте торговой площадки, испаряется мгновенно.

Я и не ожидал сердечных прощаний, но все же был удивлен откровенно недоброжелательной реакцией коллег. Только один торговый представитель сказал мне несколько добрых слов и признался, что немножко завидует, да один трейдер пообещал, что позвонит на той неделе. Но большинство, включая мое непосредственное начальство, смотрели на меня с нескрываемой враждебностью. Мне велели немедленно покинуть банк и вызвать охранника для сопровождения.

Тут я с удивлением узнал, что процедура расставания с First Boston включает личный досмотр. Наверное, в этом был свой смысл: уходящие обычно не упускают возможности стянуть какой-нибудь документ или дискету с файлами — но люди предусмотрительные выносят такие вещи за несколько дней, а то и недель до ухода. Сотрудники First Boston, надо думать, в массе своей были столь глупы, что тащили файлы в последний день. К счастью, мой портфель был восхитительно пуст. Я сдал охраннику личную и кредитную карточки **и** вышел — навсегда. Второсортная жизнь закончилась.

## Глава 2

# *Карточный домик*

Я думал, что перед новой работой смогу прилично отдохнуть, но в Morgan Stanley сказали, чтобы я приступал немедленно. Мне удалось выпросить только день для короткой передышки.

Впрочем, отсутствие отпуска между работами было мне даже на руку. Я помнил, что приключилось в последний раз, когда между двумя работами у меня образовался целый уик-энд (я тогда уходил из юридической конторы в First Boston). Та пятница была тринадцатым числом, но я чувствовал себя совершенно счастливым, причем до такой степени, что снял все деньги со счета и улетел в Лас-Вегас. Можно ли выжать больше из последнего уик-энда перед появлением в торговом зале?

Я считал, что в этой поездке преимущества на моей стороне. У меня были хорошие навыки в карточных расчетах, и при игре в «двадцать одно» я мог надеяться на выигрыш у заведения. Основу победной тактики составляло следующее правило: игрок может выиграть у казино, если в колоде остается больше крупных карт, чем мелких. Поднимая ставку в тот момент, когда много мелких карт уже вышло из игры, вы можете обыграть крупье.

Я рассчитывал добиться такого преимущества, а значит, и выиграть.

Свою карточную стратегию я шлифовал в беседах со знакомыми сотрудниками First Boston. Они были завзятыми картежниками и неустанно похвалялись тем, как после работы сматывались на лимузинах в Атлантик-Сити и какие куши срывали на игре в «двадцать одно». Действительно, после рядового рабочего дня лоснящиеся черные авто со всех сторон съезжались к Парк-авеню Плаза, чтобы забрать трейдеров и торговых представителей (иногда вместе с клиентами) на традиционную гулянку — сначала завезти в какой-нибудь ресторан на **Манхэттене**, потом — в несколько **баров**, потом — в мужские клубы к закадычным приятелям; заканчивался этот маршрут неизменным паломничеством на юг, на пляж. Некоторые продавцы утверждали, что на свой выигрыш могли нанимать женское сопровождение для таких прогулок: иногда это бывали профессионалки, а иногда — хорошенькие ассистентки из банка.

Я отправился в Лас-Вегас, конечно, не с таким шиком, к тому же в совершенном одиночестве. Но моя карьера только начиналась, и я был настроен субсидировать лишь одного человека — самого себя. Поначалу турне складывалось удачно: за несколько часов в одном казино я выиграл почти тысячу. Стратегия моя была проста: ставить пять долларов, если в колоде больше мелких карт, и несколько сотен, если больше крупных. Меня ставки и точно отслеживая карты, я имел над казино небольшой перевес. «Двадцать одно» — это единственная игра, в которой посетитель может постоянно обставлять заведение, и к тому же я играл только в нее. Поскольку я продолжал выигрывать, распорядители столов стали ко мне присматриваться. Их немедленно выводила из себя *любая* попытка просчитать **игру** — неважно, какие при этом были ставки. В конце концов, если они сохраняли для заведения хоть несколько сотен в день, этого уже хватало им на зарплату. Один парень и вовсе заглянул мне через плечо и стал изучать мои карты, а другой в это время старался отвлечь меня вопросами. Дело кон-

**чилося** тем, что управляющий попросил меня покинуть казино.

Я вышел в полном восторге: сколько я читал про карточных профессионалов, — они гордились, когда их выпроваживали из заведения! Но я и представить не мог, что когда-нибудь могут выставить за то же и меня. Теперь я принадлежал к числу избранных.

Но восторга хватило ненадолго. В следующем заведении счастье мне изменило, и я стал проигрывать чуть ли не на каждой ставке. Эти повторяющиеся проигрыши были совершенно непостижимыми, но я твердо верил в свою стратегию и ставил упорно, тщательно отслеживая **вышедшие** карты и меняя ставки соответственно ситуации. Мне оставалось терпеливо ждать и надеяться, что в конце концов такая стратегия все-таки принесет успех. Я не послушался крупье, который, видя, что удача покинула меня, посоветовал мне закончить и хорошо отоспаться; я совершенно забыл мудрое напоминание знаменитого Джона Мейнарда Кейнса: «В долгосрочной перспективе мы все умрем».

Для меня долгосрочная перспектива ограничилась часом или около того: к тому времени я был уже мертв, ибо потерял почти все деньги. Я едва мог наскрести на дежурную отбивную за три доллара девяносто девять центов и такси до аэропорта. Пятница тринадцатого все-таки вышла тогда боком.

Поэтому сейчас я был даже доволен, что у меня только день перерыва, и отнюдь не стремился вновь попытать счастья. Искушение хоть на день съездить в Атлантик-Сити я победил без труда: в конце концов, разве у меня теперь не было массы шансов для более крупной игры в Morgan Stanley?

С тех самых пор, как 16 сентября 1935 года Morgan Stanley открыл свою уставленную цветами штаб-квартиру на Уолл-стрит, 2, он продолжал оставаться лидирующим международным инвестиционным банком. Может, это странно, но своим рождением Morgan Stanley обязан не конкретному человеку, а закону. В качестве реакции

на спекулятивный бум 1920-х, Великий крах 1929 года и Великую депрессию конгресс в 1933 году принял закон **Гласса—Стигалла**. Этот акт отражал общественное беспокойство по поводу опасного слияния традиционных банковских операций и операций с ценными бумагами и обязывал американские банки заниматься либо тем, либо другим. Частный банк J. P. Morgan & Company, бывший членом Нью-Йоркской фондовой биржи, предпочел остаться традиционным банкирским домом; но несколько его сотрудников отделились и организовали фирму по торговле ценными бумагами. Так и родился Morgan Stanley.

С 1930-х годов банк неизменно входил в группу «самой тугой мошны»; так называли с полдюжины инвестиционных банков, которые держали самые прибыльные позиции в инвестиционном бизнесе. В разные времена различные фирмы, подобно персонажам длинной пьесы, входили в эту группу и выходили из нее. Первые звезды либо потускнели (Dillon Read; Kuhn, Loeb and Company), либо нашли совершенно ужасную кончину (Drexel Burnham Lambert). Сейчас среди лидеров в основном новички (Goldman Sachs; Merrill Lynch; Salomon Brothers; Donaldson, Lufkin & Jenrette), и только один Morgan Stanley уже шестьдесят с лишним лет сохраняет свою роль в инвестиционном бизнесе.

Поначалу, конечно, нельзя было понять, достаточно ли одной репутации прежнего Дома Моргана, чтобы сделать классную инвестиционную контору. Первые сотрудники фирмы испытывали естественное беспокойство и описывали эти начальные годы как «путешествие по бурному морю на утлой лодчонке». Но к концу 1930-х волнение улеглось, а «лодчонка» оказалась роскошным лайнером: Morgan Stanley быстро стал единственным в своем роде элитарным инвестиционным заведением для избранной публики — такой репутации не снискал больше никто. Старинные столы из красного дерева и элегантные обеденные залы были зримым воплощением безопасного бизнеса, который имел дело только с очень уважаемыми людьми или крупными корпорациями (**железнодорожны-**

ми, коммунальными, телефонными, автомобильными, нефтяными или **угольными**). В течение десятилетий **Morgan Stanley** выступал гарантом новых выпусков ценных бумаг и оставлял за собой единоличное право вести крупнейшие сделки.

Свою консервативную культуру банк сохранял вплоть до начала 1970-х годов, и в это время он еще с большим скрипом нанимал новых представителей или трейдеров. В 1974 году в «Business Week» банк был объявлен «по традиции самым престижным инвестиционным банкирским домом». Фирма вела бизнес «прочных связей», построенный на безупречной репутации победителя. Как однажды выразился известный финансист Сэнфорд Бернштейн, «если Morgan Stanley в деле, значит оно кошерно». Иными словами, к началу 1970-х Morgan Stanley был не только знаменит своей аристократической избранностью, но и выполнял роль равви банковского мира.

Но поскольку в силу своей специфики фирма вела себя размеренно и осторожно, более настырные банки — Salomon Brothers или Goldman **Sachs** — стали опережать ее. Возникла серьезная проблема. В инвестиционном бизнесе прибыль решает все: главное здесь — делать деньги, а не следить за своей непорочностью. Если **бы** Morgan Stanley мог обходить конкурентов **только** на дивидендах со своей звездной репутации, все было бы прекрасно. Но раз уж менее чтимые конторы делали больше денег, значит, с Morgan Stanley что-то было неладно и что-то надо было менять.

Паркер **Джилберт-младший** (возглавлявший банк с 1984 по 1990 год) в статье для «Institutional Investor» признал, что «Morgan оставался самим собой — по объему и направлению **бизнеса** — лишь между 1935 и 1970-ми годами».

Реформы начались в середине 1970-х годов, когда банк попытался, наконец, ответить на успехи конкурентов — пока методом **тыка** — и принять на **вооружение** что-нибудь новенькое. Поначалу создали группу «стрелков»; ее возглавил Бартон Биггс, финансовый менеджер, чью личность «Institutional Investor» кратко обрисовал так:

«Бандит, с которым, впрочем, вы вполне можете познакомиться вашу дочь». Затем фирма стала продвигать на самый верх Роберта **Гринхилла**, сравнительно молодого человека, бывшего морского офицера. **Гринхилл** имел прозвище Последний самурай, и на него смотрели как на фельдмаршала предстоящих решающих битв. Как рассказывал эксперт банка Рон Чернофф, в кабинете **Гринхилла** висела известная афишка «**Фосдик**, бесстрашный охотник на Аль Капоне», изображающая детектива с квадратной челюстью, славного тем, что он перестрелял массу покупателей в поисках банки с отравленной фасолью; эта картинка была изрешечена дырками от пуль и снабжена надписью: «Только так». **Гринхилл** был старинным другом **Ричарда Фишера**, тогдашнего председателя **Morgan Stanley**, и они вместе засели за план, который, как мнилось обоим стратегам, должен был обеспечить банку будущее.

Но план, видимо, оказался слишком сложным и на многие годы застрял, а новые вооружения банка тем временем лежали в арсеналах, ибо он с ослиным упрямством отказывался идти на риск с «невкусными» клиентами. Тут же он и получил по зубам: к началу 1980-х годов **Morgan Stanley** напрочь утратил первое место в «списке команд» (банковских рейтингов по разным категориям) и пропустил все выгоды мощной волны слияний 1980-х. Фирма отчаянно нуждалась в новой философии, которая спасла бы ее репутацию.

И вот в начале 1985 года поворот все же произошел. **Роналд Перельман**, теперь миллиардер, а тогда человек с неизменной сигарой в рту, мелкий «глотатель» второсортных фирм, пытался использовать свое очередное приобретение, компанию **Pantry Pride**, для покупки гораздо более могучей фирмы — **Revlon**. Перельман не делал тайны из того, что банк, который возьмется представлять его персону в этом деле, обогатится неимоверно.

**Morgan Stanley** не очень подходил на эту роль. **Revlon** принадлежала к числу тех избранных старинных фирм, которые называли «классическими частными домами», и именно среди них **Morgan Stanley** издавна черпал себе

клиентов. Дело Revlon подразумевало операции с так называемыми *мусорными* облигациями. Риск по таким облигациям был гораздо выше среднего, и Morgan Stanley до этого пренебрегал ими. Годами отказываясь от подобных сделок, фирма теперь была просто обязана преодолеть этот барьер. Ее последний набег на «мусорные» откровенно провалился с убытком в 10 миллионов на одной сделке. А в это время решительный Drexel **Burnham Lambert** во главе с известным (ныне — печально) Майклом Милкеном делал на них сотни миллионов и держал более половины «мусорного» рынка. Впервые за почти пятьдесят лет Morgan Stanley был не в первых рядах.

Сделка по Revlon была призвана спасти фирму и вместе с тем освежить ее. Сама процедура являлась детищем Эрика **Глихера**, начальника отдела по слияниям и поглощениям, еще одного «чудо-оружия» банка. В свое время Глихер командовал взводом в морской пехоте; его кредо «пленных не брать» как раз и стало тем убедительным аргументом, который склонил выбор **Перельмана** в пользу Morgan Stanley (впрочем, на паях с Drexel). Сделка прошла удачно, и банк заработал на ней в совокупности почти 25 миллионов долларов.

Однако Revlon была только началом. Стоило Morgan Stanley вкусить запретный плод повышенного риска и легких денег, как он тут же возжелал большего. Очередные 25 миллионов банк получил на самой крупной и рискованной сделке в истории **Уолл-стрит** — приобретении в кредит контрольного пакета акций **RJR Nabisco**. Она потребовала, конечно, колоссального труда и такого же риска, но и 25 миллионов долларов за одну операцию были своего рода рекордом. Почувствовав вкус «рисковых» денег, компаньоны становились все более алчными и все более склонными к высокоприбыльным операциям купли-продажи.

Со времени своего основания в 1930-х годах Morgan Stanley оставался частным банком; **его владельцы десятилетиями** противились «выходу на публику» — то есть продаже акций другим инвесторам. Но теперь они уже не могли противостоять соблазну легких денег от продажи

собственных акций, и в марте 1986 года, наконец, превратили свои доли в наличность. После того как **Morgan Stanley** разместил первый выпуск своих акций, многие компаньоны, в том числе Ричард Фишер, получили по 50 миллионов и больше. Лицо фирмы они изменили необратимо. В число ее клиентов теперь входили не только Перельман, но и Томас (**Бун**) Пикенс, охотник за контрольными пакетами из Mesa Petroleum, всевозможные арабские шейхи и даже профсоюзы автоперевозчиков. За несколько лет банк опять вскарабкался на самый верх; его некогда белоснежные одежды все больше покрывались пятнами, но зато он платил больше дивидендов на акцию, чем любой другой инвестиционный банк.

Таким образом, **Morgan Stanley** был во всеоружии и вновь обрел прежний звездный статус, только уже совсем в иной роли. Финансовый мир испытал немалый шок, увидев, как переменился некогда респектабельный Дом Моргана. Чтобы **Morgan Stanley** записался в шлюхи и стал Иезавелью «мусорных» бумаг, сводней долгового полусвета?! Говорят, знаменитый юрисконсульт Мартин **Липтон** в недоумении вопрошал: «Ребята, как же вас угораздило попасть в одну койку с **Drexel**?» Но было уже слишком поздно: новоиспеченный **Morgan Stanley** оказался начисто лишен чувства стыда.

Когда я пришел в банк в середине февраля 1994 года, шлюзы риска были давно открыты, и от прежнего чопорного **Morgan Stanley** не осталось и следа. На его месте теперь действовала реактивная машина по добыванию денег, которая провоцировала гигантские риски, получала еще более гигантские прибыли и выигрывала рейтинг у других банков за счет своих новых могучих операций. К 1994 году основной доход фирме приносила торговля ценными бумагами, а ее мотор работал на производных.

Моя группа, именовавшаяся ГПП, насчитывала лишь несколько дюжин людей, но на ней-то все и вертелось. ГПП занимала своего рода промежуточную нишу между двумя основными отделами — отделом инвестиционных

банковских операций (ОИБО) и отделом бумаг с фиксированным доходом (ОБФД). По первому впечатлению от Morgan Stanley самым трудным делом казалось запоминать проклятые аббревиатуры. В банке сокращали все подряд, включая даже его собственное имя и, разумеется, названия всех групп, служб, продуктов и операций. В глазах рябило от всевозможных MS, MS Group, MSCS, MSI, **MSIL**, и в первые месяцы новые сотрудники чувствовали себя малыми ребятами, которым разжевывают азбуку. Поначалу из всего этого мorganовского буквенного варева в мою миску попали ГПП, ОИБО и ОБФД. До других очередь дошла немного позже.

**ОИБО** — традиционный становой хребет корпоративных финансов (заем ссуд для компаний), а также слияний и поглощений (услуги по приобретению одних компаний другими). В Morgan Stanley этот отдел существовал всегда и приносил постоянный твердый доход. Младшие сотрудники просиживали здесь сутками напролет за приготовлением «грассбухов» — рекламных буклетов облигаций, которые начальство демонстрировало управляющим разных компаний во время переговоров. Осеть здесь было, на мой взгляд, смертельно опасно. После нескольких лет **корпения** над этими буклетами тебя могли либо уволить, либо повысить — если, конечно, ты был еще жив. Еще через несколько лет ты мог удостоиться чести носить эти буклеты на переговоры, а в исключительных случаях — **даже** что-то говорить. Многие мои знакомые попали в банковское рабство как такие мальчишки на побегушках; некоторые и поныне там. Короче говоря, я предпочитал держаться от ОИБО подальше.

ОБФД, который называли еще «купля-продажа», вызывал у меня значительно лучшие чувства. Он был помоложе ОИБО и поменьше, но вмещал в себя весь торговый зал со всеми его нравами. Появился он в 1971 году и после двадцати с лишним вполне прибыльных лет насчитывал только 900 сотрудников — меньше десятой части всего штата фирмы. Сотрудники ОБФД торговали облигациями, включая правительственные, «мусорные», ипотечные и долговые обязательства высокого риска.

Местные продавцы и трейдеры шли на крупные риски, и прибыли здесь колебались несравненно сильнее, чем в ОИБО, но если Morgan Stanley заканчивал год действительно хорошо, то исключительно благодаря ОБФД.

Этот отдел располагался в торговом зале, где никаких буклетов не было. Местный сотрудник имел только три задачи: 1) питать своего босса, 2) избегать злоупотреблений и 3) постигать премудрость. Этот труд был еще более унижительным, чем у **инвестиционщиков**, но зато и рабочий день в ОБФД продолжался не более 24 часов, что тоже было не так плохо. Кроме того, человек здесь гораздо быстрее включался в дело: уже через несколько месяцев вполне можно было по-настоящему торговать облигациями. Вместе с тем и риск был соответственный: если ты делал ошибку, тебя увольняли, но если ты добывал фирме хорошие деньги, тебе платили столь же щедро.

Как и большинство продавцов, я отличался алчностью и азартностью, а потому ОБФД привлекал меня гораздо больше ОИБО. Но выбирать между ними мне, к счастью, так и не пришлось. Группа производных служила своего рода посредником между двумя главными отделами, и это было удачное решение. Производные приносили банку кучу денег, поэтому члены группы имели внутри банка максимальную поддержку и располагали свободой действий. ГПП обладала всей информацией от однокашников из ОИБО и могла рассчитывать на чутье людей из торгового зала. Для вящего удобства группа располагалась в главном здании как раз напротив лифтов четвертого этажа, почти в центре внушительного зала облигаций.

Была и еще одна причина устроить из группы производных нечто вроде совместного предприятия двух основных отделов: «проложив» ГПП между ними и обеспечив каждому доступ к прибылям на производных, начальство рассчитывало пресечь вражду и конфликты при распределении премиальных.

По опыту First Boston я хорошо знал, что эти два отдела никогда не могли договориться насчет премиальных и что между ОИБО и ОБФД существовала широкая и

непреодолимая пропасть. **Инвестиционщики** — консервативные, культурные и неспешные мужчины (и несколько **женщин**), которые обстоятельно разясняют управляющим из разных компаний, какой загородный клуб лучше; их любимая присказка: «Невероятно интересно». Продавцы и трейдеры — распущенные и коварные дикари, которые советуют менеджерам по денежным операциям, как лучше обмануть начальство и где найти самый классный стриптиз; их любимая фразочка: «Пошел **ты...**». Инвестиционщики питаются фруктами, продавцы и трейдеры — **мясом**, предпочтительно жареным. Неписанный закон устанавливает между ними «китайскую стену», запрещая обсуждать деловые операции. На самом деле никакие особые запреты не нужны, ибо противники размещаются на разных этажах и вполне довольны тем, что беседовать им приходится только раз в год, во **время** выплат премиальных. Но зато уж эти дискуссии по **взрывоопасности** напоминают взаимодействие вещества с антивеществом.

Старожилы Morgan Stanley еще помнят, как после Великой депрессии J. P. Morgan & Company разделился на несколько самостоятельных банков. В сравнительно недавние времена некоторые фирмы серьезно пострадали от внутриполитических разногласий, раскололись, пошли ко дну или слились с другими. Поэтому, чтобы не расколоться опять, Morgan Stanley тщательно пресекал все возможные несогласия по производным. Будущее банка зависело от производных, а будущее группы производных — от сотрудничества внутри фирмы.

Историю ГПП, равно как историю производных, представляют не очень хорошо, даже в самом Morgan Stanley. В большинстве своем сотрудники знали ГПП лишь как могучего **добывателя** денег, и только считанные единицы (включая и меня) понимали, **как** молода группа. До 1990 года ее вообще не существовало, да и торговать разными видами производных Morgan Stanley стал только в последние несколько лет, а до этого операции с производными были разбросаны по разным группам и доход приносили невеликий.

На самом деле, некоторые виды производных существуют уже тысячи лет: фермеры страховались от потерь при помощи форвардов, а древние греки спекулировали на опционах. Тем не менее главные новшества на этом рынке появились за последний десяток лет, и в 1994 году большинство производных, которыми торговал Morgan Stanley, были новыми. Что же касается ГПП, то основные предметы ее операций (например, структурированные облигации или процентные свопы, о чем я расскажу ниже) до 1980 года не существовали вообще. Однако стоило лишь Уолл-стрит предложить подобные финансовые продукты, как их популярность взлетела с космической скоростью. Но, повторяю, самые прибыльные бумаги (с которыми пришлось иметь дело и мне) появились только после президентства Рейгана.

В ранние свои времена ГПП делала деньги на изменении имиджа конторы. Она продавала высокорисковые долговые производные новым «невкусным» клиентам, среди которых было немало богатых персон с Ближнего Востока или из Восточной Азии. Уже в начале 1990-х некоторые наши клиенты потеряли кучу денег на производных, но банк не афишировал эти потери, и даже неудачники приходили к нам вновь в надежде отыгаться.

В течение года перед тем как я пришел в Morgan Stanley, банк провел сотни сделок по производным и привлек для клиентов больше *25 триллионов долларов*. В число новых продуктов группы входили такие замысловатые, о которых я раньше просто не слыхал: «облигации с кривой доходности в **долларах**», «облигации с разовыми выплатами», «казначейские облигации с плавающей ставкой и фиксированным сроком погашения», «бумаги с плавающей ставкой на основе базисной **ЛИБОР**», «облигации, привязанные к нефтяным ценам», «голые облигации с реальной доходностью» — и еще существовали сокращения, происхождение которых я решительно не был способен определить.

По мере того как продукты раскручивались, росло и число клиентов. Теперь это были уже не только нефтяные шейхи или сегуны недвижимости: сфера клиентуры

## Карточный домик

расширилась от крупных консервативных компаний и государственных инвестиционных комитетов до самых агрессивных фондов страхования от инвестиционных рисков и фондов взаимного кредита. Продавцы учились гибко реагировать на колебания рынка, еженедельно, а порой и ежедневно меняя тактику сообразно тому, какие бумаги шли лучше.

За два года 70 (или около того) человек, с которыми я сотрудничал в ГПП, заработали примерно миллиард долларов. *Всё* нам не дали: поскольку мы были чем-то вроде совместного предприятия, наши прибыли распределялись между всеми сотрудниками банка. Остаток оказался вполне внушительным, чтобы сполна наградить продавцов из ГПП, которых не без основания считали наиболее высокооплачиваемыми сотрудниками.

Это были самые пьянящие времена в Morgan Stanley. Никого, кажется, не волновало, какой риск таили в себе многие сотни сделок; никто нимало не задумывался, понимали ли клиенты, что за вещь они покупают, — даже **если** риск был очевиден. Группа просто продолжала громоздить одну сделку на другую. Год за годом, клиент за клиентом, сделка за сделкой почтенный Дом Моргана выстраивал свой **шаткий** карточный домик.

Группу вели четыре главных менеджера, которых в просторечии называли «бандой четырех». Все они были мультимиллионерами, а к тому же могущественными и свирепыми персонами в бизнесе производных. Сами они всячески старались держаться в тени и таить свой бизнес; надо сказать, временами им это удавалось. Даже в Morgan Stanley мало кто знал, что это за люди.

В «банду» входили четверо: **Бидьют** Сен, наш мозг в Нью-Йорке; Стив Бенардет, персонаж с хорошими связями там же и бывший казначей Международной ассоциации своповых дилеров (International Swaps Dealers Association, **ISDA**); Джордж Джеймс, начальник Лондонского отделения и, наконец, Пол **Даньел**, начальник расцветавших **восточноазиатских** отделений со штаб-квартирой в Гонконге.

Почти всю свою карьеру «банда» сделала в Morgan Stanley и к описываемому времени была настолько состоятельна, что семизначные гонорары интересовали ее, самое большее, по спортивным соображениям. Каждый деятель «банды» желал получать больше ближайшего коллеги — естественно, не ради удовлетворения повседневных нужд, а потому, что это был бы ощутимый признак личного успеха. Деньги как таковые для них мало что значили: миллионом больше, миллионом меньше — не все ли равно, если у тебя их и так за пятьдесят? Один из членов «банды» как-то признался, что угробил почти всю премию за 1994 год (несколько **миллионов**), ошибочно поставив на курс доллара к иене. Но его неприятно поразило лишь собственное неверное решение, а к потере миллионов он отнесся так же легко, как к проигрышу нескольких сотен на скачках.

Первое время начальство ГПП сидело в Нью-Йорке, а потом стало расплзаться по свету вместе с самим Morgan Stanley: это была часть его **глобалистской** стратегии. В силу традиций **Нью-Йорк** оставался центром нашей деятельности, но теперь уже и Лондон веско заявлял о себе. Джордж Джеймс Лондонский слыл удачливым игроком и самым башковитым изо всей «банды», но кое-кто подозревал, что основной причиной для таких оценок служили черепаховые очки, придававшие Джеймсу несказанно умный вид. Пол Даньел Гонконгский играл в «банде» роль тоненькой, моложавой восходящей звезды; он много чего уже прибрал к рукам и был лучше всех известен старшим управляющим банка. Кроме того, он отличался высоким ростом и особенно выделялся на фоне низкорослых нью-йоркских менеджеров, ни в одном из которых и близко не было шести футов.

Кроме Лондона, ГПП имела свежую кровь в Восточной Азии. Тут особенно выделялось Токийское отделение во главе с Джоном **Киндредом**; это был краснолицый здоровяк с хваткой питбуля, имевший на счету немало миллионов. **Киндред** не входил в «банду», но в силу своего начальственного положения и возраста занимал в Morgan Stanley одну из самых мощных позиций.

Складывалось впечатление, что двух нью-йоркских членов «банды» потихоньку задвигают. Стив Бенардет не очень горевал по поводу статуса и влияния внутри фирмы; казалось, более скромная новая роль его вполне устраивала. Он по-прежнему контролировал часть нью-йоркского «стола» производных, но выглядел как человек, которого больше занимают вашингтонские сплетни, чем прибыль от продаж. Из всех «бандитов» Бенардет был самым низкорослым, но если его когда-нибудь и мучил комплекс Наполеона, это **осталось** далеко в прошлом. В большинстве отношений он казался замечательным парнем. Однажды, когда мне ничего не платили почти месяц из-за какого-то сбоя бухгалтерской системы, а потом вместо чека или перевода выдали все наличными, Бенардет любезно предложил хранить мои бумажки в своем сейфе, пока я не положу их в банк.

**Бидьют** Сен был немножко повыше, но его просто снесдал наполеоновский комплекс. В этом средних лет индийце со смоляной эспаньолкой проглядывало что-то дьявольское. При блестящем творческом уме он оставался азартнейшим картежником и вообще игроком; особенно он любил шахматы. В прошлые годы уникальные способности Сена доставили ему репутацию суперзвезды производных. На рынке производных он начал играть с незапамятных времен — задолго до того как многие нынешние продукты вообще появились на Уолл-стрит, и уж заведомо до того как я вообще что-то услышал о производных. Он мог в деталях рассказать о самом первом валютном свопе **1981** года между Всемирным банком и IBM. Не раз бывало, что происхождение того или иного финансового продукта терялось во мгле, и многие менеджеры Morgan Stanley наперебой приписывали эту честь себе, но почти вся ГПП единодушно отдавала ее Сену.

Сен слыл человеком неистовым и был известен своими припадками гнева. Любой сотрудник ГПП может рассказать, как Сен унижал людей громкими публичными поношениями. С начала 1990-х эти припадки участились, потому что контроль над группой стал уплывать от Сена к другим менеджерам, и не в последнюю очередь в

Лондон и Токио. В 1994 году, в первые месяцы моей работы, эти извержения можно было предсказать с такой же точностью, как словоизлияния самого закадычного приятеля. Чем меньше у Сена оставалось власти, тем больше он гневался.

К сожалению, утрата контроля оказалась прямо пропорциональна падению интереса Сена к творческой игре с производными. В 1994 году его нечасто можно было видеть на месте — в центре торгового зала и даже в собственном шикарном кабинете (несколько таких новых кабинетов непосредственно прилегал к торговому залу). А когда он все же бывал, то днями напролет играл в компьютерные шахматы и отвлекался лишь для того, чтобы наорать на очередного «идиота» или сделать ставки в каком-нибудь спортивном состязании. Это дело Сен любил с прежней страстью и воодушевлялся только во время всяких кубков мира или баскетбольных финалов Национальной спортивной студенческой ассоциации (НССА); тут он начинал с неумной энергией покупать и продавать ставки на разные команды и даже творить экзотические производные ставки, привязанные к проведению разных групп игр. Основной бизнес ГПП таких эмоций в нем не пробуждал. На мой взгляд, он почти ничем не оправдывал назначенные ему в год несколько миллионов — разве что регулярными пронзительными воплями.

Некоторые находили его тирады забавными, но само отношение к делу почти все считали оскорбительным. Иногда Сен производил над собой усилие и выступал в роли отца родного — особенно по отношению к новым сотрудникам; со мной на первых порах он был особенно ласков. Но его обычные колебания между откровенным хамством и явным наплевательством не оставляли сомнения в том, что, работая в группе, любви он не заслужит; в лучшем случае его можно было бояться.

В ближайшие месяцы мне предстояло многое узнать о ГПП, но в первую очередь я усвоил характеристики одной сделки по производным, которая, как мне кажется, воплощает собой смысл нашего группового бизнеса. Как

раз эта самая сделка, включая ее **аббревиатуру**, была одной из первых пакостных придумок группы; как ни удивительно, она все еще популярна среди некоторых инвесторов. Имя этой сделке — PERLS.

PERLS — сокращение от Principal Exchange Rate Linked Security («ценные бумаги с доходностью, привязанной к валютному курсу»). Иначе говоря, этот продукт называется так потому, что основной капитал рассчитывается здесь в связи с курсами иностранных валют, например английского фунта или немецкой марки. PERLS и на цвет, и на вкус ничем не отличаются от облигаций. На самом деле, они и *являются* облигациями, но только весьма необычными, поскольку ведут себя как кредитованные ставки по иностранным валютам. Такие бумаги выпускают уважаемые компании (**DuPont**, General Electric Credit) и американские правительственные агентства («Фанни Мэй», «Салли Мэй»), но хитрость здесь следующая: вместо простой выплаты основной суммы долга по окончании срока действия эмитенты обещают выплатить ее с коэффициентом, замысловато связанным с курсами разных иностранных валют.

Вот пример. Если вы покупаете обычную облигацию за 100 долларов, то можете рассчитывать на проценты и свои закладные 100 долларов при погашении; обычно так и бывает. Но если вы заплатили ту же сотню за PERLS и думаете получить ее же при погашении, то **в** большинстве случаев вы ошибаетесь, причем сильно. Другими словами, если вы все-таки купили PERLS и ожидаете, что вам вернут при погашении все до цента, то вы либо не вполне разобрались, какое именно приобретение сделали, либо проявили явный идиотизм.

PERLS — это вид облигаций, которые называют структурированными, хотя при этом они выглядят как обыкновенные массовые облигации. Производные из числа структурированных бумаг доставляют покупателям самую большую головную боль. Если у вас есть структурированная бумага, то вместо фиксированных процентов и основной суммы долга вы можете получить процент или эту сумму долга (или и то, и другое), скорректирован-

**ные** по одной или нескольким сложным формулам. Если же вы еще ничего не слышали о подобных бумагах, то скоро услышите: это один из самых крупных и быстро-растущих рынков в мире. Его оценки колеблются от сотен миллионов до триллиона и больше, то есть по 10 тысяч на каждого работающего американца.

В Morgan Stanley на PERLS делали миллионы по всему миру. Покупатели находились повсюду — на Ближнем Востоке, в Японии, даже в штате Висконсин — и представляли собой самую причудливую смесь: хорошо известные компании и общественные фонды наряду с сомнительными предприятиями и богатыми индивидуалами. Объединяло этих инвесторов только одно: каждый из них приносил банку неплохую прибыль, а многие даже спускали на PERLS все деньги.

Всех покупателей PERLS я делил на две основные категории — «жулики» и «вдовы и сироты». Если вы активный продавец, то либо с теми, либо с другими получится непременно. «Жулики», составлявшие большинство покупателей PERLS, были людьми вполне сообразительными: они использовали PERLS для таких спекуляций с иностранными валютами, которых другие инвесторы даже не представляли. Те, кто в обычных условиях почти не имел возможности делать ставки на валюты, получали лазейку, приобретая PERLS. Поскольку эти бумаги напоминали облигации, они даже внешне были неплохой маскировкой. Один популярный вид PERLS вместо выплаты основной суммы долга в 100 долларов подразумевал выплату этих самых 100 долларов, умноженных на изменение курса доллара плюс удвоенное изменение курса британского фунта стерлингов минус удвоенное изменение курса швейцарского франка. Поскольку размер основной выплаты был привязан к колебаниям трех валют, это полностью оправдывало название ценной бумаги. Если случалось чудо и курсы выравнивались в точном соответствии с ожиданиями (а случиться это может с такой же вероятностью, как парад планет), то у вас оставался шанс получить ровно 100 долларов. Но чаще всего вам доставалась несколько иная сумма в зависимости от

колебаний курсов этих валют. Если вы хоть сколько-нибудь представляли, **что** покупаете, вы делали это в надежде получить намного больше сотни, сознавая, впрочем, что вам может достаться и существенно меньше. Если же курсы начинали невообразимо скакать и доллар с фунтом шли в одну сторону, а франк — в другую, можно было потерять все до последнего цента.

Умело расхваливая свой сомнительный товар, продавцы из **ГПП** часто щеголяли перед клиентами фразой «нижний предел ограничен пределом первоначальных инвестиций». В маркетинговых документах **Morgan Stanley** эти слова использовались как своего рода штамп и вызывали неприменные ухмылки продавцов: ирония заключалась в том, что по свойству **PERLS** (и других производных, которые мы стали продавать позже) покупатель действительно мог потерять не больше, чем имел.

**Morgan Stanley**, напротив, не терял ничего. Банк оказывался в прибыли независимо от колебаний курсов, поскольку страховал свои валютные риски в других банках, а тем временем взимал с инвесторов миллионы в виде комиссионных. **PERLS** приносили несравненно больше, чем традиционные банковские операции. Комиссионные при продаже обычной среднесрочной облигации составляли в среднем менее полупроцента; иными словами, продав облигации на 100 миллионов, банк мог заработать в лучшем случае несколько сотен тысяч. **А** за **PERLS** в 1991 году **Morgan Stanley** взимал со своих разношерстных инвесторов **4%**, то есть со 100 миллионов набегало уже 4 — совсем неплохо. По некоторым видам сделок комиссионные были еще выше.

Поскольку **PERLS** представляли собой сложные валютные ставки, замаскированные под простые и надежные облигации, «жулики» не упускали случая ими злоупотребить. Многие **PERLS** имели вид бумаг, выпущенных федеральным агентством или компанией с рейтингом **AAA**, но на самом деле были опционными ставками на японскую иену, немецкую марку, швейцарский или французский франк, а потому оказывались особенно привлекательными для не слишком добросовестных мене-

**джеро**в или страховых компаний, которым хотелось сделать ставки на валютных курсах без ведома надзорных инстанций или непосредственного начальства. PERLS и появились во многом для того, чтобы такие жуликоватые менеджеры могли поиграть на фьючерсных и опционных рынках.

Но существовали и другие типы покупателей PERLS, начисто лишенные всякой квалификации и опыта — вплоть до полной неспособности понять, с чем они имеют дело. Они внимательно изучали условия PERLS, но видели перед собой простую облигацию. Замысловатые формулы действовали на таких людей завораживающе, глаза их начинали покрываться поволокой, но то обстоятельство, что выплата основной суммы долга была привязана к изменениям курсов иностранных валют, так и оставалось выше их понимания. Этих покупателей я называл «вдовами и сиротами», продавцы любили их особенно сильно.

Сплошь и рядом покупатели не подозревали, что ставка по PERLS представляет собой ставку, привязанную к определенному набору «показателей форвардной доходности». Эти показатели являются исходным, но чрезвычайно важным фактором при продаже производных. Самый простой такой показатель описывает доходность правительственных облигаций с различным сроком погашения; его кривая обычно тем выше, чем больше срок и, следовательно, доходность. Это легче всего представить на примере банковского депозитного сертификата: у пятилетнего сертификата процентная ставка выше, чем у годового. Проще говоря, показатель доходности — это график процентных ставок для разных сроков погашения.

Такие графики бывают нескольких видов. Например, «купонная кривая» отражает доходность разномсрочных правительственных облигаций на предъявителя; «нулевая» — такой же показатель для разномсрочных правительственных облигаций с нулевым купоном (так называемых «голых», о которых речь пойдет ниже). «Купонный» и «нулевой» показатели — самые элементарные; во вся-

ком случае, нечто подобное вы легко найдете каждый день в деловых рубриках большинства газет. «Wall Street Journal» тоже помещает ежедневную сводку таких показателей на странице «Кредитные рынки».

Но самый важный для торговцев производными **показатель** — кривую форвардной доходности, или «форвардную», — в газетах вы не найдете. Такие графики тоже строятся по-разному, но идея в них одна и та же. Форвардная кривая напоминает машину времени. Она показывает, как рынок представляет себе нынешнюю кривую доходности в определенный момент *в будущем*. На основании текущей доходности можно строить различные кривые для разных моментов. Например, «годовая форвардная кривая» показывает, как нынешняя кривая будет выглядеть через год, «двухлетняя» — как через два года и т.д.

Конечно, показатели доходности не выдают «точных предсказаний» в **том** смысле, как это делают астрологи или хироманты: все эти кривые более или менее условны. Если бы дело обстояло иначе, торговцы производными были бы даже богаче, чем они есть. Свои «предсказания» они получают *почти* магическим (хотя и не вполне) путем на основании арбитражных операций (так называемых безопасных сделок, цель которых — сыграть на разнице цен между облигациями) на активном рынке **ликвидных** облигаций.

Попробую объяснить это на простом примере. Предположим, что процентная ставка на один год составляет 5%, а на два — 10% годовых. Понятно, что кривая доходности круто поднимается. Предположим, далее, что вы хотите вложить 100 долларов на два года. Тогда вы можете: 1) вложить деньги под 10% на два года или 2) вложить под 5% на год, а потом посмотреть, сколько процентов вы можете получить за второй год. Как тут поступить? Если вы вкладываете под 10% на два года, а одногодичная процентная ставка так и остается 5%, **БЫ** в выигрыше. Но если при той же ситуации одногодичная ставка прыгает до 50%, вы в проигрыше. Так какова же безубыточная одногодичная ставка? Или, проще говоря, на-

сколько нужно увеличить одногодичную процентную ставку, чтобы вы заработали такую же сумму, как и на другой стратегии? Ответ — **15%**; это и будет годовая форвардная ставка на один год. Другими словами, текущий показатель доходности на основании текущего же соотношения между одно- и двухгодичными облигациями предсказывает, что через год одногодичная ставка должна составить 15%. Конечно, эти 15% могут стать реальностью, но могут ею и не стать: такая возможность лишь *имплицитно* заложена в текущих ставках. Существуют довольно сложные формулы для расчета всех форвардных процентных ставок для каждого срока и для построения общей форвардной кривой, но принципиальный механизм везде тот же самый, что и в приведенном примере.

Те, кому мой пример все же не очень понятен, могут запомнить следующее: если текущая кривая доходности более или менее горизонтальна, то и форвардная кривая будет такой же; если текущая идет вверх, то форвардная будет еще выше и круче. В известном смысле форвардная кривая *гипертрофирует* (или делает более резкой) направленность текущей кривой. А если вы не доверяете таким «предсказаниям», то производные позволяют сыграть и против форвардной кривой.

Форвардные кривые — могущественнейшая и первейшая вещь в торговле производными. Если вы работаете в инвестиционном банке и не разбираетесь в них, коллеги будут над вами смеяться. А если вы не разбираетесь в них и тем не менее, будучи обычным инвестором, вкладываете деньги еще *хоть во что-нибудь*, кроме акций или банковских депозитов, — значит, вас совратил тот, кто в этих кривых разбирается.

PERLS — золотые копии для торговцев, которым попадается такой неискушенный клиент. В силу сложности PERLS маржа за них была несравненно крупнее, чем за обычные облигации, и если продавцу удавалось убедить клиента, что тот покупает обычные облигации с низким риском, он мог сорвать заоблачные комиссионные. Поскольку всегда можно было выбирать, что продавать — PERLS или обычные облигации, все неизменно прода-

вали PERLS. И что за дело, если кому-то невдомек, что вместо облигации рейтинга AAA он размещает сложную кредитованную ставку на иностранные валюты? Если он вернет основной капитал, то вообще ни о чем не догадается, а вот если нет, тут возможны варианты.

Снижение риска делало долгосрочные PERLS особенно привлекательными для продажи. Это означало, что, продав какой-нибудь «вдове» пятилетние PERLS, пять лет можно было не беспокоиться о выплате основной суммы долга, — а в пять лет могла уложиться целая карьера на Уолл-стрит. Да и после этого еще оставался приличный шанс, что покупатель угадал и сделал какие-то деньги. В конце концов, даже люди побогаче «вдов и сирот» были вполне довольны, получив в итоге 200 долларов вместо 100.

Я вовсе не хочу сказать, что все торговцы производными продавали PERLS «вдовам и сиротам». Но кое-кто определенно занимался именно этим, а многие торговали облигациями, похожими на PERLS. Сочетание простецкой внешности с непредсказуемой внутренностью делало такие бумаги в перспективе смертельно опасными.

Я знаю немало историй о продаже PERLS «вдовам и сиротам», но лучше всех запомнил ту, которую услышал сразу после прихода в Morgan Stanley.

Некий удачливый продавец толкнул пакет PERLS на 85 миллионов долларов одной занудной страховой компании, которая в них ничегошеньки не понимала. Через пару месяцев старший казначей компании позвонил продавцу, чтобы узнать текущую стоимость новоприобретенных бумаг. Он считал, что они так и стоят по 100 долларов, то есть в диапазоне от 99,99 до 100,01, и никак не мог поверить, что от начальной стоимости остался мизерный кусочек. Дальнейшая их беседа, как рассказывал продавец, протекала так:

— Послушайте, как мы могли *уже* потерять столько денег? И всего-то прошло несколько недель? А ведь это же, черт возьми, облигации правительственного агентства! Да босс меня живьем съест!

— Видите ли, дело в том, что за эти несколько недель курсы некоторых валют, заложенные в формулы расчета

основной суммы, сильно упали по отношению к доллару, а затухание временной переменной и колебания параметров изменчивости привели к возрастанию стоимости опционов, заложенных в PERLS.

— Как-как? Объясните еще раз по-человечески. Что это за чертовщина?

— Это значит, что вы сделали крупную ставку на курсах иностранных валют и проиграли.

Тут казначей явно забеспокоился:

— Каких валют? Что за чушь? Мы же ни на что не ставили, как мы можем проиграть? Тем более на валюте? Мы же, черт возьми, страховая компания и даже права не имеем покупать какую-то там валюту!

— Видите ли, приобретая PERLS, вы пошли на риски по иностранной валюте — именно поэтому у вас и была повышенная процентная ставка. Разве я вас обо всем не предупредил? Да вы просто не помните! Я же объяснял вам эту формулу. Да подумайте, в конце концов, откуда бы взялись такие проценты, если бы вы не шли ни на какой риск?

Казначей поперхнулся.

— Бог мой! Вы мне толкуете, что *мы* пошли на валютные риски? Я-то думал, что это *вы* пошли на них!

На этой сделке продавец подучил гигантские комиссионные, и во время рассказа его то и дело корчило от смеха. Мне тоже было смешно. Потом он спросил, знаю ли я, как называется дельце, какое он провернул. Я ответил, что нет. Это, сказал он, называется «ободрать физиономию».

— Ободрать физиономию? — переспросил я, не будучи уверен, что расслышал его **правильно**.

— Именно. Хватаешь его этак — он показал, как — за шею, зацепляешь кусок кожи, рвешь посильнее и обдираешь сколько сможешь.

Я никогда не забуду, как этот продавец, глядя мне прямо в глаза, не без чувства искренней гордости и даже восторга суммировал итоги этой замечательной сделки:

— Ты представляешь, Фрэнк? **Я-таки** его ободрал!

## Глава 3

# *Игра в кости*

Хотя фирменные права на продукт под названием PERLS и принадлежали Morgan Stanley, некоторые банки **бессовестно** скопировали идею и воплотили ее во многочисленных типах структурированных бумаг. О существовании таких бумаг я узнал еще в First Boston и хорошо запомнил это обстоятельство. Свою карьеру я только **начинал** и оценивал себя как большого игрока: менеджеров из First Boston, которые каждый день ставили в разных сделках тысячи долларов, я считал *великими* игроками. Я был сильно поражен, когда узнал, что для группы *невероятных* игроков, делавших *настоящие* ставки в мире структурированных бумаг, наши занятия являлись игрой на фантики.

В First Boston я сидел вместе с небольшой группой «недолларовых продаж». Она размещалась рядом с отделением иностранных валют, а ее название максимально точно объясняло ее функцию: группа продавала облигации, деноминированные в фунтах, франках, **иенах**, марках — короче говоря, в любой валюте, кроме доллара США. Выпуск некоторых облигаций регулировался самим банком. **Инвестиционщики** с верхних этажей знали свое дело и нередко устраивали так, что компании и **различ-**

ные правительственные конторы выпускали облигации с номиналами в разных валютах. «Недолларовая» группа должна была продавать эти бумаги, но за одним исключением: она не торговала недолларовым «сором» — это была задача моей группы по возникающим рынкам.

Как-то раз я беседовал с одним «недолларовым» продавцом о тайской серии, которую тогда вела их группа. Это был новый и весьма соблазнительный продукт с аппетитным названием «структурированная облигация, денонмированная в тайских батах». Для любого продавца такая бумага — настоящее лакомство, хотя покупатель мог легко им отравиться: за нее полагались крупные комиссионные, но риск был совершенно непомерный. Неудивительно, что «недолларовая» группа и «возникающие рынки» вступили в схватку за этот сочный кусок: он явно был и «недолларовый», и «возникающий». Моя группа настаивала, что тайский рынок — в строгом смысле возникающий, пусть даже Таиланд и прочие азиатские «тигры» имеют высокий кредитный рейтинг, вполне сопоставимый с рейтингом большинства европейских стран. Но мы проиграли. И вот меня отправили на рекогносцировку, чтобы в валютной группе пощупать этот замечательный продукт, так сказать, живьем.

Обычно тайские облигации не настолько рискованные, чтобы считаться «возникающими»; но эта бумага явно была не такова. Сделка по ней предусматривала какую-то привязку к тайской валюте — **бату**; она напоминала облигацию, но не имела отношения к правительству или компаниям Таиланда. Мне помнилось, от кого-то я слышал, будто ее выпустило правительственное агентство США. Но правильно ли я понял? Какой интерес могли иметь Соединенные Штаты к валюте далекой бедной страны, которая могла влиять на Америку разве что своей кухней?

Я настолько замучил продавца нескончаемыми вопросами, что в конце концов он бросил мне стопку бумаг, в которой я обнаружил копию информационной сопроводительной к тайской сделке. Я рассыпался в благодарностях. Сделка была сложной, а потому и **сопроводительная** ока-

залась длинной, чуть ли не в дюжину страниц. Я не сомневался, что теперь-то разужнаю все.

С реальной «живой» производной я так близко знакомился в первый раз, а потому просматривал странички с таким волнением, словно они могли взорваться у меня в руках. Вот что в первую очередь нужно было бы изучать клиентам, которые собирались покупать производные в First Boston. Сначала шли вспомогательные материалы об экономике Таиланда, снабженные прихотливыми графиками и таблицами экономического роста, уровня инфляции и валютных резервов. На титульном листе было написано: «Структурированные облигации First Boston», а под этим крупно: «Одногодичная облигация в тайских батах с привязкой к корзине основных валют». Смотрелось это весьма впечатляюще. В конце подшивки был раздел «условия» — две странички с перечнем основных параметров и условий.

Наверху каждой страницы я заметил гриф «Только для внутреннего пользования. Конфиденциально» и припомнил, как один продавец поручал ассистенту разослать эти бумаги по факсу всем своим клиентам. Странно: зачем ему понадобилось распространять закрытый документ?

Я продолжал изучать бумаги. Внизу каждой страницы мелким, едва различимым шрифтом было набрано что-то вроде длинного заявления об ограниченной ответственности банка, составленного на непередаваемом юридическом жаргоне. Насколько я мог понять, оно доводило до сведения читателя два неприятных и туманных предостережения: 1) изложенная в **документе** информация, видимо, не является достаточно надежной и полагаться на нее не стоит; 2) First Boston, вероятно, имеет еще с кем-то секретное соглашение по этой сделке, так что если вы купите подобную облигацию, то можете остаться в дураках.

Зачем понадобились такие пространные оговорки? Это тоже было неясно: документ предназначался для внутреннего пользования, а заявление об отказе от ответственности имело смысл лишь в том случае, если бы он был открытым. Что же вообще затевалось?

Так я впервые прознал, что между торговым залом и юридическим отделом налажена тайная договоренность по принципу «рука руку моет»: инвестиционный банк получает возможность проводить «чистые» и вместе с тем прибыльные фокусы — «обдирать» клиентов, заранее зная, что многие потеряют деньги и подадут в суд. И вот тут-то фирма может защититься, предъявив свое предупреждение.

Теперь представьте, что вы юрисконсульт в First Boston и знаете, что продавцы будут рассылать клиентам документы, испещренные названием банка. Как вы поступаете? Решение одно — снабдить документ многочисленными грифами и пространно-расплывчатыми предостережениями, а когда разоренные клиенты подадут иск, привести такие неопровержимые доводы: сопроводительные документы предназначены для служебного пользования и содержат непроверенную информацию, о чем имеется соответствующее предупреждение, и отчасти именно из-за этого предупреждения сделки с данными производными не подпадают под защиту законодательства США о ценных бумагах.

Тактику грифов и предупреждений First Boston довел до совершенства. Но на дворе-то стояло лето 1993 года, когда все крупные потери по производным были еще далеко впереди. И тем не менее First Boston уже страховался от возможных исков по этим бумагам. Что за спешка? Тут мне пришло на ум простое соображение: когда речь идет о том, чтобы прикрыть собственные задницы, менеджеры First Boston проявляют высшую, прямо невероятную предусмотрительность. Теперь-то вполне можно признать, что они были правы, — после того как во всем мире люди потеряли миллиарды на производных.

Если встать на позицию продавца, то он с таким же успехом может торговать взрывоопасным автомобилем Ford Pintos. Он сосредоточен на одном — продать; возможные последствия — не его забота. Торговец производными прекрасно **знает**, что его сделки потенциально опасны и многие клиенты «сгорят». Если потери клиентов действительно достигнут полного безобразия, он все-

гда может уйти. Но коли у него есть репутация удачливого толкача опасных бумаг с большой маржей, он всегда найдет себе место.

Для фирмы важно то же самое — сделать на таких бумагах как можно больше денег и повернуть это как можно быстрее: возьми комиссионные, запусти часовой механизм, отойди на безопасное расстояние и жди. Конечно, после взрыва вероятны иски, но пока фирма имеет возможность получать деньги *вперед* и приводить правдоподобные аргументы в суде, все будет замечательно. Поэтому самое важное, что я вынес из чтения «авторекламации», можно сформулировать так: «Деньги на продаже производных делаются просто — взорви клиента».

Я просмотрел две странички «условий» — это была односторонняя облигация с гарантированным купоном в **11,25%**. Процентная ставка выглядела очень внушительно — с учетом **того**, что облигацию выпустило правительственное учреждение США. Вообще-то правительственные бумаги практически безрисковые, но и обычная процентная ставка составляет по ним едва ли половину этой. В чем же загвоздка?

Условия выплаты основной суммы долга формулировались **так**: его возврат зависел от разницы между годовыми курсами тайского **бата** и контрольной корзины валют, которая состояла почти на 84% из долларов США, на 10% из японских иен и на 6% из швейцарских франков. Если в течение года соотношение между **батом** и «корзиной» не меняется, вы возвращаете свои вложенные деньги полностью. Иначе говоря, если вы покупаете такие облигации на **100 миллионов долларов** и соотношение **бат/«корзина»** остается прежним, вы получаете невероятные **11,25 миллиона по процентам**, да еще **100 миллионов** в погашение основной суммы **долга**, то есть имеете колоссальный доход. Но если колебания бата не совпадают с колебаниями «корзины», то основную сумму долга вам могут вернуть не полностью, а могут и не вернуть вовсе.

Было ли хоть одно основание считать, что бат совпадет с «корзиной»? First Boston полагал, что да. Таиланд — страна с регулируемой валютой; это значит, что тайский

центральный банк ежедневно корректирует курс бата с учетом определенного набора переменных, включая объем тайской внешней торговли. В своей «корзине» First Boston пытался воспроизвести те расчетные формулы, которыми, по его мнению, тайский центральный банк регулировал бат. Хотя **тайцы** держали свои методы в строжайшем секрете, First Boston заявлял, что «вычислил» их.

Если First Boston оказывался прав, вы безмятежно получали свои железные 11,25%, даже не подозревая, что попали в самый «глаз» урагана. Но если тайский центральный банк делал шаг влево, когда вы думали, что он шагнет вправо, ураганный вихрь подхватывал вас и вышвыривал прочь. Таким образом, эта сделка была построена на тактике, кратко сформулированной одним циничным продавцом из ВТ: «Замани дурачка посулами, а там можно раздеть его вчистую». (Безмятежность испарилась в июле 1997 года, когда инвесторы с ужасом узнали, что центральный банк Таиланда снял регулирование, — после чего бат и связанные с ним производные тут же рухнули.)

Вам, наверное, любопытно узнать, кто же покупал такие бумаги и почему? Надеялись ли эти люди только на удачу или действительно верили, что First Boston раскрыл заветную формулу? В конце концов, если эта ставка была почти беспроигрышной, почему банк продавал риск, а не шел на него сам? А может, First Boston играл *против* или как-то страховал свои риски? Почему в этой сделке участвовали правительственные конторы США, выпускавшие странные облигации по тайской валюте? И самое важное: сколько делал First Boston на **этих** производных?

Эти вопросы я задал одному продавцу и прежде всего спросил, кто же все-таки покупает такие штуки.

Ответом было молчание. Мне пришло в голову, что покупателями могли быть **хеджинговые** фонды, этикие сумасбродные головорезы, которые делают огромные и головокрумные ставки почти на всех рынках. Я припомнил самые крупные частные хеджинговые фонды — Quantum, Tiger или **Gordian Knot** — и решил мучить продавца дальше.

— Это Quantum?

Quantum, основанный Джорджем Соросом, был теперь крупнейшим **хеджинговым** фондом в мире; **спекулируя** на курсах валют, Quantum и Сорос делали, но и теряли, миллиарды.

— Конечно, нет. Детский вопрос!

Вопрос и впрямь был наивным: акулы **хеджингового** бизнеса — слишком искушенные игроки, чтобы покупать подобные продукты в First Boston. Они вполне могли делать их сами и никому не платить комиссионных. Что же оставалось?

— Другие инвестиционные банки?

— Да нет же.

Еще одна глупость: банки вроде Morgan Stanley или Goldman Sachs, конечно, скорее **стали** бы продавать такие вещи, чем покупать.

— А как насчет взаимных фондов?

Я знал, что крупные фонды играют на производных с возникающих рынков. Может, это Fidelity или Templeton?

— Не попал.

— Коммерческие банки?

— Опять мимо.

Я уже не знал, что спрашивать, и попросил хотя бы *намекнуть*, кто же мог покупать тайские облигации.

— Парень, имен ты все равно не дождешься, но ты отвалишь, если назову основные **категории**?

— О'кей.

Имена я собирался вытянуть из него потом.

— Пенсионные фонды штатов и страховые компании.

— Не может быть!

Он только ухмыльнулся.

— Точно?

Я не мог поверить: *пенсионные фонды штатов и страховые **компании**!* Он кивнул и сказал, что пенсионные фонды вообще входят в число крупнейших покупателей структурированных облигаций, а «тайские» — так, проходной эпизод. В списке покупателей фигурируют, например, штат Висконсин и несколько калифорнийских округов, в частности **Ориндж**. По поводу «тайских» продавец

еще раз заметил, что это случай мелкий и не вполне типичный, а обычно пенсионные фонды и страховые компании берут другие виды структурированных бумаг.

Штат Висконсин? Округ **Ориндж**? Да быть этого не может! Зачем *им* производные с такими рисками? Оставалось только ждать, что следом за ними он объявит крупным покупателем кого-нибудь вроде Procter & Gamble.

— Но причем тут страховые? Они же всего боятся. К чему им структурированные облигации?

Он посмотрел на меня как на идиота:

— Подумай: облигации выпущены правительственной конторой, имеют рейтинг AAA или AA. Разве страховщики найдут лучшую лазейку, чтобы поиграть с валютой? Ясно?

*Что* «ясно»? Я попробовал представить, какие виды ценных бумаг могла бы купить страховая компания. Такие конторы собственной тени боятся, да к тому же их инвестиционная деятельность жестко регламентируется сверху. Национальная ассоциация страховых уполномоченных (National Association of Insurance Commissioners, **NAIC**), ведущая строгий учет инвестиционных операций, классифицирует их по рейтингам риска от 1 до 5 и устанавливает, сколько операций какого вида разрешено той или иной страховой компании. Как тут можно изловчиться провернуть дико сомнительную спекуляцию с тайскими батами и **«корзиной»** прочего добра, если для большинства страховых компаний даже акции считаются чересчур рискованными? И разве правительственное происхождение бумаг может что-нибудь значить? Такие облигации лишь *выглядят* более надежными, но ведь рискованной сути сделки это не меняет? И если риски рассчитываются по сложной формуле, привязанной к тайскому **бату**, разве это не дойдет до надзорных инстанций?

Как ни удивительно, можно было ответить «нет». Именно в этом-то и был смысл правительственного прикрытия бумага. Когда органы надзора будут разбираться в сделке, они не увидят слова «Таиланд»; они увидят только **«бат»**. Они не заметят ни сложной формулы, ни «корзины», ни хитрых графиков. Все, что сможет уяснить инс-

**пекция**, сведется к следующему: годовичная облигация рейтинга ААА, выпущенная **правительственным** агентством.

Эти облигации просто поразили меня наглой спекуляцией на доверии к правительству США. Казначейство США занимало деньги непосредственно, под казначейские облигации. Кроме того, разные **федеральные** агентства («Джинни Мэй», «Фанни Мэй», «Салли Мэй» и «Фредди Мак») имели право привлекать деньги под обязательства того же Казначейства.

Покупателю структурированных облигаций все равно, чем занимаются эти конторы — сбором студенческих кредитов или ипотечными операциями. А органы надзора следят только за тем, чтобы гарантом по этим обязательствам выступало Казначейство США. Поэтому никому даже и в голову не может прийти, что облигация, выпущенная федеральной конторой, то есть под гарантии Казначейства, связана с каким-то риском. Замечательная ирония этой схемы заключается вот в чем: поскольку покупатели структурированных облигаций готовы заплатить больше, чтобы разместить свои ставки через правительственные агентства, эти последние могут привлекать **деньги** под меньший процент, **чем** само Казначейство.

Итак, мне стало ясно: при первом взгляде регулирующие инстанции не обнаружат никакого риска, не заметят взрывоопасной тайской ставки, замаскированной под «красные, белые и синие фишки», — разве что много позже и лишь в том случае, если покупатель потеряет деньги. Я не мог прийти в себя: Уолл-стрит кишела игроками, а инвестиционные банки часто сравнивали с казино — теми, которых так много на юг от **Манхэттена**, как раз по дороге в Атлантик-Сити, — но эти-то игры по крайней мере были законны! И вот выясняется, что инвестиционные банки ведут грязную игру, сродни той, что процветала в Атлантик-Сити еще *до* легализации. За дверью с табличкой «Правительственное агентство» играли краплеными картами.

Morgan Stanley тоже вел свою игру, и весьма прибыльную. Но прежде чем меня допустили до нее, боссы из

ГПП потребовали, чтобы я прошел очистительную процедуру. Дело тут вот в чем: если вы переходите из одного банка в другой, новое учреждение обычно подвергает вас предварительной проверке — вроде той дезинфекции, которая обязательна для человека, входящего в реальную космическую лабораторию.

Мне предстояло два «допроса». На первом меня пыталла группа юристов фирмы. Они сразу предупредили, что категорически запрещено обсуждать еще не совершённые сделки. Если я вынес какие-то документы из First Boston, их нужно уничтожить. Я должен предупредить, если буду общаться с клиентами, которых знаю по прежнему месту работы. И у Morgan Stanley, и у First Boston бывали проблемы в связи с перебежчиками, и потому Morgan Stanley относился к этому вопросу особенно внимательно. Вместе с тем меня удивило, что никто из юристов не завел речи о конфиденциальных документах банка. Переходя в другой банк, продавцы и трейдеры обычно не упускали случая захватить с собой документы, компьютерные программы и клиентов. Я помнил об одном особенно неприятном случае, когда одного менеджера, которого в First Boston считали порядочной сволочью (а раньше его считали такой же сволочью в Morgan Stanley), обвинили в краже клиентов и служебной информации после перехода из Morgan Stanley в First Boston.

Я заверил юристов, что ничего не стащил из First Boston и что они могут быть совершенно спокойны. Они сидели с такой кислой миной, будто я нагло вру. Я опять сказал, что отвечаю за свои слова, но им было уже все равно: процедура завершилась, и с ритуальной точки зрения я был «чист».

Потом я встретился с четырьмя менеджерами ГПП в Нью-Йорке; им вскоре предстояло стать моими боссами, личной «бандой четырех». Они задавали примерно те же вопросы, что и юристы, но совсем с другой целью. Их совершенно не интересовало, *брал ли я* документы или программы; они хотели знать, что у меня *есть*, а точнее, когда они могут получить копии: «Что вам известно об

этих клиентах? Есть ли у вас список клиентов, и кто в нем? Чьи дела вы перетянули с собой?»

Когда я ответил, что все мои документы из First Boston — это только личная копия «Североамериканского соглашения о свободной торговле», мне не поверили. Я пытался убедить их, что вся нужная информация у меня в голове; тут они усомнились в моей памяти. Что касается программ, то я не сомневался, что для новых сделок смогу их составить. Но по части клиентов я предпочитал предельную **аккуратность** и сказал, что попробую восстановить связи со знакомыми людьми, но не берусь гарантировать, что они станут нашими покупателями. Поскольку им хотелось побольше вытянуть из меня, они явно были не в восторге. Наконец один из них задал самый важный вопрос: «Ну, а игра в кости, что с ней?»

Как-то раз в First Boston образовалось несколько «пустых» недель; за это время я разработал компьютерную игру в кости, что и отразил в резюме для Morgan Stanley. Я хотел продемонстрировать, что занимаюсь теорией игр, ибо один знакомый сказал мне: в Morgan Stanley к таким вещам **относятся** серьезно и это может стать для меня решающим фактором. Когда я ответил, что не **выносил** свою игрушку из First Boston, мои визави пришли в ярость.

Без ложной скромности, эта игра вышла действительно что надо. Интерфейс ее напоминал зеленый игорный стол, на который можно было бросать две красные кости. Компьютер обсчитывал выход каждой ставки и мог выдавать результаты в специальном окошке «Прибыли и убытки» одновременно для восьми участников. Если нужно было скрыть это занятие, то одним нажатием клавиши зеленый стол заменялся таблицей обчета облигаций.

Я припомнил, что, когда население торгового зала в First Boston впервые прознало об игре, всякая иная деятельность на время прекратилась. Один старший продавец упросил меня «держатъ стол», и несколько недель я целыми днями принимал ставки, в то время как очередная кучка игроков, уставясь на экран, орала на меня, когда проигрывала. Вскоре таблицы результатов по слож-

ности сравнились с нашими профессиональными диаграммами. К тому времени состояние моих финансов было уже довольно плачевным.

Примечательно, что никто в First Boston не заподозрил меня в подтасовке результатов, хотя я легко мог это сделать. Все знали (и я знал так же хорошо), что, если меня поймают за руку, моей карьере на Уолл-стрит придет конец. Разумеется, я думал о том, как «подкрутить» игру (любой уважающий себя продавец производных учитывает такую возможность), но тут же отбрасывал всякую мысль об этом, представляя себе, как по First Boston пойдут разговоры: «Слушай, как можно иметь дело с *этим*? Положим, всякий может **словчить** — ну, хоть на цене облигаций, — но чтобы вот так, на *игре в кости*? Должно же **быть** хоть что-то святое!»

Поэтому я оставался кристально честным и утешал себя тем, что при игре в кости заведение имеет преимущество, а поскольку стол держал я, то в долгосрочной перспективе я должен оказаться в выигрыше. Но к тому времени у меня уже был печальный опыт «долгосрочной перспективы» по Лас-Вегасу, и, прогорев однажды, я чувствовал себя не очень уверенно. Когда ставки крупно выросли, я заявил, что больше не могу держать банк. Это занятие отнимало слишком много времени и нервов, а главное — вряд ли я мог набраться ума-разума в производных, занимаясь игрой в кости. Я раздал несколько копий программы и вышел из игры.

Но по дурацкой забывчивости себе я не оставил ничего и мог только пообещать, что позвоню одному бывшему коллеге в First Boston, который, наверное, даст мне копию. Менеджеры отреагировали довольно кисло.

Поначалу я был совершенно не против, чтобы «банда» видела во мне носителя «деловой этики», хотя мои коллеги в большинстве своем считали это понятие противоречием в определении. В конце концов, моя карьера в Morgan Stanley в первую очередь зависела именно от этой четверки, и мне хотелось выглядеть не только оборотистым, но и относительно непорочным — по крайней мере,

в первое время. Потом, думал я, у **меня** так и так будет масса шансов загубить репутацию «честного **малого**».

В мою «банду» **входили** два директора-распорядителя и два главных управляющих (этот титул стоял на ступеньку **ниже**). Общая иерархия в Morgan Stanley выглядела так: директор-распорядитель, главный управляющий, **вице-президент**, сотрудник, аналитик, секретарь; никаких градаций **«старший»/«младший»** для вице-президентов и сотрудников не было. Я именовался простым сотрудником — как и большинство служащих банка, проработавших меньше четырех лет после окончания университета.

Годовые оклады приблизительно соответствовали рангам. Директора-распорядители в среднем получали несколько миллионов долларов, главные управляющие — около одного, сотрудники — сотни **тысяч**, но внутри каждого ранга мог быть довольно большой разброс. Сотрудники ГПП обычно получали больше, чем люди такого же звания в других отделах. Оклады аналитиков и секретарей в Morgan Stanley относились к категории «погрешность округления»: на Уолл-стрит любой оклад меньше 50 тысяч приравнивался к нулю.

В свои двадцать семь я был на несколько лет младше, чем среднестатистический человек моего звания в Morgan Stanley, так как большинство из них успели поработать между колледжем и высшим учебным заведением. Им, как правило, было под тридцать или слегка за тридцать. Вице-президентам было за тридцать пять, а главным управляющим и директорам-распорядителям — под сорок. Продвижение на очередной уровень занимало от двух до четырех лет. Тех же, кому было заметно за сорок и кто не ушел сам, не был уволен и не дорос до высшего руководства, отправляли «на покой» в какое-нибудь из отделений банка, которые мы называли «домами престарелых».

Моим высшим начальством оказался **Бидьют Сен**, член большой «банды четырех». Мое общение с ним в Morgan Stanley сводилось не столько к реальному бизнесу, сколько к разного рода играм. Иногда он играл в компьютерные шахматы, а чаще мы ставили на всякие

спортивные состязания. Не могу не отметить, что как-то раз он взял на себя часть довольно крупной ставки, которую я сделал на турнире НССА (и проиграл). Но если не считать этих игрищ, Сен для меня мало что делал. Он часто слонялся поблизости от моего стола в торговом зале, но я был одним из считанных везунчиков в группе, которым редко приходилось выслушивать его могучие тирады.

Другой директор-распорядитель, Маршал Салант, считался заместителем Сена. Это был маленький, кругленький выпускник Гарвардской школы бизнеса и коренной житель Нью-Йорка, в молодости, по его рассказам, очень худощавый и (еще в школе бизнеса) большой любитель бега. Но марафонские времена, конечно, давно канули в лету, ибо за десятилетие прибыльной и физически необременительной деятельности Салант необратимо вошел в ту категорию мужчин, у которых галстук при всех стараниях не достает до ремня. Несмотря на сидячий образ жизни, Салант занимался производными намного больше Сена и в ГПП играл гораздо более заметную роль. Он прекрасно считал (не без помощи ныне антикварного калькулятора Hewlett Packard 12C) и славился безумными жестами левой руки. В пылу спора он всегда дожидался подходящего момента и при малейшей паузе запускал свой пропеллер, хватал блокнот с карандашом, вытягивал руку наподобие звезды бейсбола Сэнди Куфакса и, наконец, молниеносно выдавал серию расчетов, оставлявших от оппонента мокрое место. Салант относился к числу тех немногих менеджеров банка, которые не отличались выдержкой, но ему, к несчастью, не хватало харизмы, чтобы воодушевлять свои войска (пусть и в роли заместителя). Продавцы отдавали должное сравнительно любезным манерам и волшебной руке Саланта, но не боялись его и не любили.

Два других члена моей «банды» были более молодыми управляющими, то есть не **мульти-**, а просто миллионерами. Эта пара оказалась моими непосредственными начальниками во время работы в Morgan Stanley, и всем, что я усвоил на Уолл-стрит, я обязан именно ей. Я близ-

ко наблюдал этих людей каждый рабочий день; они были непохожи настолько, насколько это вообще возможно.

Из уважения к ним я буду называть каждого только по прозвищу, хотя и оно говорит о многом.

**Сначала** — о Страшиле. Когда я встретился с ним на собеседовании, я еще не знал ни о его репутации, ни о многочисленных прозвищах, из которых «Страшила» было самым безобидным. Его прозвали так за то, что он шествовал по этажам банка, насвистывая «Если б я имел мозги». Тем не менее ему охотно подражали, и поскольку Страшила служил примером, со временем люди уловили мотив. Если кому-то доводилось заходить в 1994 году в необычный торговый зал Morgan Stanley, он вполне мог застать ряды продавцов, сосредоточенно взирающих на индексы котировок и напевающих эту замечательную мелодию, нисколько не осознавая иронию обстановки.

Страшила был исключением из правила, согласно которому высоковозрастных отправляли на покой. Он никогда не говорил, сколько ему лет, но все бились об заклад, что не меньше сорока пяти. Он уже навсегда застрял на должности главного управляющего, хотя все еще работал в торговом зале. Начальство не имело оснований повышать его, но не хотело и увольнять. Вскоре я уже знал о Страшиле все, а после нескольких часов общения с ним стал догадываться, почему **его** до сих пор держали: несмотря на свои годы и относительную неумелость, он был чертовски забавным. После того как я ушел, Страшилу в конце концов отправили «на покой» и удалили из ГПП; думаю, у него хватает проблем и без моей книжки, поэтому я сохраняю его инкогнито.

Имя другого управляющего (в данном случае речь идет о даме) я тоже подожду называть до поры до времени. Достаточно сказать, что и прозвище, и сама ее персона представляли собой нечто не вполне обычное. Прозвище я узнал почти одновременно с акронимом самой опасной и секретной производной **Morgan Stanley** (которая однажды принесла фирме наибольшую прибыль на сделку за всю ее историю); данный финансовый продукт создавался и продавался при самом близком участии упомянутой

дамы. Эта воинственная персона до сих пор процветает в **Morgan Stanley**, успешно движется вверх и, возможно, не пострадает, если я назову ее имя. Но все-таки я воздержусь, но на сей раз по иной причине — я опасаясь за себя.

Что до Страшила, то это был примечательный тип напористого всезнайки; в столе у него была неизменная бутылка виски, а в зубах — столь же неизменная сигара. Он расхаживал по залу, тараторя разные непристойности и рассыпая скабрзные шутки — надо признать, обычно весьма остроумные. Меня он часто отводил в сторону и объяснял, что живет по двум простым правилам. **Первое** гласит: «восприятие — это реальность»; второе — «доверяй, но проверяй». Эти правила, с гордостью вешал Страшила, он усвоил в самый просвещенный период американской истории — 1980—1988-е годы — от наиболее выдающихся его деятелей. Рональда Рейгана он считал божеством; впрочем, в **Morgan Stanley** так думал не он один.

В 1994 году Страшילה крупно повезло: он оказался связан на самое горячее **уолл-стритское** дельце — латиноамериканские производные. Страшила даже провел эффектную презентацию этих производных на конференции инвесторов (хотя потом мне говорили, что все это прошло довольно заурядно). Как бы там ни было, в 1994 году Мексика оказалась потенциально наиболее прибыльным местом, а Страшила — моим боссом. Я был полон решимости проявить себя как надо.

## Глава 4

# *Фиеста Мексиканского банка*

В **начале** 1994 года Мексика была самым жарким местом. Соединенные Штаты **только** что вступили в Североамериканское соглашение о свободной торговле, и банкиры гурьбой устремились в Мехико-Сити. Ассоциация трейдеров возникающих **рынков** (Emerging Markets Traders Association) объявила, что в 1993 году объем сделок составил **1,5** триллиона долларов, то есть удвоился за последний год, а латиноамериканские производные оказались самой быстрорастущей частью рынка. Достаточно сказать, что объем месячной торговли производными в номинальном выражении возрос с 3 миллиардов **долларов** в 1992 году до 25 миллиардов в **1993** году. Все крупные американские банки хотели снять свою долю сливок с вождельного денежного потока между Мексикой и США, и все они готовили заявки, чтобы открыть мексиканские представительства. У некоторых, в том числе у Morgan Stanley, уже были группы, занимавшие в Мехико временные офисы.

Опыт в **First Boston** позволял мне считать себя ветераном латиноамериканских бумаг. Morgan Stanley нанял меня и еще одного сотрудника как раз для того, чтобы

подкрепить свое ведущее положение на этом рынке. «Латинские» облигации быстро превращались в главный предмет внимания торгового зала. **А наши** латиноамериканские усилия возглавил Страшила.

Сейчас я, с вашего позволения, ненадолго отвлекусь и опишу устройство и иерархию торгового зала, чтобы вы лучше поняли, в какой обстановке и как шли «латинские», — ибо эти обстоятельства значат больше, чем можно подумать.

Авторитет какой-либо группы в торговом зале зависит от того, сколько денег она делает. В последние годы непререкаемыми лидерами на Уолл-стрит неизменно были группы производных, которые и вершили дела в торговых залах. Если вы не занимаетесь производными, то в нормальных условиях лучше держаться поближе к правительственным облигациям — около них в конечном счете вертится все. Вокруг ядра, состоящего из правительственных ценных бумаг, в просторечии «**правиков**» (gowies), наслаиваются промежуточные (то есть среднепредпочитаемые) бумаги — валютные, ипотечные и корпоративные облигации. Нечто еще менее ценное может вообще не попасть в торговый зал. Обыкновенные акции — это плохо, но работать с частными клиентами — вероятно, еще хуже. Пример очень плохого занятия — продажа инструментов денежного рынка где-нибудь в Филадельфии — при условии, что у фирмы там вообще есть, где зацепиться (чего может и не быть).

Самое неблагоприятное занятие — торговать муниципальными облигациями. «**Муники**» (munies) — это, как правило, не облагаемые налогом облигации, выпускаемые городскими муниципалитетами, штатами и прочими административными единицами для покрытия расходов на дорожное строительство, образование, санитарные нужды и тому подобное. «**Муникам**» находится место лишь в отстойниках торговых залов и на пустошах инвестиционного бизнеса. Еще на стажировке в First Boston, до всяких экзаменов, я часто слышал: «Надо сдать хорошо, а не то...» — и уже тогда понимал, что это значит: «...а не то загнешься на „**муниках**“».

К счастью, мне удалось избежать печальной участи, и моя ниша, возникающие рынки, в иерархии торгового зала располагалась близко к самому верху. Возможно, вы представляете себе, что значит «возникающие рынки»; если так, то нужно отдать должное просветительской деятельности Уолл-стрит. Продавцы облигаций вообще очень сметливы по части изобретения всяких завлекательных названий. Например, «мусорные облигации» (как они «невкусно» назывались в 1980-х годах), теперь эвфемистически именуются «облигациями высокой доходности». Возникающие рынки — того же поля ягода.

В свое время облигации, выпускаемые такими **стра**нами, как Мексика, Бразилия или Нигерия, называли «долговыми обязательствами третьего мира». После долгового кризиса, потрясшего **этот** самый третий мир, им дали более уместное название — «сор». Обязательства на миллиарды скопились в американских коммерческих банках, которые спали и видели, как бы от них избавиться, но не могли найти покупателей.

В конце 1980-х годов секретарь Казначейства США Николас **Брейди** выдвинул идею смешать «сорные» бумаги с ценными облигациями Соединенных Штатов и создать более съедобное кушанье — реструктурированные долговые обязательства третьего мира, на которые, как надеялись, кто-нибудь клюнет. Будучи «скромным» человеком, Брейди назвал свою стряпню просто: «облигация Брейди». Но одного его имени оказалось недостаточно, чтобы инвесторы почувствовали аппетит, и рынок «**брейдиевок**» заглох.

Для всей этой затеи нужно было изобрести какое-нибудь новое и желательно сексапильное название. Идей хватало. Сначала попробовали «обязательства менее развитых стран» (Less Developed Countries), но коннотация «менее развитых» звучала не очень **вдохновляюще**. Тогда попытались запустить аббревиатуру LDC, думая, что кто-то, может, и не вспомнит значение «L» («**менее**»). Но и эта задумка провалилась. В те времена даже Kentucky Fried Chickens («Жареные цыплята из Кентукки») еще не переключилась на аббревиатуру KFC, и если нынеш-

них потребителей жареных птичек можно водить за нос, то с инвесторами 1980-х это не прошло.

Потом возникли «развивающиеся нации»; это звучало лучше, но все-таки заметно отдавало «менее развитыми». Наконец, одна светлая голова родила словосочетание «возникающие рынки». Идею подхватили с восторгом, и по всей Уолл-стрит прокатилась волна переименований. Например, моя группа в First Boston сначала взяла себе название «группа возникающих рынков капитала прогрессирующих стран», но после нескончаемых пререканий с начальством и нервного закрытого голосования в конце концов решила переименоваться (в духе новаторской политики самого банка, носившего теперь имя CS First Boston) и впредь именоваться более обтекаемо — «группа возникающих рынков» (ГВР). В большинстве прочих банков это направление называлось еще проще — «возникающие рынки».

Было, конечно, не совсем ясно, что значит «возникающие» и как эти рынки могут возникать. Но само слово звучало неотразимо-внушительно и помогало завуалировать то обстоятельство, что приобретенная инвестором облигация на самом деле была, скажем, перуанским займом, процентов по которому не платили с незапамятных времен.

Я никогда не планировал заниматься производными возникающих рынков и попал на это дело, в общем-то, почти случайно: я не владел иностранными языками, не имел никакого опыта международных связей и мало что знал о Латинской Америке — самом крупном возникающем рынке. Я даже не знал, что в First Boston есть группа возникающих рынков и обнаружил это лишь на одном собеседовании, когда поинтересовался у представителя банка, какое направление он считает самым перспективным на ближайшие годы. Он ответил: «Возникающие рынки», — и тогда я попросил управляющего по кадрам свести меня с кем-нибудь из этой группы.

Лучший совет в моей жизни я получил от одного менеджера. «Экспертом по возникающим рынкам, — сказал он, — считают того, кто сам себя так называет; вот и ты

называй, а свои пробелы со временем ликвидируешь». Совет оказался поразительно верным. Хотя в бизнесе я был без году неделю, даже члены моргановской ГПП, включая Страшилу, считали меня гуру по «возникающим» производным. Я, естественно, не стремился их разубеждать. Пока **возникающие** рынки, особенно латиноамериканские, оставались крупными и прибыльными, я желал поддерживать свою репутацию.

До марта 1994 года сделки Morgan Stanley по мексиканским производным строились приблизительно по одной схеме: банк искал в США организации, готовые купить мексиканские государственные облигации. Эта стратегия приносила миллионные прибыли и в значительной мере сохранялась. Но если банк хотел контролировать все производные возникающих рынков, ему нужно было переклЮчить передачу.

Как раз в это время многие банкиры в США рассматривали мексиканские банки как полные копилки, которые неплохо было бы разбить. Мексиканские банки были государственными, и десятилетиями их защищали от иностранного присутствия. В 1992 году Мексика начала приватизацию банков, но владеть ими могли только мексиканцы, а на иностранцев налагались строгие ограничения. Если **Соединенные Штаты** задействовали армию, чтобы не допускать нелегальных иммигрантов через **Рио Гранде**, то Мексика наладила гораздо **более** строгий режим в банковском деле: мексиканскому сезонному рабочему легче было пробраться в США, чем американскому банку проникнуть в Мексику.

Но американские банки прекрасно знали, что стоит им пробить этот защитный панцирь, и они сорвут миллиардные куши. Мексиканский рынок был прибыльным главным образом вот почему: власти разрешили двум дюжинам местных банков назначать высокие процентные ставки и брать столь же внушительные **комиссионные**. Кроме того, власти запретили иностранным банкам (за исключением Citicorp, который один только и мог вести операции в **Мексике**) предоставлять займы в **мексикан-**

**ских** песо и продавать любые инвестиционные продукты, деноминированные в песо; им также не разрешалось вести операции в иностранной валюте или торговать ценными бумагами. Для мексиканских банков настала пора фиесты: они были одними из самых плохих в мире, но зато наиболее богатые мексиканцы занимались именно банковским делом.

Единственным банком США, который попытался пробиться через заслон, оказался Citicorp, но его попытка закончилась плачевно. С 1920-х годов Citicorp являлся крупнейшим американским банком в Мексике, но имел только 800 сотрудников и шесть отделений на всю страну. Да и самая «высокая» цель банка заключалась в распространении кредитной карточки Diners Club. Мексиканский долговой кризис 1980-х годов ударил по Citicorp гораздо сильнее, чем по другим американским банкам, и на реструктуризацию многомиллиардного мексиканского долга он смотрел с таким же вожделением, с каким турист взирает на воду в мексиканской пустыне. С 1992 года произошли некоторые послабления, и даже Citicorp провел через себя 8,8 миллиарда иностранных инвестиций в Мексику. Но печальный опыт Citicorp все-таки продолжал отпугивать многих американских банкиров.

Продавцы из ГПП, и Страшила в их числе, придерживались того мнения, что Citicorp и другие банки неправильно представляли себе мексиканский рынок. Мы, со своей стороны, не рассматривали местные банки как копилки, которые надо тут же разбить. В конце концов, они нам ничего плохого не сделали, и даже если что-то *накопили*, то наверняка не под крышку. В прошлые скудные времена они просто не могли сильно обогатиться, хотя последние перемены, включая и Соглашение о свободной торговле, конечно, повысили их возможности. Поэтому наш план заключался в том, чтобы подкормить их еще. Пока они тощие, не надо их резать — надо дать им попасться. Лучший доступ к мексиканским кубышкам лежал через мексиканский желудок.

Вопрос был в другом: чем накормить мексиканцев. Естественно, высокими комиссионными на крупных сдел-

**ках**, поскольку мы тоже хотели сделать как можно больше денег. **А** их нужно было приучить нажираться по горло. Как только они не смогут ничего глотать, тут-то мы на них и набросимся, и самого легкого толчка будет достаточно, чтобы вдрызг разбить этакую раздутую кубышку.

В 1994 году Morgan Stanley мог накормить мексиканцев любой снедью: за последние годы фирма приобрела баснословный рейтинг, успешно разместив первый выпуск облигаций PLUS (Peso-Linked U.S. Dollar Secured Notes — «долларовые облигации, привязанные к песо»), которые с марта 1993 года пользовались в Мексике бешеным успехом. Облигации PLUS представляли собой мексиканские производные, деноминированные и оплачиваемые в долларах США; мексиканским банкам и американским покупателям они обещали такое вложение капитала, которое раньше никому и не снилось.

Первая операция банка с мексиканскими производными — 500-миллионный выпуск PLUS Capital Company, Ltd., или просто PLUS I, — был настоящим прорывом и на бесчисленных семинарах приводился как пример почти идеальной сделки по производным. Обычному инвестору она могла показаться слишком закрытой, но на самом деле все было не так: если за последние пять лет вы имели пай во взаимном фонде, особенно в таком, который производил международные операции, очень вероятно, что у вас была доля в этой или похожей сделке.

История PLUS I восходит к началу 1993 года, когда мексиканский эквивалент Citicorp, Banco **Nacional de México**, для краткости именуемый Banamex, обратился к нескольким инвестиционным банкам США: он просил помочь списать с его счетов совершенно обесценившиеся и неликвидные, привязанные к уровню инфляции облигации, — но так, чтобы фактически обойтись без их продажи. Задача была нелегкой: Banamex желал получить живые деньги для своих **операций**, но не хотел продавать в открытую, чтобы не оказаться в официальном убытке.

Эти «инфляционные» бумаги именовались Bonos Ajustables del **Gobierno Federal**, а в просторечии звались **Ajusta-**

bonos (буквально — «корректируемые облигации») и представляли собой бумаги правительства Мексиканских Соединенных Штатов с номиналом в песо; выплаты по ним были привязаны к росту инфляции по мексиканскому индексу стоимости жизни (точно так же, как социальные выплаты в США привязаны к американскому индексу потребительских цен). Основная сумма долга в Ajustabonos увеличивалась каждые тринадцать недель и определялась по формуле, которая учитывала индекс инфляции, официально публикуемый Центробанком Мексики. Ajustabonos были неплохой вещью, когда инфляция превышала 100%, но к 1993 году она упала до однозначных чисел и никто (в том числе и Banamex) не хотел иметь с ними дело дальше.

Казалось, что Banamex стремится к невозможному: продать облигации на рынке, который не желает их покупать, и официально подать дело так, будто он ничего не продал. Старший вице-президент Banamex Херардо Варгас (за неизменные темные очки, в которых он щеголял на собраниях, его прозвали франтом) рассказывал, что, когда его банк искал в США сговорчивую контору, чтобы запустить дело на долгую перспективу, он неизменно получал примерно такой ответ: «По всем параметрам идея неосуществима ни при каких условиях». На всей Уолл-стрит за безнадежное дело взялась только наша ГПП из Morgan Stanley.

Если бы вы стали вести расспросы в самом Morgan Stanley, то обнаружили бы, что честь изобретения PLUS оспаривают человек пятьдесят. Особенно бойко приписывал ее себе (и, по правде сказать, действительно этого заслуживал) Маршал **Салант**. Последний со своими хитрыми диаграммами, начертанными левой рукой, был реальным строителем **моргановской** империи производных, поскольку специализировался как раз на таких проблемах, с которой обратился Banamex. Величаво, словно король, шествовал он по торговому залу, вооруженный неизменным калькулятором, ручкой и детальным знанием любой мелочи в производных.

Но даже Салант и его команда столкнулись здесь с немалыми трудностями. Прежде всего, нужно было най-

ти покупателей на **Ajustabonos**. Мексиканцы отпадали, поскольку, как и **Banamex**, желали от них отделаться. Европейские инвесторы в большинстве своем относились к Латинской Америке с подозрением и не пошли бы на мексиканский риск. В США и Азии подходящие покупатели были, но они предъявляли спрос на облигации, во-первых, инвестиционного класса (то есть **BBB** и выше в общем рейтинговом диапазоне от **AAA** до **D**) и, во-вторых, деноминированные в долларах США, а здесь эти условия не совпадали. Все мексиканские облигации инвестиционного класса (включая **Ajustabonos**) были выпущены в песо, а все долларовые мексиканские бумаги не попадали под рейтинг инвестиционного класса. Чтобы продать мексиканские облигации в США, Саланту и его «ракетчикам» нужно было создать нечто доньше запредельное — деноминированные в долларах мексиканские облигации с приемлемым инвестиционным рейтингом. Задача выглядела головоломной, но если бы ГПП сотворила новый продукт, она создала бы новый многомиллиардный рынок.

Для отсутствия подобных облигаций существовали веские причины. Кредитный рейтинг государственного долга определяется, как правило, тем, в какой валюте он деноминирован. Подобно многим странам, Мексика занимала деньги в разных валютах, в том числе в мексиканских песо и долларах США. Кредитный рейтинг долга в песо был достаточно высок, поскольку мексиканцы могли просто напечатать их по потребности. А вот рейтинг долга в долларах был низок: для его возвращения Мексике нужно было аккумулировать твердую валюту, ибо печатать доллары она не могла. И поскольку Мексике легче и дешевле расплачиваться в песо, покупатели не без основания считали, что она скорее будет платить по займам в песо, чем по долларовым. В рейтинговых агентствах тоже понимали, что при своей непрочной экономике Мексика вряд ли найдет твердую валюту, чтобы выплачивать большой и постоянно растущий долларовый долг. В результате всего этого долги, деноминированные в песо, имели рейтинг **AA-**, то есть очень высокий,

уступавший только рейтингу АА ценных бумаг многих крупных американских компаний и ААА облигаций правительства США. Рейтинг долгов в долларах, напротив, был сильно ниже инвестиционного **класса** — на уровне «мусорного» ВВ.

Точность этих рейтингов часто вызывала у меня сомнения, но покупатели относились к ним с религиозным пиететом. В ГПП знали, что многим американским инвесторам разрешено приобретать только долларовые обязательства инвестиционного класса, а таковых на данный момент в Мексике не было. Вместе с тем нам было **известно**, что многие американские инвесторы любят Мексику и с воодушевлением купят мексиканские бумаги. Эти безошибочные соображения помогли ГПП найти правильный подход к проблеме Vanamex: если удастся создать новую мексиканскую производную с подкладкой в виде **Ajustabonos**, которую американские инвесторы *могут* покупать, они непременно *будут* ее покупать, несмотря на риск. В этом убеждении мы были не одиноки. Винсент Бейли, управляющий инвестициями в ВЕА Associates (эта нью-йоркская финансовая фирма имела в распоряжении 3 миллиарда из латиноамериканских фондов), говорил, что латиноамериканские производные «берут в основном те, кому запрещено покупать ценные бумаги по своему усмотрению».

Для сотворения нового продукта ГПП нужно было немножко магии и финансовой алхимии. Первый трюк состоял в том, чтобы разделить Ajustabonos на две части. Лучше всего было сделать так: создать компанию, которая купит Ajustabonos, а затем выпустит две новые ценные бумаги, привязанные к ним. Дабы учредить новую компанию, не вызвав праведного гнева мексиканских или американских органов надзора, Morgan Stanley устремил взор на солнечные Бермуды. Эти острова издавна служили удобной базой для всякого рода сомнительных дел и отмывания денег — сначала их использовали в своих целях наркодельцы, потом мафия, а в последнее время и инвестиционные банки, включая Morgan Stanley. Согласившись в 1980-х годах «лечь в одну койку» с

**Drexel**, банк вступил на скользкую дорожку и теперь проворачивал делишки на Бермудах в совершенно воровской манере.

Итак, Бермуды давали ГПП крышу, но не бесплатно, так что играть приходилось по бермудским правилам. Первым делом **Morgan Stanley** нанял несколько бермудских юристов со связями, чтобы зарегистрировать компанию как чисто бермудскую; эти юристы далее должны были войти в Совет директоров новой компании и задействовать свои политические связи, в то время как контора будет выпускать новые бумаги. Затем нужна была какая-нибудь благотворительная организация, которая во избежание налоговых неприятностей могла бы выкупить акции. По бермудским законам акциями новоучрежденной компании может владеть лишь юридическое лицо, по статусу свободное от налогообложения. **Morgan Stanley** вышел на бермудский благотворительный фонд **The Capital Trust** (он финансировал такие местные заведения, как **Bermuda High School for Girls**, **Saltus Grammar School**, **Lady Cubitt Compassionate Association** и **Bermuda Foundation**) и через инвесторов перевел ему 12 тысяч долларов на покупку акций.

Наконец, новой компании нужно было получить в Управлении денежно-валютного контроля **Бермуд** (**Bermuda Monetary Authority**) разрешение на выпуск привязанных к **Ajustabonos** облигаций общей номинальной стоимостью 1,5 миллиарда долларов. Акционерный капитал в 12 тысяч был простой данью бермудским формальностям, ибо продавать **Morgan Stanley** намеревался, конечно, не акции, а облигации. За разрешение выпустить облигации **Morgan Stanley** обязывался платить бермудскому правительству 1600 долларов ежегодно (опять же через инвесторов). Сведущие люди понимали, что эти выплаты в сущности были «благодарностью». В целом **Morgan Stanley** поступал так же, как и наркодельцы, искавшие подходящие местечки для отмывания денег. (Потом, в том же году телекомпания **PBS** в передаче «На переднем крае» рассказала, что в оффшорных зонах действуют не только отмыватели, но и Уолл-стрит. Я обсу-

дал эту передачу со Страшилой, который сказал, что польщен такой компанией.) Да и в конкретных своих действиях банк, желавший ускользнуть от госнадзора США, отличался от торговцев наркотиками разве тем, что 12 тысяч «наркодолларов», скорее всего, не достались бы бермудским школьницам.

Утряся бермудские дела, **Morgan Stanley** должен был договориться хотя бы с одним рейтинговым агентством, чтобы получить рейтинг инвестиционного класса для новых облигаций. Если не считать многочисленных второстепенных контор, главного внимания заслуживали два **агентства** — Moody's Investor Services и Standard and Poor's. Аналитики Moody's всегда казались мне самыми вдумчивыми и способными, но если рейтинг был вам жизненно необходим, следовало выбрать Standard and Poor's (S & P).

Возможно, вам покажется **удивительным**, что частные организации могут заплатить за кредитный рейтинг. Большинство убеждено, что рейтинговые агентства ведут себя принципиально и **неподкупно**, а уж репутация S & P и вовсе безукоризненна, поскольку оно (во всяком случае, отчасти) подотчетно правительству США. Конечно, S & P и Moody's Investor Services были главными рейтинговыми агентствами США и регулировались Комиссией по ценным бумагам и биржам как статистические рейтинговые организации со статусом общенациональных. Правда и то, что в прошлом рейтинговые агентства предоставляли свои услуги, не требуя ничего сверх положенного. Но вот уже почти двадцать лет комиссионные за рейтинг остаются обычной вещью: агентство сообщает эмитенту, какой рейтинг получают его бумаги, и берет за это деньги.

Хороший рейтинг недешев. Комиссионные обычно начинаются от 30 тысяч и могут быть значительно выше для крупной и сложной эмиссии (вроде PLUS). Впрочем, поскольку S & P приходилось заботиться и о репутации, в некоторых случаях нужный рейтинг нельзя было купить ни за какие деньги. Поначалу казалось, что с бермудски-

ми облигациями так и будет и у Morgan Stanley мало шансов получить рейтинг даже за деньги.

Проблем хватало. Morgan Stanley пытался убедить агентство, что новые облигации должны иметь рейтинг **AA—**, то есть такой же, как и **Ajustabonos**. Однако новые облигации деноминировались в долларах, а похожие мексиканские долларовые бумаги имели **гораздо** более низкий рейтинг. Morgan Stanley указывал, что лежащие в их основе **Ajustabonos** деноминированы в высокорейтинговых песо, то есть новые облигации на самом деле являли собой бумаги в песо, а не в долларах. Но для инвестора они имели вид **облигаций** с долларовой деноминацией, а рейтинги **S & P** для мексиканских долларовых бумаг были ниже **AA—**.

Тогда Morgan Stanley пошел на две ключевые уступки и в конце концов добился своего. Прежде всего, он предложил выпустить два разряда облигаций и присвоить рейтинг **AA—** более надежному. Что касается безрейтинговых бумаг с высоким риском, то они оставались за **Banamex** в качестве дополнительного обеспечения первых или, иными словами, как еще одна гарантия полной выплаты основной суммы долга по облигациям первого разряда. В качестве резервного обеспечения компания обязалась купить некоторое количество облигаций Казначейства. Облигациями первого разряда, более надежными и имеющими **высокий** рейтинг, как раз и были **PLUS**.

Во-вторых, бермудская компания должна была заранее позаботиться о наличии на своем счету иностранной валюты, чтобы Morgan Stanley мог конвертировать в доллары выплаты по **Ajustabonos**, деноминированным в песо. **S & P** наверняка показалось подозрительным, что банк хочет освоить новый рынок с облигациями, деноминированными в долларах, а не в песо. Поэтому в качестве компромисса агентство потребовало, чтобы Morgan Stanley снабдил их предостережением. В проспекте к облигациям должно было значиться: «Данный рейтинг не отражает риска, связанного с колебаниями обменного курса между долларом и новым песо». Вытребовав это предостережение и получив крупные комис-

сионные, S & P в конце концов присвоило облигациям рейтинг AA—.

Итак, Morgan Stanley согласился учесть все потребности будущих покупателей. Но это была только половина дела. Оставалось еще трудновыполнимое требование **Вапатех**: «продать» Ajustabonos новой компании так, чтобы это не выглядело реальной продажей.

Ключ к решению проблемы состоял в том, что Вапатех сохранял за собой безрейтинговый разряд облигаций. Идея чудесным образом отвечала требованиям Общепринятых правил бухгалтерского учета (ОПБУ) и заключалась в следующем. Если вы владеете некоей компанией, то все ее активы и обязательства составляют часть ваших собственных активов и обязательств. Vanamtex владел безрейтинговыми облигациями и на этом основании мог считаться владельцем бермудской компании, а следовательно, имел право консолидировать ее активы и обязательства, включая *все* Ajustabonos. В этом-то и была ловкость рук: Vanamtex оказывался владельцем компании, которой принадлежали Ajustabonos, и с точки зрения финансового учета продолжал владеть Ajustabonos, даже если получил за них деньги.

Я был просто поражен красотой этого хода: если Vanamtex сохраняет облигации, представляющие 20% Ajustabonos, то продажа бермудской компании всего остального уже не выглядит как реальная продажа. Эти 20% составят *реальный* собственный капитал компании, а крохотный пакетик акций на 12 тысяч, которым отчасти владеет бермудская женская гимназия, можно просто не принимать в расчет. Таким образом, продажа маскировалась под трансфер в рамках общего **финансирования**. Имея 20% в бермудской компании, Vanamtex был вправе не рассматривать свою сделку как продажу и «продать» 80% своих Ajustabonos, не проводя убытки по учетным книгам, — к чему он, собственно, и стремился.

Кроме того, поскольку облигации Vanamtex оплачивались лишь после погашения PLUS, эти последние выглядели гораздо более надежными. Другими словами, потенциальный покупатель мексиканских производных, обя-

**занный** помнить о возможности падения песо, теперь мог считать себя защищенным от снижения курса на **20%**. Этот **избыточный** запас обеспечения был назван «сверхобеспечением». Если, например, вы начали с **Ajustabonos** на **100** долларов, то по **PLUS** **получите** назад ту же сумму, если даже **Ajustabonos** упали до **80** долларов, поскольку **Banamex** принял на себя первые **20** долларов убытков. «Сверхобеспеченность» **PLUS** (на самом деле даже больше **20%**) была особенно привлекательна для потенциальных покупателей, и они стали слетаться на огонек. Песо могло упасть — но не на двадцать же с лишним процентов?

Облигации **PLUS** были чертовски «красивой» бумагой; ничего **подобного** рынок до того не знал: рейтинг **AA-**, высокие проценты в долларах, дополнительное покрытие в **20%**. Для крупного консервативного инвестора, вроде известных взаимных фондов, **PLUS** становились замечательным пропуском в Мексику.

И **Banamex**, и другие клиенты были так воодушевлены новой бумагой, что **Morgan Stanley** продал облигации на миллиард в **десяти** отдельных выпусках со сроками погашения от шести до двадцати одного месяца. Чтобы на корню пресечь плагиат со стороны других банков, **Morgan Stanley** объявил, что «**Peso Linked U.S. Dollar Secured Notes**» — это защищенная сервисная марка. Список покупателей напоминал настоящий «**Who is Who**» инвестиционного мира. В нем фигурировали крупнейшие инвестиционные фонды США (**Alliance**, **Scudder**, **TCW**, **Merrill Lynch Asset Management**, **Van Kampen**), многочисленные страховые компании и пенсионные фонды (**Cigna**, **AFLAC**, **Arco**), **крупные** японские и европейские компании (**Alps**, **Hanwa**, **Aoyama**, **Olivetti**) и даже штат Висконсин. Любопытное обстоятельство заключалось в том, что стоило только предложить новые производные, как к вам обязательно забредал какой-нибудь инвестиционный фонд какого-то штата.

Но самым удивительным обстоятельством, связанным с **PLUS**, был даже не интерес к этим облигациям, а то, как мало упомянутые фонды и компании сообщали своим инвесторам и акционерам о природе сделки. В **боль-**

шинстве случаев от них не требовали вообще никаких сведений, кроме, может быть, подтверждения рейтинга **АА-**. В результате участники взаимных фондов и пенсионных компаний, акционеры и немногочисленные **резиденты** штата Висконсин не имели никакого представления о том, что именно покупали их фонды и компании. Облигации **PLUS** давали возможность многим управляющим просто-напросто скрывать от клиентов свои мексиканские махинации. Они позволяли фондам, которым разрешались только минимальные риски, то есть покупка долларовых бумаг с высоким рейтингом, делать инвестиции в **Мексику** — хотя на самом деле базовой бумагой здесь была **облигация**, деноминированная в песо. На песо мог ставить теперь даже штат Висконсин.

Как **поступили бы** среднестатистические инвесторы, скажем Джо и Мэри, если бы узнали, что занесенные в портфель ценных бумаг их фонда краткосрочные облигации рейтинга **АА-** на деле есть не что иное, как привязанные к песо мексиканские «инфляционные» производные, выпущенные к тому же бермудской компанией с льготным налогообложением? Что сделали бы владельцы молочных ферм в Висконсине, если бы поняли, что их родной штат занимается спекуляциями далеко за пределами США? Наконец, как поступили бы вы сами, узнав, что ваши пенсионные накопления, которые вы считали надежно вложенными в уважаемый фонд, пошли на **PLUS**? Единственное, что оставалось на **долю** всех перечисленных, — праведный гнев по поводу того, что вы *ничего* не знали об инвестициях в Мексике, пока не стало слишком поздно и вы остались без денег. Вследствие высокого рейтинга **PLUS** считались безопасным вложением, и руководство фондов даже и не думало о чем-то предупреждать клиентов. Более того, пока не рухнуло песо, вы могли и не подозревать, что ваши деньги поставлены на Мексику.

Мексиканская сделка прочистила мне мозги так же основательно, как бутылка пива с похмелья поутру: Morgan Stanley дал First Boston сто очков вперед, группа производных сделала на **PLUS** целое состояние, и праздник только начинался.

В марте 1994 года я был уже гораздо ближе допущен к реальным решениям группы и работал над кое-какими приятными сделками. Я перезнакомился почти со всей ГПП и стал завязывать связи с другими людьми из торгового зала. Во всем банке, а особенно в нашей группе, **царило** приподнятое настроение: прошедший год был на редкость удачным, а **премиальные** — сверх всяких ожиданий. Март был временем праздника и траты денег. Группа производных собиралась **провести** свою ежегодную конференцию на Лазурном берегу, а банк в целом проводил роскошный «торговый семинар» в курортном комплексе «Breakers» в Вест **Палм Бич** (Флорида).

Эти «семинары» **пользовались** неизменным успехом у всех сотрудников Morgan Stanley: днем старшее начальство просматривало умело подобранные слайды с перечнем достижений и оптимистических проектов, а вечером продавцы устраивали всевозможные гулянки. Начальство, разумеется, хорошо понимало это **загульное** настроение и однажды заказало отелю на вечер «спортивный бар Morgan Stanley» в огромном танцевальном зале. **В одном** его конце стояло 10 тысяч бутылок пива, в другом — множество спортивных снарядов, любых, какие только можно использовать в помещении: тут было все от баскетбольных корзин до столов для пинг-понга и бильярда; можно было сыграть даже в мини-футбол **или** бейсбол (в меня несколько раз крепко попали мячом).

Вечеринку завершали поэтические упражнения одного старшего управляющего, стихи которого заканчивались так:

В конце вечера вы помнили только одно:  
Morgan Stanley всегда прав!

Поэзия сильно воодушевила народ, и еще почти час несколько солидных продавцов, одетых чуть ли не в тройки с бабочкой, играли в мини-баскетбол и кокетливо бросались ватерпольными мячами в беззащитных молодых сотрудниц. Этот вечер еще раз наглядно продемонстрировал разительный контраст между «куплей-продажей» и «инвестициями». Один изрядно набравшийся продавец

с гордостью лепетал мне: «Старик, вот мы — это класс; я тебе точно говорю: эти **гребаные** банкиры сейчас сосут свой **гребаный** коньяк и бацаются в свой гребаный бридж».

По окончании спортивных состязаний Страшила собрал желающих прокатиться на самый его любимый и крутой **стрип** в клуб «Mr. T's». В прошлом году одну даму угораздило поехать туда вместе с ним в компании сильно нетрезвых продавцов, и бедняжка все еще не оправилась от полученных впечатлений. Теперь брали только мужчин. Страшила знал досконально не только **стрип-клубы** Южной Флориды; столь же хорошо он ориентировался в Нью-Йорке и на Среднем Западе, где, собственно, и вырос. Однажды мне довелось слушать, как он обсуждал с одним **среднезападным** клиентом свое любимое тамошнее место, «Art's Performing Center»; насколько я мог судить, «Mr. T's» не годился ему и в подметки.

Когда продавцы вернулись из заведения уже заполночь, я попытался завлечь кого-нибудь на покер: мне хотелось оказать услугу самым состоятельным менеджерам и немного «освободить» их от только что полученных премиальных. Тут я набрел на группу продавцов из Калифорнии, которые от души веселились в вестибюле. От избытка энергии они буквально лезли друг на друга, скакали по плюшевым диванам и время от времени таскали друг друга на закорках. Когда я предложил сыграть в покер, они взорвались от восторга и кто-то попробовал залезть на меня. Я, признаться, небольшой поклонник подобных развлечений, особенно если «мешок» весит больше 230 фунтов.

Меня спас служащий отеля, который сообщил, что Питер Карчес, начальник отдела купли-продажи, потребовал, чтобы мы разошлись по номерам. Карчес был персоной уважаемой, и все повиновались. Но когда мы шли по коридору, кто-то из **калифорнийцев** сказал, что у него есть новая колода и две бутылки виски, так что мы рванули к нему. Некоторое время мы играли впятером, но несколько сотен достались только мне одному, что было, в общем-то неудивительно. Один из них не мог оторвать-

ся от программы «Playboy»: он буквально прилип к телевизору и громко смаковал происходящее; другой похвалялся тем, сколько клиенток ему удалось затащить в постель, а двое остальных увлеченно поносили своих жен. За игрой они почти не следили. Я, в свою очередь, вежливо слушал, время от времени поддакивал и продолжал сдавать. Я думал, что буду мучиться угрызениями совести, раздевая этих ребят, но не почувствовал решительно ничего.

Наутро все стали **разъезжаться**, и многие улетели на ранних рейсах, а я задержался, чтобы сыграть партию в гольф. Накануне я договаривался насчет гольфа с разными людьми и не сомневался, что легко найду компаньонов. Но когда я зашел в павильон, там было пусто. Я немного подождал, а потом решил сыграть **в** одиночку.

На площадке я тоже никого не обнаружил, что для воскресенья было довольно странно; но в конце-то концов, подумалось мне, играю я прилично и никогда не прочь провести время с самим собой. После нескольких лунок я заметил у себя за спиной целый караван **гольф-овых** карт: десятки машинок цепью кружились вокруг группы игроков. Я подумал, что, может, это какие-то знаменитости, и подвел свой карт поближе к ним.

Но происходило там вот что. Сеть ресторанов «Hooters» устроила коллективную вылазку на гольф при участии своих самых **хорошеньких** официанток. Каждый из господ мог приобрести себе партнершу (а это были сплошь очаровательные и весьма откровенно одетые девицы лет двадцати, выбранные, несомненно, по тем параметрам, которые призваны улучшать общий имидж фирмы) на «аукционе». Мне стало понятно, почему я никого не нашел в павильоне: мои возможные партнеры заметили девочек раньше и теперь пилились на них, окружив всю сцену сплошным кольцом карт наподобие «продавцов облигаций с Дикого Запада». Я посмеялся и отправился к четвертой лунке заканчивать свою партию.

По мере того как весь 1994 год моя группа делала на PLUS хорошие деньги, мной все больше овладевало желание на собственном опыте узнать, что это такое —

«ободрать» кого-нибудь. В First Boston мне не доводилось ни «обдирать», ни тем более «взрывать». И вот теперь, воочию наблюдая **моргановскую** деятельность, я почувствовал к ней несомненный вкус. Страшила и прочие всячески одобряли мои намерения.

Стремление «разбить клиента вдребезги» в Morgan Stanley культивировалось всемерно, и неудивительно, что я быстро подцепил эту лихорадку. Здесь ею болели все, а в первую очередь — умудренные нехорошим опытом старшие управляющие. Мои боссы были занятыми стрелками по тарелочкам и регулярно повышали свое искусство в частных стрелковых клубах; на выходные они устраивали охотничьи вылазки, а кроме того выезжали на сафари в разные места Африки и Южной Америки. Когда они кричали: «Бросай!» — несомненно, перед их умственным взором возникал клиент, летящий по воздуху.

Инстинкт убийства пронизывал весь Morgan Stanley снизу доверху. Главным стрелком был сам Джон Мак по прозвищу **Макки-Нож**, весьма неординарный президент нашей фирмы. Он имел грозную репутацию лидера, который живет дракой. Крупный, атлетически сложенный Мак, бывшая футбольная звезда из небольшого городка в Северной Каролине, неизменно производил внушительное впечатление — с ружьем или без него.

Мак был суров, но справедлив — особенно по отношению к трейдерам и продавцам. В прошлом он возглавлял отдел купли-продажи и, говорят, прознав, что какой-нибудь отдел покушается на его владения, приказывал перекрывать вход в торговый зал. Если Мак замечал недопустимое, с его точки зрения, баловство или разгильдяйство (а таковым считалось даже чтение «Wall Street Journal» в 8 утра), он говорил: «Да, парень, вот ты и опять на улице».

Пробиться в президенты стоило Маку немалой борьбы, и за свое место он держался. Несколько лет назад он устроил дворцовый переворот и сверг Роберта **Гринхилла**, когда тот катался на лыжах, развлекая клиентов. **Гринхилл** был далеко не слабак и имел крепкую группу сторонников, которую называли «племя Давидово». Но по-

сле упорной схватки Мак победил, а сторонники Гринхилла рассеялись как секта из Уэйко в штате Техас.

Мак был харизматической личностью — наводившей ужас, но при этом чертовски обаятельной. Один менеджер из **Morgan Stanley** назвал его лучшим из всех известных ему продавцов. Мак часто устраивал в группах неформальные завтраки с рядовыми сотрудниками, а у себя в кабинете держал две прозрачные банки с конфетами и автомат со жвачкой, чтобы коллеги не стеснялись зайти поболтать. Мака равно боготворили за способность произносить патетические панегирики фирме и увлекательно травить байки в каком-нибудь закутке. Его речи проникали в сердца даже **самых** черствых менеджеров. Мак мог и подначить, и прикрикнуть, но никто не сомневался, что ему по силам решить любой вопрос. Когда доверительные управляющие собственностью светской дамы Дорис Дьюк искали посредника, чтобы прекратить скандал (ходили даже слухи о каком-то убийстве) вокруг недвижимости на 1,2 миллиарда, к кому они обратились? Правильно, к Джону Маку.

Стремление Мака к мировому господству было неудержимо, но именно оно и приносило банку деньги. За несколько месяцев **ГПП** сделала на **PLUS** такие суммы, которых в **First Boston** я и представить бы не смог. Премияльные подскочили соответственно, и уже сотни сотрудников получали «куски». Два сопредседателя банка имели больше пяти миллионов долларов в год (а в последние времена и по десять) — при том, что состояние каждого перевалило за 100 миллионов. Менеджеры по производным получали миллионы, и каждый в нашей группе (не исключая меня) имел доход с шестью нулями. А сотрудники **First Boston** все еще маялись по очередям со своими чеками.

Десять лет прошло с тех пор, как **Morgan Stanley** вступил на новый путь, и в 1990-х новая агрессивная фирма стала первой звездой инвестиционного небосклона. На финансовой сцене банк (находившийся неподалеку от главных бродвейских театров) забрал себе все главные роли, одновременно выступая в двух амплуа — **дисципли-**

нированного «венерианского купца» и алчного Шейлока. Что до First Boston, то он находился на полмили восточнее, боролся за место под солнцем и играл роль шута Гоббо.

Агрессивный настрой оказался для меня новостью. Раньше я не чувствовал в себе милитаристской жилки, да и First Boston даже перед стажерами не демонстрировал никакой воинственности. Продавцы из First Boston могли, конечно, облапошить клиента, но никогда всерьез не обсуждали способы «подстрелить», «взорвать» или «ободрать». В Morgan Stanley, напротив, культивировалась чисто дикарская жестокость, и я просто поражался, насколько быстро это свирепое кредо овладевало людьми.

## Глава 5

# *FLASCO*

Вторник 12 апреля 1994 года запомнится в мире производных как несчастливый день: именно в этот день появились сообщения о первых крупных потерях на производных бумагах. Мы в ГПП были настолько горды своими недавними успехами, что поначалу даже и не заметили этого события.

Сообщения гласили, что компания Gibson Greetings, Inc. из Цинциннати, третий в США производитель поздравительных открыток, потеряла 20 миллионов долларов на сделке с Bankers Trust, которая называлась «неформальный процентный своп». Gibson намекала на эти потери еще месяц назад, когда довольно спокойно объявила об утрате трех миллионов.

Взрывная волна пробежала по всему финансовому миру. Старший финансовый управляющий Gibson Уильям **Флаэрти** всячески старался замять скандал: «Мы, — заявлял он, — считаем этот эпизод совершенно второстепенным и впредь комментировать его не будем». Но фондовый рынок отреагировал иначе: акции Gibson упали на 8% по сравнению с 12 апреля. Юрисконсульты компании из **Taft Stettinius & Hollister** со своей стороны за-

являли, что изучают детали сделки, но комментарии тоже дать не могут. Энтони Уэйнрайт, один из управляющих Gibson, высказывался в том духе, что свопы были якобы незаконными, а главный управляющий Бенджамин **Соттрайл** утверждал в пресс-релизе: «Компания больше не должна попадать в такое положение — Bankers Trust соблазнил нас на сомнительное дело. Теперь мы рассматриваем только безукоризненные варианты». Ходили слухи, что Gibson собирается подать на ВТ в суд.

В свою очередь, Bankers Trust выпустил краткое заявление, в котором утверждал, что его сделки с Gibson были законными и корректными. Ко всеобщему удивлению, выяснилось, что крошечная Gibson Greetings занимается свопами давно: согласно годовому отчету компании за 1993 год, она уже тогда имела **своповый** портфель на 96 миллионов долларов по сравнению с 67 миллионами в 1992 году. К сожалению, в свопах она разбиралась не так хорошо, как в поздравительных открытках: результаты, мягко говоря, не впечатляли, а в конце 1993 года свопы принесли миллион убытка.

Выяснялись все новые и новые факты. Так, я узнал, что в начале 1994 года Gibson купила у Bankers Trust два новых свопа, которые и вызвали провал. В одном свопе Gibson понадеялась (и ошибочно) на то, что ЛИБОР (лондонская межбанковская процентная ставка) не поднимается выше 3,9%. На каждой сотой доле процента сверх этого компания теряла 72 тысячи долларов. В другом свопе она понадеялась (и опять ошибочно) на то, что разница в доходности облигаций Казначейства со сроком погашения в 2005 году и свопов такого же срока действия не будет сокращаться. Если же разница оказывалась меньше 33,5 базисных пункта, то на каждом базисном пункте Gibson теряла 746 тысяч; потери достигали максимальной величины при сокращении разницы до 20 базисных пунктов. ВТ оценивал общие потери Gibson на этих свопах в 19,7 миллиона долларов, а сама компания объявила о

ЛИБОР — принятая в России аббревиатура от англоязычного названия London Inter Bank Offered Rate (**LIBOR**). — *Примеч. ред.*

максимально возможных потерях в 27,6 миллиона. Никто не сделал никаких заявлений по поводу целей этих операций. Никто не удосужился объяснить, какое хотя бы самое приблизительное отношение ставки Gibson могут иметь к поздравительным открыткам.

В тот же день, 12 апреля 1994 года, стало известно о другой потере на производных: Procter & Gamble Company (P & G), старинный производитель гигиенических продуктов с **полуторавековым** стажем, объявила, что расходы по ликвидации двух убыточных процентных свопов (тоже с Bankers Trust) составят 102 миллиона долларов. Это были самые крупные убытки на производных, о которых когда-либо сообщала американская промышленная компания. Председатель Совета директоров Эдвин Арцт признал: «Такие производные — крайне опасная вещь. Мы крупно прогорели и ни на что подобное больше не пойдем». P & G тоже намекала, что может подать на Bankers Trust. Финансовый директор Эрик Нельсон объяснил собравшимся в конференц-зале аналитикам, что сложность упомянутых свопов шла вразрез с политикой P & G по производным. Он утверждал, что эта политика ориентирована на «прозрачные и элементарные» свопы и что в портфеле компании больше нет и никогда не будет сложных свопов. Так и оставалось неясно, кто же в P & G несет ответственность за убытки. Казначей компании Раймонда Мейнса (который и отвечал за портфель) тихо перевели на «специальную должность».

Bankers Trust выпустил еще одно краткое заявление, где утверждалось на сей раз, что банк полностью информировал руководство P & G **обо** всех деталях сделки, «настойчиво и официально» предложил ему закрыть свопы, когда процентные ставки стали расти, но руководство P & G не последовало этим рекомендациям. ВТ предстояла непростая защита, ибо **он** был известен как продавец самых сложных производных. Репутацию банка я хорошо узнал на собственной шкуре, когда несколько лет назад во время собеседования «потерял» там миллиард. Bankers Trust считался одним из основных продавцов

всевозможных экзотических опционов и свопов, в нем же были изобретены многие сложные долговые производные. Десять с лишним лет назад банк решил, что ему трудно бороться с более крупными собратями за индивидуальных клиентов, закрыл часть отделений и переключился на ценные бумаги и консультирование крупных корпораций. Продавая производные таким корпоративным клиентам, как P & G, он сделал себе состояние, и вот теперь несправедливые богатства ВТ становились естественной мишенью для органов надзора и обманутых покупателей. Когда P & G заявила о потерях, ВТ расплывчато намекнул, что свопы составляли лишь сравнительно небольшую часть портфеля P & G.

Оказалось, что P & G, как и Gibson, покупала производные уже давно, но только в более крупных размерах. В отчете за 1993 год компания объявила, что на 30 июня 1993 года она имеет на внебалансовых счетах контракты по производным на 2,41 миллиарда долларов против 1,43 миллиарда в 1992 году. Иными словами, к 1994 году компания оказалась завязана на производные в таких масштабах, что покупатель ее акций ставил уже не столько на рост продаж стирального порошка, сколько на падение процентных ставок в США и Германии. Бремя всех подобных сделок перекладывалось на акционеров P & G. 12 апреля могло бы стать для компании хорошим днем, ибо ее квартальный доход вырос на 15%; но фондовый рынок не простил P & G убытков на производных, и акции компании пошли вниз.

Один продавец, которого **Morgan Stanley** недавно взял из другого банка, признался, что наварил миллионы, продавая P & G замысловатые производные. На одной сделке он вообще имел 2,5 миллиона — когда P & G купила нечто под названием «**квантированный** своп с плавающей кривой доходности и фиксированным сроком погашения» (что бы это ни значило). Его выводили из себя заявления P & G, которая будто бы не представляла себе последствий таких сделок; другие продавцы были с ним полностью солидарны. **Бидьют** Сен выразился так: «Это вроде жалоб мужика, который затащил к себе в по-

стель кого-то в женской одежде, а потом обнаружил, что лег-то с **мужчиной**». Он обозвал **P & G** паршивыми козлами и посоветовал нам пощипать их акции.

Два упомянутых события вызвали незамедлительную реакцию других компаний. 14 апреля казначей DuPont Джон **Сарджент** заверил руководство компании, что целью ее политики в области производных не является получение прибыли. Colgate-Palmolive Company выступила с заявлением, что ее операции с производными «направлены на снижение финансового риска, а не на получение прибыли». Финансовый директор Scott Paper Company **Базил** Андерсон сказал, что пример **P & G** способен «скомпрометировать легитимное использование производных» и что Scott имеет специальную компьютерную систему, которая «непрерывно контролирует состояние портфеля компании».

Некоторые фирмы получили упреки за чрезмерное пристрастие к производным. Аналитик компании McDonald & Company **Дейвид Гаррити** обозвал «Большую автомобильную тройку» лицемерными банками, маскирующимися под производственные компании. Действительно, у них было немало финансовых дочерних предприятий. Так, Chrysler Financial Corporation, дочерняя компания корпорации Chrysler, имела процентные swaps на 1,5 миллиарда долларов, **валютные** — на 535 миллионов, а ее «батюшка» Chrysler держал таковые еще на миллиард. Даже Goodyear Tire & Rubber Company располагала портфелем производных на 500 миллионов. Спрашивалось: кто же вообще *не держит* производных?

Попутно выяснилось, что предостережений по поводу возможных потерь тоже хватало. Еще в январе 1992 года **Э. Джералд** Корриген, тогдашний президент Федерального резервного банка Нью-Йорка, предупреждал, что серии крупных потерь на производных могут вызвать «эффект домино» и спровоцировать кризис всей финансовой системы. Корриген сказал, что свое предостережение он рассматривает как «выстрел на весь мир, который можно услышать повсюду».

Несколько месяцев спустя тот же Корриген **«стрелял»** вовсе не так далеко. Когда Goldman Sachs, главный соперник **Mogran Stanley**, нанял его в качестве советника по международным делам, Корриген уже не делал резких заявлений и в апреле 1994 года опровергал свои прежние высказывания: «Производные, подобно защитникам Национальной футбольной лиги, притягивают к себе больше надежд и проклятий, чем заслуживают. Защита — это всегда игра». Но и в отсутствие **Корригена** продолжались предостережения со стороны прочих членов Совета Федеральной резервной системы, в том числе Сьюзен Филипс и Джона Ла Вэра.

Как раз накануне злополучного 12 апреля члены Комиссии по ценным бумагам и биржам неустанно твердили о грозящей опасности. Картер Биз предупреждал, что для рынка производных «часы уже запущены», и приводил в доказательство годовой отчет Bankers Trust, в котором фигурировали производные почти на *два триллиона* долларов. Другой член комиссии, Ричард Роберте, выразил убеждение, что «некоторые производные продукты задуманы, безусловно, ради крупных прибылей фирм, торгующих этими бумагами, а отнюдь не ради удобства покупателей». Бывший председатель комиссии Ричард **Бриден** выступал с похожими предостережениями, а действующий председатель Артур **Левитт** заявил в Ассоциации дилеров ценных бумаг (Public Securities Association) буквально следующее: «Мы рассматриваем создавшееся положение как чрезвычайно серьезное и сделаем все возможное, чтобы брокеры воспринимали его с такой же **серьезностью**». 11 апреля к ним присоединился руководитель Главного **валютно-финансового** управления (Comptroller of the Currency) Юджин Людвиг; по его мнению, речь должна идти «о махинациях с производными».

Со своей стороны, Майкл Липпер, глава компании Lipper Analytical Services, консультирующей фонды, недвусмысленно предупредил, что все предостережения касаются и взаимных фондов: 475 из 1728 акционерных, облигационных и сбалансированных фондов инвестировали в производные миллиарды, но такие вложения «имеют

свойство **магически** исчезать» именно тогда, когда фондам нужно отчитываться перед пайщиками. Хотя государственное регулирование запрещает взаимным фондам приобретать производные на взятые в кредит деньги, Investment Company Institute, группа взаимных фондов в Вашингтоне, объявила, что взаимные фонды имеют производные на 7,5 миллиарда долларов (2,13% всех активов); более того, они держат еще и специальные **производные**, то есть структурированные облигации, в том числе и PERLS, на 1,5 миллиарда. Например, фонд Asset Manager общей стоимостью 10 миллиардов, принадлежавший компании Fidelity Investment, в последнем квартале 1993 года вложил 800 миллионов в **структурированные** облигации, включая долговые производные, зависящие от колебаний финских, шведских и британских процентных ставок. Облигации, привязанные к канадской процентной ставке с 13-кратным повышением, за 1993 год поднялись на 33%, но за четыре месяца 1994 года рухнули на 25%. Хуже всего было то, что профессиональные объединения фондов, по-видимому, даже и не догадывались, что покупали **облигации PLUS**.

Разумеется, до 12 апреля 1994 года голоса в защиту производных были почти столь же многочисленны, как и сейчас. Вице-президент бостонского отделения Fidelity по развитию высказался, в частности, так: «Asset Manager создан для людей, которые отличаются известной консервативностью». Но всех превзошла Джоан Медеро, юрисконсульт Orrick, Herrington & Sutcliffe и бывший генеральный консультант Комиссии по торговле товарными фьючерсами (Commodity Futures Trading Commission), заявив: «**Я не** думаю, что нужно усилить регулирование, ибо глубоко убеждена, что от жесткого регулирования рынки **не** становятся более **эффективными**».

К 12 апреля, когда вскрылись первые потери, конгресс был уже настороже. В тот же день представитель демократов Генри Гонзалес (в то время председатель сенатского комитета по банкам, финансам и городскому хозяйству) обнародовал свой законопроект о производных; в частности, он предлагал изучить вопрос о введе-

нии налога на спекуляцию производными и принять закон, запрещающий их «недобросовестное использование». Его поддерживали Эдуард Маркей и другие демократы. Маркей распространил заявление, где указывал, что весьма озабочен тем, как рынок производных расширился, выйдя за рамки группы искушенных финансовых посредников и 100 крупнейших компаний и охватив мелких и менее опытных конечных пользователей — будь то корпорации или муниципальные власти. Еще 6 апреля Маркей попросил Комиссию по ценным бумагам и биржам обратить более пристальное внимание на производные, подчеркнув, что его особенно беспокоит возможная связь между ними и скачками на рынках акций и облигаций. Республиканец Джим Лич заметил, что необходимо тщательно сопоставлять размеры контрактов с размерами компании и что ответственность должна лежать на всем Совете директоров. Гонзалес суммировал тревогу конгресса так: «Нельзя ждать, пока катастрофа разразится; мы должны продемонстрировать финансовое лидерство Америки и принять упреждающие меры».

На следующий день, 13 апреля, Банковский комитет в связи с опасностью ситуации вызвал для показаний уроженца Венгрии Джорджа Сороса, возглавлявшего объединение фондов Quantum Group с более чем 10-миллиардными активами. Сороса можно считать если не самым умным, то по крайней мере самым богатым экспертом по производным, а Quantum за свою 25-летнюю историю проявил себя как мировой рекордсмен по инвестициям.

Сорос не отрицал, что **взрывообразный** рост производных, безусловно, таит в себе опасность для инвесторов: «Их [производных] слишком много, и некоторые так сложны, что связанные с ними риски могут быть недоступны пониманию даже самых искушенных инвесторов». Он признал, что есть производные, созданные специально для того, чтобы позволить организациям-инвесторам поиграть в азартную игру, которая иначе была бы им совершенно недоступна. В частности, некие взаимные облигационные фонды покупали сложные ценные бумаги,

рискованность которых в 10 или даже 20 раз превышала официально разрешенную подобным организациям. Сорос не делал секрета из того, **что** определенные бумаги обещают крупные проценты именно потому, что несут в себе риск полной потери основной суммы долга. Он предупредил, что может произойти «расплавление активной зоны», — и в этой ситуации регулирующие инстанции должны вмешаться, чтобы сохранить целостность финансовой системы. Но закончил он на оптимистической ноте, заявив, что не видит опасности краха рынка в ближайшее время.

Тем не менее даже Соросу не удалось убедить конгресс принять хоть какой-нибудь закон, и в конце концов вся эта затея провалилась. Сорос, **Гонзалес** и **Лич** столкнулись с жестким сопротивлением: только за две предыдущие выборные кампании законодатели, по некоторым оценкам, получили от банков, инвестиционных фирм и страховых фондов пожертвования на 100 миллионов долларов.

Было ясно, что неприятности с производными только начинаются. По словам Роберта **Бальдони**, управляющего **Emcor Risk Management Consulting**, «наблюдаются очевидные признаки того, что будут приняты новые правила декларирования производных», но пока конгресс бездействует, «люди из весьма почтенных организаций продолжают проводить крайне сомнительные сделки, суть которых для их компаний неясна». 13 апреля Пол Маккей, аналитик **Dean Witter Reynolds**, заявил: «Похоже, очень скоро многие компании будут кричать во всеуслышание, что их ограбили на производных. **Procter & Gamble** — только первая ласточка».

Я хорошо помню, как все эти заявления обсуждались в торговом зале **Morgan Stanley**. **Gibson Greetings**? **Procter & Gamble**? А то, что продали *мы*, еще не взорвалось? Похоже, нет. Пока главным обвиняемым был **Bankers Trust**, а нам удалось увернуться от двух выстрелов — по крайней мере, сейчас.

Как и ожидалось, вскоре последовали другие объявления убытков, и в течение апреля их становилось все

больше. После того как свои потери на производных обнародовала Dell Computer (Остин, Техас), ее представитель заявил, что эти убытки связаны с операцией совершенно иного рода, чем у Procter & Gamble; тем не менее акции Dell рухнули на 12% за день и по «глубине падения» оказались в тот день на втором месте среди всех акций. Затем о крупных убытках объявила Mead Corporation (Дейтон, Огайо), производящая бумагу и предоставляющая различные электронные услуги. В последующие месяцы заявления о новых больших потерях на производных появлялись практически каждый день. Dell? Mead? Я просто не мог понять, как они потеряли столько денег. Если вы покупали их акции, что именно вы приобрели — акции промышленной компании или спекулянта производными? Как тут можно отличить одно от другого? По каждому поводу продавцы из ГПП клятвенно заявляли, что не продавали опасных производных, и каждый раз гулявшие по банку слухи вскоре умирали. Похоже, Morgan Stanley увернулся и от этих пуль.

Любопытно, но первая волна заявлений несколько не встревожила начальство банка; мало того, все крики ограбленных только подогревали кровавый инстинкт наших боссов. Воинственный клич президента Morgan Stanley Джона Мака встречал горячий отклик у наемных убийц из ГПП. Как только появились сведения о первых потерях, Мак заявил группе управляющих: «Пахнет кровью. Давайте прикончим еще кого-нибудь». План был таков: если у покупателей наших производных трудности и если мы сумеем убедить их в нашей полезности — хотя бы для того, чтобы удвоить ставку в надежде отыграться за следующий кон, — то на их провале мы сможем сделать даже больше денег. При мысли о потенциальных жертвах (которых эвфемистически называли «несчастный покупатель») у всех прямо слюнки текли. В то время я часто слышал от боссов: «Мы любим несчастных покупателей».

Однако мне и кое-кому из моих коллег становилось беспокойно. Реакция боссов казалась нам чересчур оптимистической и даже наивной, а призывы **Мака** — без-

**рассудными.** Мне совершенно не хотелось никого убивать, а мое юридическое образование подсказывало, что от «несчастливых покупателей» лучше держаться подальше. Надежнее, думал я, на время затаиться и, уж конечно, не предлагать новых сделок тем, кто недавно потерял на производных миллионы. Но азарт игрока взял верх над осторожностью, и я со все большим интересом ожидал приближение очередного FIASCO.

Великий день наступил в субботу 18 апреля 1994 года, вскоре после того как Procter & Gamble объявила о потере более 100 миллионов. Поначалу меня тревожил размер этой суммы, но, когда я проснулся ранним субботним **утром**, от **моих** страхов не осталось и следа. Я чувствовал гордость, потому что был новым членом спецкоманды Morgan Stanley, и еще больше гордился участием в **первом** FIASCO. Имея от Мака приказ выступить, я держал курс на стрельбище в клубе «**Sandanona**», в северной части штата Нью-Йорк. Мужественно пренебрегая дождем, я ждал на улице своего рысака.

У моей квартирki в Вест **Виллидж** меня должен был подхватить приятель, Александр (**Лекс**) **Малдьютис**. **Лекс** был настоящим «ракетчиком», но еще очень молодым. Хотя он утверждал, что ему двадцать с чем-то, я подозревал, что на самом деле ему всего восемнадцать. В колледж он ходил в ту пору, когда другие еще постигают премудрость катания на **велосипеде**. В свои двадцать семь по сравнению с **Лексом** я был стариком. Заметив, как он вырывает с **Гроув-стрит** на своем огромном «линкольне-континентале» седьмой модели, я не мог сдержать улыбки. Он подъехал к тротуару и распахнул массивную дверь. Я похвалил **роскошный** салон, и мы отправились по Восьмой авеню. Наш «линкольн» прекрасно смотрелся на фоне сутенеров и проституток с Восьмой авеню, рабочая ночь у которых заканчивалась. У нас, напротив, день только начинался.

**Лекс** толковал мне, что его седьмая **модель** — сущий истребитель, а я согласно кивал. В сущности, что мне было за дело? Я понимал, что на **Лекса** сильно влияет

Страшила, поскольку мой приятель не к месту ввернул словечко «истребитель». Молодые продавцы и трейдеры у нас обычно подражают кому-то из старших, и часто — Страшילה. Однако в этой ситуации было, конечно, нечто не совсем обычное: **«ракетчик»-тинейджер**, доход с шестью нулями, роскошная тачка с восемью цилиндрами, да еще словечко «истребитель». Поглаживая приборную панель, я чувствовал, что часть моей души совершенно согласна с **Лексом**: это действительно был *истребитель*. Я представил, как **Лекс** разъезжает по улицам с какой-нибудь **официанткой-гольфисткой** из Hooters. Может, и мне завести седьмую модель?

Потом мы некоторое время ехали молча, и я размышлял, насколько я изменился за последние месяцы. Повлиял ли на меня Страшила? На Лекса он уж точно повлиял. Личность Страшилы во многих отношениях была неотразима, и я начинал подозревать, что мы все больше и больше уподобляемся ему. Тут я убрал руку с панели. Почему два неглупых молодых человека поднялись ни свет ни заря в дождливое апрельское утро — **неужто** ради того, чтобы, если повезет, разбить на кусочки несколько мишеней? В чем же тут дело? Между тем я заметил, что на Лексе свежевыглаженные шерстяные брюки и начищенные темно-красные туфли — этот антураж через пару-тройку часов должен потерять всякий вид. Сам я был одет в джинсы и бутсы; они, конечно, тоже могут потерять вид, но это обойдется дешевле. Меня утешало только то, что Страшила не повелел нам надеть камуфляж эпохи Второй мировой войны.

Мы проехали Восьмую авеню и повернули на Верхний **Ист-сайд**, чтобы подобрать двух боссов, одним из которых был Стив Бенардет, коротышка из «банды четырех». Бенардет обычно составлял Страшילה охотничью компанию и как-то признался одному моему приятелю, что заплатил 40 тысяч за охоту на носорогов в Африке. Роскошный пентхаус Бенардета на **Ист-сайте** разительно отличался от моей квартирки в 300 квадратных футов. Многие продавцы, собиравшиеся на действо, жили в традиционно благопристойном Верхнем Ист-сайте на Ман-

**хэттене**, а потому складывалось впечатление, что здесь затевается нечто вроде военной операции. Один за другим эти подозрительно выглядевшие субъекты во фланелевых рубашках, желтых плащах и прочем хаки возникали под дождем из своих богатых апартаментов. Многие несли начищенные ружья двенадцатого калибра; у нас, правда, ничего подобного не было. Бенардет тоже похвалил Лексову машину, и мы поехали на север, в клуб «Sandanona».

**Ехали** мы часа два и в это время обсуждали последние новости о потерях на производных. Я знал, что Morgan Stanley ведет тяжбу по поводу производных, которые он продал управлению инвестиций штата Западная Вирджиния. Мы говорили об этом и еще о нескольких случаях, когда производные покупались инвестиционными управлениями других штатов, в том числе Висконсина, и некоторыми округами в Калифорнии. Я вслух поинтересовался: действительно ли производные — это спекулятивный пузырь, который может лопнуть? Почему кажущиеся консервативными инвесторы идут на такой риск? Потом мы стали обсуждать, стоило ли калифорнийским округам ставить сумасшедшие деньги на колебание процентных ставок. Боссы выразились примерно так: если мы заранее объясняем клиенту степень риска, все остальное нас не касается; клиент сам должен оценить приемлемый риск, и коли он потеряет на производных, это его проблема. Тем не менее в их словах ощущалась некоторая тревога.

Но все **наши** тревоги рассеялись, как только мы подъехали к «Sandanona». Этот старинный и закрытый частный клуб располагался в **сельской** местности на севере штата Нью-Йорк. Природа вокруг замечательная и выглядит особенно безмятежной ранним утром, когда солнце только всходит над пологими холмами и его лучи пробиваются сквозь густой **ельник**. Разумеется, мы приехали сюда не любоваться пейзажами: зачем тогда ружья и прочая амуниция? Дело в том, что при клубе находилось одно из самых обширных открытых стрельбищ. Стало быть, мы приехали стрелять.

Страшила проводил нас в здание клуба. Для FIASCO это был юбилейный, десятый год. Десять лет назад это слово считалось в Morgan Stanley таинственной аббревиатурой. Но как только выяснилось, что группа производных будет делать все больше денег, многие продавцы и трейдеры решили вскочить в этот прибыльный поезд, пока он еще не ушел. Они понимали главное: производные (чем бы они ни были) принесут им деньги. Если для этого нужны таинственная утренняя поездка в «**Sandapona**», чтобы принять участие в Ежегодных стрельбах с фиксированными ставками (Fixed Income Annual Sporting Clays Outing), и ружья двенадцатого **калибра** — то почему бы и нет? Потом, это даже забавно. Короче говоря, в 1994 году FIASCO уже было легендарным мероприятием.

Страшила объяснил нам правила: в задачу каждой группы входило ограбить и разрушить клуб. В течение нескольких часов все могут стрелять в любой движущийся предмет (желательно за исключением друг друга), но очки получают только за попадания в тарелочки. Это, конечно, совсем не походило на игрушечный **пейнтбол**, ибо ружья и патроны были настоящие. Нам предстояло выработать командный план стрельбы и проверить на прочность узы мужской солидарности (там бывали и женщины, правда очень немногие, да и то лишь в начале 1990-х годов).

Кто-то спросил, не Страшила **ли** придумал это замечательное мероприятие. Новаторские идеи вообще-то не были сильной стороной Страшилы, но в данном случае я должен встать на его сторону. Может, и не он сам придумал хитрый акроним, однако идея стрельбы по любым предметам, несомненно, родилась именно у него. Страшила подписывал всех на оружейные, охотничьи и стрелковые журналы и обладал столь обширным арсеналом, что мог вооружить целую контору: его дом в Коннектикуте был густо увешан мечами, ружьями и разнообразными предметами боевого снаряжения. Особый интерес он питал ко Второй мировой войне и регулярно посещал всякие заседания любителей военного дела. Я никогда не забуду единственный совет, который он дал мне

перед длительной поездкой в Токио, — побывать в музее самурайских мечей.

Многие задавали себе вопрос: неужели одни только военные познания Страшилы позволяли считать его пригодным для **моргановской** ГПП? Ведь господа и немногие дамы, занимавшиеся продажей производных, не зря назывались «ракетчиками» — все они имели степени по математике и неимоверно могучие мозги, а в свободное время обычно играли в шахматы или компьютерные математические игры. Стрелять без разбору было не в их обычае. Иными словами, Страшила представлял собой антипод типичного продавца производных: при своем подходящем прозвище он не имел ни степени по математике, ни мозгов. И когда он бессмысленно насвистывал «Если б я имел мозги», никто не дерзнул бы сказать, что здесь есть какое-то несоответствие. Но чем же он тогда занимался в группе производных?

Со временем, однако, этот вопрос стал возникать все реже, поскольку становилось понятно, в чем причина успехов Страшилы: его военные дарования оказались гораздо полезнее абстрактной математической **сноровки**. Вместе с другими он мог убедить «ракетчиков», что стрельба эффективнее размышления, — а это и была новая философия **Morgan Stanley**. По мере того как число адептов Страшилы росло, математические теоремы заменялись лозунгами в духе Национальной **ассоциации** стрелков (National Rifle Association): «Людей убивают не производные, а люди». Вот когда производные запретят, тогда продавать их и будет преступлением. Трейдеры и продавцы побросали свои математические журналы в макулатуру и обзавелись трактатом **Сунь-Цзы** и прочими военными руководствами. Результат не замедлил сказаться: как только милитаристские идеи Страшилы овладели массами, группа производных стала делать довольно серьезные деньги.

Продавцы легко схватывали новое и быстро набирали свирепость; все более свирепыми становились и бумаги, которые они продавали. В 1986 году типичный продавец выписывал «Time» или «Playboy», играл в гольф и торговал корпоративными и правительственными облигаци-

ями. В 1994 году тот же продавец читал «Солдат удачи» или «Оружие и боеприпасы», стрелял голубей и продавал облигации **«структурированно-масштабированно-индексированные с привязкой к взаимно колеблющимся плавающим курсам двух валют»**. И никакой случайности тут не было.

Для поднятия духа войск Страшила купил куклу «коммандос» на батарееках, которая выкрикивала военные приветствия, разместил ее на самом видном месте и называл «трейдером производных эпохи 90-х». Этому своему любимцу Страшила задавал разные вопросы о производных, потом поднимал его, нажимал кнопку на груди, и кукла четким, хорошо поставленным голосом отвечала: «Есть, сэр! Есть, сэр!»

Я оглядел несколько десятков снайперов, прибывших на турнир: все они имели воинственный вид. Когда в начале 1990-х в Соединенных Штатах конкуренция по производным стала расти, многие продавцы принялись искать потенциальные жертвы за границей, особенно в Латинской Америке, на Дальнем и Среднем Востоке. Начальство стало отправляться в заграничные деловые поездки, которые именовались «сафари» по производным, и охотиться там на «слонов», то есть заключать крупные сделки. Предстоящие операции описывались в совершенно охотничьих терминах, а кроме того, деловые «сафари» часто включали в себя настоящую охоту. Как-то раз группа старших управляющих отправилась на экстравагантный пикник в Уругвай пострелять голубей, которых они почему-то особенно любили убивать. Разумеется, это не было специальным предложением. Группа просто заплатила уругвайскому фермеру, который разводил их тысячами. Один управляющий рассказывал мне, что небо было черно от голубей, а сама охота напоминала известный эпизод из фильма **Хичхока** «Птицы». Может быть, именно легкость убийства и доставляла им такое удовольствие. Промахнуться было невозможно — почти так же, как при продаже производных. Такие охотничьи вылазки наряду с FIASCO начальство рассматривало как важный элемент тренировки в нашем бизне-

се. Тут был глубокий смысл: стрельба по живым или глиняным птичкам отлично подогрела еще более волнуемый инстинкт настоящего убийства — когда картечь сложного финансового инструмента в ключья разрывает упитанного и безмятежного **«голубя-клиента»**.

Мания убийства действовала, по-видимому, на всех, в том числе и на владельца **«Sandanona»** Джорджа Беднара. В 1986 году Беднар нарушил древние традиции и сдал свои священные земли Morgan Stanley для первого FIASCO. Несколько лет он получал за это хорошие деньги, а потом опять решил нарушить традицию и превратить «Sandanona» из довольно аскетичного сельского стрелкового клуба в роскошное заведение для корпоративных клиентов. Поэтому в начале 1990-х крупные кредиты ушли здесь на реконструкцию стрельбища и самого здания. Беднар стал принимать корпоративных клиентов и расширил традиционно местное членство клуба за счет богатой иногородней клиентуры. Так в «Sandanona» начали проводить разнообразные мероприятия помимо FIASCO.

К 1994 году философия стрелкового клуба изменилась столь же заметно, как и в Morgan Stanley. На сей раз сотрудники клуба обеспечивали нам нашу кровожадную игру (то есть возможность стрелять куда попало), а в изысканном каминном зале (появившемся после реконструкции) подавали хорошее вино. Деньги текли рекой, и клуб, подобно покупателю производных, отлично усвоил стратегию максимизации кредитов.

Короче говоря, я тоже почувствовал какой-то импульс от FIASCO и подумал: случайно ли я оказался именно здесь сегодня поутру? Может быть, вихрь, который таинственно крутит сотрудников Morgan Stanley, подбирается и ко мне? Может, я попал в него еще в 1986 году? Во времена первого FIASCO я только что окончил среднюю школу. Мог ли я чувствовать дуновение FIASCO еще тогда, в Канзасе? Потом я окончил юридический факультет, переехал в Нью-Йорк и поступил в First Boston. После FIASCO 1993 года я попал в Morgan Stanley и очутился прямо в воронке ГПП. Это все совпало, или я оказался здесь по неизъяснимому предначертанию?

Тут меня захватил Страшила и сказал, чтобы я был в его группе. Наверное, он думал, что если я из Канзаса, то стреляю хорошо; однако сильнее ошибиться он не мог. У меня же не хватило духу признаться, что в бытность юным бойскаутом я получил настоящую психическую травму, ибо никак не мог сдать нормативы на значок «Меткий стрелок» — а **требовалось** всего-то навсего, образно выражаясь, «попасть с трех раз в корову с трех шагов». Другие бойскауты, тоже из Канзаса, смеялись надо мной: присказку про «корову» они слышали, но человека, способного в нее не попасть, не встречали никогда.

**Лекс** шепнул мне, что распорядители FIASCO назначают специальный приз за самые плохие показатели. Я запаниковал и надел на Страшилу с расспросами, и он подтвердил, что, действительно, самый плохой стрелок получает особый приз и его (ее) имя гравировается на невозделенном серебряном сосуде, именуемом Кубок Крама. Кубок этот получил свое название по имени Фреда Крама, несказанно богатого и влиятельного управляющего в Morgan Stanley; однажды он участвовал в FIASCO, но потом клялся всеми богами, что ноги его больше здесь не будет, — ибо он тоже не смог никуда попасть с трех шагов. Я изучил список имен на кубке, представил себя, навечно занесенного туда же, и подумал: хорошо бы сейчас три раза щелкнуть пальцами и очутиться в Канзасе. Но Страшила прервал мои печальные мысли и сказал, что вообще-то беспокоиться пока нечего. Наша команда собиралась снаружи. FIASCO начиналось.

Стрельба продолжалась часа два, но при моем замешательстве они мне показались двумя днями. Поначалу отряды яростно атаквали «Sandanona», наполняя воздух звуками выстрелов и разбивающихся мишеней. Окрестные леса отзывались гулким эхом с неизменной последовательностью — оглушающий вопль «**Давай!**», буханье двенадцатого калибра, замысловатая ругань: «А-а-а! — бум! — ...ать!»

На стрельбище был десяток или больше площадок, и стрелки группами по четыре двигались круговым маршрутом через густой лес, пробираясь по скользким тро-

пинкам от одной площадки к другой. После нескольких перемещений эхо от выстрелов и проклятий удваивалось, а потом утраивалось. Стрелки распаялись все больше: «Давай! Бум! Плати! Давай! Бум! Получай!» С каждым выстрелом из рук в руки переходили крупные суммы.

Потом многие начали жульничать, так как из-за дождя трудно было разобрать, кто куда попадает. Если даже ты никуда не попал и прекрасно это знаешь, все равно можно уверенно заявить: «**Восемь** из десяти» — и после некоторых препирательств остановиться на шести. «Давай! Попал! Получай! Давай! Мимо! Ври, но все равно получай!»

По мере того как войны **истребляли** свои запасы напитков и сигар, качество стрельбы неуклонно падало. По прошествии нескольких часов приоритет уже безоговорочно отдавался виски и табаку. «Давай! Бум! Плати! Глоток! Затыжка! Давай! Глоток! Затыжка! Глоток! Затыжка!»

К полудню земли в окрестностях клуба были усеяны бутылками, окурками сигар и обильно политы мочой. Юбилейное FIASCO удалось на славу.

Мои опасения оправдались: я мало куда сумел попасть, но эту неудачу я намеревался свалить на погодные условия. В конце концов, дождь заливал очки, и я порой даже не видел конца своего ружья. Но если смотреть на вещи объективно, то стрелял я плохо — хоть в дождь, хоть без него. Я попробовал закрыть глаза перед выстрелом — и действительно ухитрился что-то сбить. Но после нескольких кругов подноски мишеней стали заметно нервничать при моем появлении. Я очень надеялся, что не попал ни в кого из них, хотя **полной** уверенности в этом не было. Наконец, я тоже попытался сжульничать, но и из этого ничего не вышло.

Когда мы направились в сторону клуба, кто-то стал вспоминать прошлое FIASCO. Сохранились ли хорошие старые времена? Ясное дело, нет. Стреляют, конечно, уже не так, потому что прибилося много нового народа. По прошествии десяти лет FIASCO стало символом новой агрессивной политики банка, и теперь каждый непрочь прилепиться. Создается впечатление, что стрельба по тарелочкам и охотничьи игры — главное **хобби сотрудни-**

ков, которые гуртом вступают в охотничьи и стрелковые клубы; Morgan Stanley во время коллективных вылазок специально предлагает стрелковые забавы в дополнение к традиционному гольфу.

Хотя на FIASCO 1994 года было в самый раз дождя, сигар, азарта и алкоголя, в воздухе все же чувствовалась странная нервозность. При входе в «Sandanona» один продавец сказал мне, что клуб попался в 1993 году на легкие деньги и назанимал слишком много. Становилось ясно, что клуб не сильно отличается от недавних жертв производных. Поскольку в 1994 году процентные ставки росли, он ощущал **некоторое** финансовое удушье и искал способы выплачивать свои крупные проценты.

Результаты подсчета очков объявляли в роскошном банкетном зале. Наша команда оказалась где-то посередине. Страшила завоевал третье место в индивидуальном зачете, а выиграл какой-то молодой сотрудник с внушительным результатом: 82 из 100. Прочие достижения в основном колебались между 50 и 60. Когда объявили мой результат — 35, у меня упало сердце. Я молился, чтобы у кого-то было еще хуже и повторял: «Господи, хоть бы я сегодня никого не подстрелил!» При этом я считал подносчиков тарелочек и с тревогой видел, что одного почему-то нет.

К счастью, потом объявили 9 — у одной дамы. Она не получила снисхождения, подобающего ее полу, хотя к 1994 году Morgan Stanley был конторой передовой в смысле **политкорректности**, нанимавшей и продвигавшей дам вкупе с проведением гибкой «позитивной политики» как на уровне приема, так и на уровне проникновения сквозь покровы. Но все это — в Нью-Йорке. А здесь проходило FIASCO, и на FIASCO господа оставались господами, дамы — дамами, а 9 очков были равны 9 очкам.

Я же был в полном восторге: мой результат не оставил мне ни малейшей возможности для выигрыша Кубка Крама. Значит, мне тоже удалось увернуться. Может, со скаутских времен я стал стрелять лучше, в прицел уже хорошо видел эту унижительную «корову» и мог отправить ее прямоиком в преисподнюю.

Наконец мы погрузились в «линкольн», помахали нашим добрым хозяевам, они ответили, правда, весьма сдержанно. Наверное, они уже подозревали, что **«Sandanona»** вскоре пополнит список жертв производных. Как ни грустно, **FIASCO 1994** года прошло там в последний раз, да и сама эта традиция прервалась, когда клуб оказался по уши в долгах. Позже в том же году, когда **Morgan Stanley** проводил ревизию «трупов» на предмет новых сделок, группа управляющих из ГПП почуяла «запах крови» в «Sandanona» и попробовала купить обанкротившееся стрельбище для личного пользования, но в конце концов из этого ничего не вышло.

Придя на службу в понедельник после **FIASCO**, я обнаружил, что Страшила оставил на моем столе апрельский экземпляр журнала «Shooting Sports» («Стрелковый спорт»). Так он хотел дать понять, что мои навыки нужно совершенствовать. На обложке были помещены два очаровательнейших белых кролика: они обнимали друг друга на фоне пирамиды из новеньких охотничьих ружей. Сверху Страшила **намалевал** от лица кроликов: «Привет, Фрэнк!»

Кроме того, Страшила желал довести до моего сведения, что по этим милым зверюшкам я должен стрелять без колебаний, прямо промеж глаз, ибо кролики, в сущности, ничем не отличались от покупателей наших производных. Когда клиент явно шел на контакт, мне следовало подумать, как снести ему башку, и повернуть сделку без всякой скидки на то, насколько он (или она) мне приятен. Рассматривая кроликов, я размышлял, был ли последний всплеск убытков на производных случайностью. Теоретик таинственности мог бы сказать, что такие убытки отчасти вызваны мировым заговором. Вскоре, как я убедился, это предположение оказалось недалеко от истины.

Когда Страшила пришел, он опять повторил, что инвестиционное дело сродни войне, а продавцы производных — что-то типа спецвойск. Он не сомневался, что **FIASCO** мне понравилось, но хотел, чтобы я уяснил себе его глубинный смысл. Страшילה довелось видеть самые

неприятные «производные» сражения. Однажды он был свидетелем того, как возбужденный бывший пилот с авианосца обнаружил, что купил бумаги, которых реально даже не было в наличии. Сам Страшила рассматривал любую единичную сделку как рукопашную и всегда был готов бросить клич: «Иду на вы!» перед вторжением в офис клиента. Поэтому он желал, чтобы и я перенял его образ мыслей, а FIASCO было только одним из элементов моей тренировки.

С точки зрения Страшилы, не абстрактная «ракетная премудрость», а сочетание мозгов и стрельбы сделало ГПП самой прибыльной группой в мире. В другом инвестиционном банке, таком, например, как Salomon Brothers (известные «джунгли» 1980-х годов), продавца-снайпера называли бы Большой Громила. Но к началу 1990-х инвестиционное дело заметно изменилось. Уолл-стрит перестала быть просто джунглями и представляла собой самый сложный театр военных действий, где применялись самые современные средства и где одних кулаков оказывалось уже мало: здесь нужно было уметь стрелять.

Рассматривая прелестных зверьков, я вспомнил о собственном «провале» на производных и облегченно вздохнул. В Morgan Stanley я никому не рассказывал, как «потерял» миллиард на собеседовании в Bankers Trust, и вряд ли кто-то мог об этом узнать. В конце концов, с тех пор прошло два года, да и никакого миллиарда я на самом деле не терял. Я еще раз взглянул на белых кроликов и окружавший их арсенал: немало беззащитных животных бродило по чашебам Уолл-стрит; сможет ли какой-нибудь продавец *реально* «ободрать» такую зверюшку на миллиард?

## Глава 6

# *Королева империи RAV*

В каждом торговом зале есть свой Мефистофель — человек, само присутствие которого наводит такой **ужас**, что продавцы и **трейдеры** прячутся во все щели, только бы не попасться ему на глаза. В Morgan Stanley таким зловещим вездесущим больше десяти лет отличался Джон Мак, железной **рукой** правивший **торговым** залом. Подобные личности существовали и в других банках. Например, в Salomon Brothers имелся персонаж по прозвищу Человек-пиранья, а в First **Boston** — бывший «зеленый берет», **который**, как говорили, на самом деле чуть не оторвал кому-то руку. У нас все дела вершил **Макки-Нож**.

Поэтому когда Мак перешел из торгового зала в кресло президента, после него образовалась пустота. Кому по силам было натянуть лук Мака и кто вообще мог его заменить? Питер **Карчес**, новый начальник отдела бумаг с фиксированным доходом, конечно, обладал некоторым весом, но был добрым малым, и это портило его репутацию. **Бидьют** Сен, руководитель нью-йоркской группы производных, имел **немало** шансов, ибо выглядел внушительнее прочих, да и славился свирепостью. Но позиции Сена внутри фирмы слабели, по мере того как биз-

нес перемещался в другие **страны**, и теперь он, пожалуй, больше играл в компьютерные шахматы, чем торговал производными.

И тут родилась оригинальная идея. В начале 1990-х годов Morgan Stanley проводил уже более прогрессивную кадровую политику — особенно по сравнению с First Boston. Разумеется, и в Morgan Stanley отношение к меньшинствам было довольно «полосатым»; поэтому его время от времени обвиняли (как и прочие конторы на Уолл-стрит) в дискриминации того или иного меньшинства. Но по женским кадрам он шел в числе рекордсменов: в 1994 году некоторые дамы в банке служили уже не секретаршами, а секретарши (в отличие от First Boston) не разгуливали по залу в откровенных нарядах. Избранные дамы даже участвовали в FIASCO.

Так вот, радикальная идея состояла в том, чтобы торговым залом руководила дама. По всей Америке женщин теперь продвигали на самые ответственные посты. Никого уже не удивляли дамы-министры или дамы-раввины; широко распространились подозрения, что **и** сам Бог — женщина. Но если равноправие полов явно достигло небес, то как оно могло не опуститься в преисподнюю? Может, и дьявол тоже женщина?

На этот вопрос нельзя было отвечать отрицательно, а потому начались поиски «принцессы тьмы». Выбор, правда, оказался невелик. Лишь считанные дамы (в основном довольно симпатичные) занимали сколько-нибудь значимое положение в торговом зале, и только одна из ограниченного женского контингента старших продавцов и трейдеров обладала приблизительно нужной квалификацией. У нее был подходящий характер, она быстро продвигалась и входила в число самых высокооплачиваемых главных управляющих фирмы. К сожалению, эта дама была моим боссом. Я называл ее Королева **RAV**.

Свое прозвище Королева получила от названия производных, которые **она** лично изобрела и продавала. **RAV** — это сокращение от Repackaged Asset Vehicles («реструктурированные **активы**»). Надо сказать, название было удачным. Эти активы использовались для того, чтобы транс-

формировать существующие ценные бумаги в новые производные с применением различных инвестиционных средств, в том числе трастов и специальных компаний. **RAV** обычно называли «операциями в черном **ящике**», поскольку здесь вы **помещаете** ценные бумаги в траст или компанию (то есть в «черный ящик»), где они магическим образом превращаются в производные. Облигации PLUS можно считать разновидностью **RAV**, так как с их помощью Morgan Stanley трансформировал мексиканские облигации в новые производные, а «черным ящиком» послужила новосозданная бермудская компания.

Аббревиатура **RAV** была великим изобретением банка. **RAV** имели секрет. Простые **«черноящичные»** операции были довольно обыденными: к ним прибегали почти все банки и крупные наркодельцы, а некоторые финансовые издания (например, «The Economist») даже создавали им известную рекламу. Но **моргановские RAV** имели более сложное устройство, потому и выглядели как совершенно другие сделки. В общем, это был блестящий маркетинговый ход: если бумага называется **RAV**, значит, у нее есть некий фирменный стиль.

**RAV** занимали в банке особо почетное место, поскольку приносили самые большие комиссионные. В сущности, это и были те тучные «слоны», за которыми управляющие охотились на своих «сафари». На одной сделке тут наваривались миллионы комиссионных.

Скрытую суть **RAV** мало кто понимал даже в Morgan Stanley, ибо небольшая команда **RAV** в ГПП ревностно охраняла **свою** территорию. После нескольких месяцев работы в банке меня вместе с парой младших сотрудников пригласили в эту вожаделенную команду. Здесь царила жесткая иерархия, и уже через несколько дней я на своей шкуре почувствовал, что это такое. Если где-нибудь в Morgan Stanley и существовала неограниченная власть, то именно в команде **RAV**; поэтому ее властительница несомненно была Королевой.

Королева хорошо знала обычаи правящих классов. Ее семья (в числе других богатых и влиятельных семейств) эмигрировала из Ирана незадолго до свержения шаха.

Поэтому Королева сохраняла отблеск величия монархической Персии. В ней было что-то от египетской царицы — темные глаза, длинные черные волосы, золото и драгоценные камни на пальцах и шее. Она предпочитала яркие цвета, носила дорогие шелковые шарфы в европейском стиле и костюмы из лучших магазинов Лондона. Ее сильный персидский акцент слышался даже в самых шумных уголках торгового зала. Иногда Королева вообще срывалась на родной язык, а ее английский мог быть как безупречным («Вы изволите делать из мухи слона»), так и ужасающим («Давайте захороним это в долгий **ящик**»).

Королева отличалась пламенным темпераментом и бранилась с такой энергией, словно вела боевые действия в Персидском заливе. Этих взрывов опасались все в ГПП, включая даже «банду четырех», и не без оснований. Я считая себя довольно сильным полемистом, но острый язык Королевы не раз разрезал меня на кусочки. Другим тоже хорошо доставалось. Если у Страшилы не было мозгов, то у Королевы — сердца. Я окончательно убедился в этом, когда мы беседовали о собаках, причем разговор велся через несколько дней после смерти моей собаки. Она заявила, что ненавидит любую домашнюю живность. Что тут еще прибавить?

Королева **походила** на одну агрессивную даму из Bankers Trust, к которой я попал на собеседование по поводу возможной вакансии продавца. Я до сих пор помню, с каким ужасом я следовал за ней через зал торговли облигациями, останавливаясь всякий раз, когда она задерживалась, чтобы рывкнуть распоряжение ассистентам.

Потом мы нашли пустой кабинет, она села и отбарабанила мне краткую и тщательно отрепетированную версию своего собственного резюме: «Би-эй финансы 80, эйч-би-си 85, первое место в выпуске, сотрудник здесь 86, ви-пи 88, эм-ди в прошлом году». К счастью, я знал, что «ви-пи» означает «вице-президент», а «эм-ди» — «управляющий директор»; что касается «эйч-би-си», то я думал, что это «Гарвардская школа бизнеса».

Затем она выдала более длинную очередь с перечнем всех видов облигаций, которые прошли через ее руки. Я пребывал в полной прострации и более или менее ухватил только последнюю фразу из этого словесного потока: «Что вы сделаете со штабелем **кирпичей?**»

Я был изумлен и не вполне уверен, что правильно понял.

— С чем, простите?

— Со штабелем кирпичей.

Я судорожно искал ответ, еще не понимая смысла вопроса: вот здесь, сейчас? И что она понимает под «кирпичами»? Она еще раз повторила:

— Что вы сделаете со штабелем кирпичей?

Несколько секунд я **колебался**, ибо вопрос был до странности необычным.

— Не знаю; наверное, построю дом.

— Предложите другой вариант.

Такой метод допроса окончательно сбил меня с толку: что же еще назвать? Она опять положила палец на курок:

— Предложите другой вариант.

— Вы имеете в виду **другой** вариант использования кирпичей?

Она продолжала молча смотреть на меня.

— О'кей, построю **дорогу**.

Еще один выстрел:

— Предложите другой вариант.

Тут мне подумалось, что это даже интересно. Наверное, со мной играют в какую-то тестовую игру. Вообще-то я был докой по части разных игр, а юридический факультет приучил меня, наподобие собаки Павлова, ошибочно реагировать на такие расспросы. Я **слегка** расслабился, ибо игра могла оказаться забавной, и попытался придумать что-нибудь **позамысловатее**:

— Если у меня желтые кирпичи, я построю желтую кирпичную дорогу. Вы знаете, я вырос в Канзасе.

Но Канзас не произвел решительно никакого впечатления.

— Предложите другой **вариант**.

Прекрасно, подумал я, если ей угодно играть в бейсбол, будем играть в бейсбол, и вернул мяч обратно:

- Построю стену.
- Предложите другой вариант.
- Жилой дом.
- Предложите другой вариант.
- Оформлю двор.
- Предложите другой вариант.
- Обмен ударами продолжался в нарастающем темпе.
- Построю силосную башню.
- Предложите другой вариант.
- Покрашу кирпичи.
- Другой вариант.
- Построю бейсбольный стадион.
- Что еще вы можете сделать с кирпичами?
- Растереть в порошок.
- Еще.
- Выкинуть в окно.
- Еще.
- Положить себе под ноги.
- Еще.
- Раскалить их.
- Еще.
- Выбросить из здания.
- Еще.
- Отремонтировать улицу.

Поразительно, но такая перепасовка растянулась на все собеседование. Она упорно повторяла один и тот же вопрос. Через двадцать минут я уже пришел в заметное раздражение и просто не знал, что еще отвечать.

— Еще.

Тут я впервые повысил голос и ткнул указательным пальцем в стену.

— Брошу их вот об это!

Она тоже повысила голос:

— Еще!

Я просто не мог больше это выносить. Чего она от меня добивается? И вообще, что еще *можно* сделать с этими проклятыми кирпичами?

Наверное, она почувствовала, что я скоро взорвусь, потому что я ткнул пальцем в монитор и выпалил:

— Швырну вот в это!

Она взглянула на экран, слегка пододвинулась вперед на своем стуле и рывкнула:

— Еще!

Это была последняя капля. Тут я вскочил и совершил непоправимую глупость, которая должна была убедить Bankers Trust (даже **если** он не оставил мысли взять человека, только что потерявшего миллиард) никогда не связываться со мной. Я ткнул в нее и во всю мочь завопил:

— Трахну вас по **голове**!!

Это, по-видимому, ее удовлетворило. Она встала, подала **мне** руку с ледяным спокойствием и удалилась, даже не потрудившись сказать: «Это все».

С тех пор я хорошо усвоил, как себя вести с вызывающим женским персоналом в торговом зале. Поэтому я старался не возражать Королеве, не повышал голоса, и у нас сложились вполне доверительные рабочие отношения. В ближайшие месяцы нам предстояли **сделки** по множеству разных стран; в частности, нужно было закончить операции с производными из Мексики, Филиппин и Аргентины. Мы должны были сделать кучу денег.

Но первая операция, которую я провел вместе с Королевой, оказалась настоящим бедствием. Это были бразильские бумаги, называвшиеся BIDS.

BIDS во всем напоминали PLUS, только вместо Мексики фигурировала Бразилия. Аббревиатура BIDS расшифровывалась как Brazilian Indexed Dollar Securities («бразильские ценные бумаги, индексированные к доллару»). Акроним выглядел просто **здорово\***, да и сама операция имела солидное обоснование. В середине 1994 года бразильская экономика находилась примерно в таком состоянии, как мексиканская несколькими годами рань-

Возможно, автор имеет в виду одно из значений слова «bid» — «объявление взятки» (в карточной игре), «претензия на выигрыш». — *Примеч. ред.*

ше: высокая инфляция, низкий кредитный рейтинг. Бразильское правительство выпустило облигации NTN-Ds, индексированные по отношению к доллару примерно таким же образом, как и мексиканские **Ajustabonos**, но покупать их разрешило только бразильским гражданам. Мы считали, что в США многие с удовольствием вложили бы деньги в Бразилию, и BIDS, по нашей задумке, давали для этого отличную возможность. Мы намеревались преобразовать NTN-Ds через специальную **«черноязычную»** компанию, **чтобы** их можно было покупать в США. ГПП смотрела на BIDS с оптимизмом, полагая, что по масштабу и прибыльности эта операция не уступит PLUS.

Поначалу у руля на равных стояли Королева и Страшила, но продолжалось это недолго. Мы очень скоро поняли, насколько сложен и труднодоступен бразильский рынок облигаций. Неудивительно, что ни один банк США так и не смог преодолеть паутину местных запретов. Поэтому мы наняли в помощники бразильский инвестиционный банк и тамошнюю юридическую фирму, но переговоры все равно шли трудно и изобиловали массой заковырок. Уже через несколько дней дискуссии вышли за пределы понимания Страшилы, и он лишь не к месту повторял, что аббревиатура ему очень нравится.

Страшиле и раньше доводилось иметь дело с Королевой; как оппонент она была ему совершенно не по зубам. Когда Королева вплотную занялась бразильскими бумагами, Страшила фактически самоустранился. BIDS требовали настоящей «ракетной» квалификации в гораздо большей степени, чем любые производные, с которыми Страшила вообще сталкивался, и ему это бесцеремонно давали понять всякий раз, как он открывал рот. Королева вцепилась в бразильское дело железной хваткой и легко оттерла Страшилу от руля.

Первый вклад Страшилы в подготовку операции был крайне вредоносным. Когда ГПП разрабатывала новый продукт, мы обычно привлекали некоторых продавцов из других групп. По случаю BIDS Страшила пригласил десятка полтора ведущих продавцов на латиноамериканский ланч со всякими «такое», «начос», «кесадильяс» и

напитками замысловатого цвета. Блюда, правда, оказались мексиканскими, а не бразильскими, но большой разницы, по-видимому, не было. Мы объяснили собравшимся суть операции, и Страшила произнес небольшой спич. Затем все стали есть. Последствия трапезы, сказавшиеся через несколько часов, сами по себе служили предупреждением, что Страшилу близко нельзя подпускать к BIDS.

На следующее утро мне едва удалось пройти десяток шагов от кровати до душевой кабины у противоположной стены. Я чувствовал, что сильно отравлен. К сожалению, я не мог остаться дома, поскольку мне нужно было проконтролировать действия других продавцов и узнать, как у них идут начальные переговоры с клиентами. Для BIDS этот день имел существенное значение. Поэтому я принял желудочное средство и отправился на работу.

**Приехав** в банк с некоторым опозданием, я увидел, что Страшилы еще нет и вообще торговый зал подозрительно пуст. Куда же все делись? Тут я почувствовал очередной приступ и бросился в туалет. Вернувшись в зал, я спросил у секретарши Страшилы, где ее шеф. Она не имела ни малейшего понятия. Я позвонил ему домой. Тоже глухо. Через пятнадцать минут я позвонил еще раз, и на сей раз Страшила со стенаниями отозвался.

— Эй, вы там живы? Что случилось? — прокричал я в трубку, страстно желая, чтобы Страшиле было так же плохо, как мне.

— Не знаю, — прошептал он.

— Может, съели что-то не то?

**Я-то** знал, в чем дело, и, вспоминая все «начос», опять прикидывал расстояние до туалета.

— **Передай** всем, я очень сожалею, — только и смог выдать Страшила.

Время близилось к полудню, а в торговом зале по-прежнему не было никого из вчерашних сотрапезников. Своей отравой Страшила настолько основательно подкосил лучшие силы зала, что этот эпизод я стал называть «мечь Страшилы». Потом я опять побежал в туалет и обнаружил, что все кабинки заняты. В полном отчаянии я ждал.

Наконец, из одной вывалился продавец с совершенно изможденным видом и мрачно бросил мне: «На твоём месте я бы туда не заходил», а другой добавил: «Ну, спасибо за ланч, ты, жопа! Вы же переморили весь зал к такой-то матери». Зажав нос, я постарался обойти его, но он завопил: «Скажи вашему козлу, что он труп!» Я кивнул и скрылся в кабинке.

Так одним ланчем Страшила чуть не загубил все бразильское дело. Королева была вне себя. По счастью, она либо ничего не ела на ланче, либо имела железный желудок. Как бы то ни было, в этот день она не вылезала из-за стола и полностью контролировала все дела по BIDS. С этого же дня я стал подотчетен Королеве, а не Страшילה.

Чтобы подготовить BIDS, мы целый месяц работали с юристами из США и Бразилии. В 1993 году Бразилия запретила одну бумагу, которая позволяла инвесторам помещать деньги в фондовые опционы с фиксированными выплатами. Поэтому теперь стратегия «опционного ящика» не годилась, а прочие альтернативы были связаны с большими неудобствами, включая авансовый сбор в 5% и вмененный налог в 15% с любых сумм, полученных на бразильских облигациях. В конце концов мы все-таки нашли лазейку в бразильском законе о взаимных фондах с фиксированным доходом, которая позволяла инвесторам из США покупать облигации и получать приемлемую прибыль после вычета налогов.

Главной проблемой был риск галопирующей инфляции. В Бразилии существовал весьма активный рынок облигаций и производных, но инвесторы из США находили его крайне сложным именно по причине инфляции. Бразилия отставала от других стран в реструктуризации своих долгов, и раскручивающаяся инфляция приводила финансовые рынки в полный хаос. После годов инфляции в сто и более процентов страна была вынуждена индексировать большинство цен в зависимости от ее роста. В настоящий момент цены менялись по крайней мере раз в день: бананы или кофе после полудня могли стоить дороже, чем утром. То же самое происходило и с процент-

ными ставками, которые поднимались приблизительно вровень с инфляцией. Бразилец мог получать столько процентов в день, сколько американец за год, но инфляция съедала почти все.

Нам приходилось нелегко, когда мы убеждали американских инвесторов, что BIDS не таят в себе запрещенных рисков, связанных с бразильской инфляцией. Теоретически годовая прибыль по BIDS достигала 12%, и это было невероятно много. Но *гарантировать* ее мы не могли, поскольку она колебалась в зависимости от индекса инфляции, который менялся чуть не каждый день. Многим инвесторам было не очень приятно узнавать, что свои 12% они, вполне возможно, так и не увидят.

Королева и я побывали на многих презентациях, чтобы разъяснить эти **сложности**. Я ездил в Бостон, где встречался с некоторыми влиятельными фондовыми менеджерами, в том числе с менеджерами двух крупнейших взаимных фондов новых рынков — Робом **Ситроном**, управляющим **инвестициями** в Fidelity Investments, и Марком **Сигелом**, вице-президентом и начальником отдела возникающих рынков Putnam Investment Management. Эти господа, равно **как** и десятки других, напроочь отвергли BIDS: сделка выглядела слишком сложной, а комиссионные мы просили очень большие.

Короче говоря, **операция** BIDS не пошла (если бы Страшила участвовал в ней с начала до конца, дело, наверное, обернулось бы совсем плохо). С одной стороны, нам удалось продать BIDS всего на 21 миллион долларов, поскольку мы не смогли **пробудить** интерес американских инвесторов. С другой стороны, при больших комиссионных группа даже на этих BIDS наварила полмиллиона. Хотя американцев BIDS не привлекли, мы сумели продать крупную партию мексиканскому банку, который все еще праздновал фиесту и был не прочь поживиться чем угодно.

После дела BIDS я переместился из свиты Страшилы в свиту Королевы. В пространственном отношении это составило всего несколько футов, но зато теперь я был уже в границах дворца. Страшила **решил** меня избегать.

Я числился среди злостных неплательщиков, которые задолжали 125 долларов за аренду ружья на FIASCO, но вместо того чтобы просто зайти и напомнить, Страшила прислал мне уведомление по электронной почте. Вообще для Страшилы наступили трудные времена. Его премии по меркам Уолл-стрит стали невелики, и, как говорили, он жаловался, что ему не хватает денег даже на ежемесячные взносы за новый «лендровер дискавери». Я думал, что он так шутит, но полной уверенности не было.

На новом месте я даже стал скучать по Страшиле и его шуточкам. Очередную он рассказал мне как раз перед **моим** перемещением. Она была по поводу последнего рекламного ролика **Макдоналдса**, в котором баскетбольные звезды Майкл Джордан и Ларри Берд соревнуются во все более сложных бросках с лета и каждый раз повторяют: «Прямо в кольцо» (Nothing but **net**)\*.

**Вопрос:** Что говорил Ли Харви Освальд Майклу Джордану?

**Ответ:** Из окна книгохранилища, с руки, поверх цветочков и прямо в шею (nothing but neck).

Страшила не относился к числу поклонников Кеннеди. Но я никогда не слышал, чтобы он зубоскалил по поводу покушения на Рейгана.

После неудачи с Бразилией мы решили вернуться в **наши коронные** земли — Мексику. Мексиканские банки все еще готовы были играть на чем угодно, и за несколько месяцев до Бразилии ГПП соорудила вторую серию облигаций PLUS — PLUS Capital Company II. Эта операция на 310 миллионов долларов служила своего рода образцом для каждой очередной сделки с PLUS. В PLUS II участвовали мексиканские правительственные облигации Cetes; они были гораздо проще **Ajustabonos**, которые мы использовали в PLUS I. По завершении PLUS II для разработки очередной серии PLUS требовалось только одно: найти мексиканский банк, придумать завлекательное название

\* Английское слово «net» помимо «кольцо», «сетка», «ворота» и т.п. имеет еще и значение «чистый доход». — *Примеч. переводчика.*

и продать бумаги. Много времени на это не уходило. Свою первую операцию с PLUS я провел довольно легко.

Для начала мы нашли мексиканский банк, Grupo **Financiero Serfin** (его часто называли **Serfin Securities**). Его эмблема — **золотая** птичка внутри чего-то округлого — напоминала знак радиационной **опасности**. Многие рискованные производные вполне выдерживали сравнение с ядерными отходами, но те, что покупал Serfin, особенно соответствовали такому значку.

Затем нужно было придумать **название**. PLUS III звучало не слишком **вдохновляюще**, и в конце концов мы сошлись на MEXUS — от Mexican U.S.\$ Security («мексиканские долларовые ценные **бумаги**»). MEXUS можно было писать как **MEXU\$**, а звучало оно почти как **«Lexus»\***. Иными словами, мы подавали эти бумаги как первоклассные, роскошные мексиканские производные.

Теперь оставалось реализовать продукт. Когда мы обратились к продавцам-международникам, они поначалу только и вспоминали, что о провале BIDS, корили нас за производные, обзывали MEXUS «Мексюткой» и наотрез отказывались обедать с нами когда-либо еще. Но дело оставалось делом, а комиссионные — комиссионными. Поэтому в конце концов они согласились попробовать, и мы не сомневались, что они постараются.

Кроме того, мы озаботились привлечением дополнительных торговых сил, на сей раз из Отдела индивидуальных клиентов (ОИК). Этот отдел размещался на другом этаже и пребывал в совершенно ином мире, занимаясь продажей бумаг богатым индивидуумам и **небольшим** организациям. На профессиональном жаргоне Уолл-стрит ОИК именовался «розницей», но в Morgan Stanley «розница» означала «высший класс». Если вы стоили 10 миллионов долларов и больше, вы входили в число потенциальных клиентов ОИК, а если нет, то он вас просто не замечал.

Только увидев ОИК за делом, начинаешь понимать истинный смысл слова «агрессивность». Не зря про них го-

\* Марка дорогого японского автомобиля. — *Примеч. переводчика.*

**ворили** в банке: «Толкнут родную мать за лишние полпроцента». По отношению к некоторым это было еще сильное преуменьшение. Я никогда не забуду разговора с одним продавцом из ОИК. Происходил он спустя день после объявления о кончине Шелби С. Дэвиса, известного нью-йоркского инвестиционного банкира. Когда я затронул эту скорбную тему, продавец без тени смущения поведал, что тут же связался с управляющими имуществом Дэвиса, чтобы под шумок **впарить** им немного PLUS.

Для пропаганды MEXUS мы с Королевой пришли на одно утреннее собрание ОИК и кратко объяснили суть операции. Затем слово взял тамошний менеджер по продажам. Он с восторгом поддержал нашу идею и растолковал продавцам, что на MEXUS они сделают больше, чем на любом другом. Бравые ОИКовцы, ценившие нас главным образом из-за крупных комиссионных по нашим сделкам, сильно возбудились. Правда, один продавец позволил себе усомниться в степени риска MEXUS, но менеджер отмел его вопрос как совершенно неосновательный и заявил, что выплаты по новым PLUS на 99,99% будут такими, как ожидается. Мне это показалось некоторым преувеличением.

Итак, в банке мы получили полную поддержку: вся контора твердо нацелилась на Мексику. ГПП сделала заявление, что только за последние недели подготовила латиноамериканские производные на 1,5 миллиарда. Аналитики Morgan Stanley оценивали ситуацию оптимистически и полагали, что в ближайшее время мексиканскому песо ничего не грозит. Стоимость песо была принципиальным моментом для MEXUS и прочих PLUS, поскольку их цена падала вместе с песо. Ведущий аналитик по Мексике Эрнст (Чип) Браун заявил, что снижение курса песо в настоящий момент маловероятно и пошел даже дальше: по его мнению, если «риск» и есть, так скорее он связан с непредвиденным укреплением песо. При росте курса песо менеджер ОИК оказывался прав — действительно, на 99,99% выплаты по MEXUS *могли* быть на уровне ожидаемых. В таком необыкновенно «розовом» антураже MEXUS смотрелись очень хорошо.

Разумеется, как и в любой сделке с производными, здесь встречались свои подводные камни. В один прекрасный момент (о чем никто не мог вспоминать без смеха), когда операция в основном **была** готова, вдруг выяснилось, что забыли организовать очередную бермудскую контору. Мы потом долго шутили по поводу этой паники, ибо столь прискорбная забывчивость касалась в первую очередь нас: мы не удосужились зарегистрировать сами MEXUS. В общем, как говаривал Йоги Берра, «в который раз *deja vu*». Мы тут же связались с нашими юристами на Бермудах и с облегчением узнали, что времени еще достаточно, — если, конечно, они смогут быстро выйти на местного министра финансов. А подпись министра на уставе MEXUS должна стоять *до того*, как пойдут прочие этапы регистрации. Через час юристы сообщили, что вытащили министра прямо с заседания бермудского конгресса. Короче говоря, мы проскочили.

Пока мы занимались MEXUS, ГПП вела о них переговоры с Vanamtex, нашим знаменитым партнером по PLUS I. Обычно такие переговоры имеют одну цель: убедить клиента подписать завершающий контракт, в котором зафиксированы ответственность сторон, структура сделки, ее сроки и, самое главное, размер комиссионных. Имея на руках такой контракт, ГПП могла спать спокойно. Поэтому на Vanamtex оказывалось сильнейшее давление, но банк вел себя очень неуступчиво.

Страшила в переговорах не участвовал; тем не менее он сочувствовал нашей борьбе и предложил, чтобы мы несколько оживили дискуссию, захватив на следующую встречу автомат «узи». По мере того как переговоры заходили в тупик, я все больше **думал** об убийствах и похищениях в Мексике и начинал склоняться к мысли, что Страшила, возможно, и прав. Между тем сделка была на грани срыва. Узнав о наших трудностях, **Бидьют** Сен впал в ярость **и** созвал нас к себе в кабинет. Номинально он еще вел нью-йоркскую **группу**, и мы приготовились к очередному разному.

Однако Королева, сильно уступавшая Сену по званию, держалась с ним совершенно независимо, призы-

**вая** не горячиться и уверяя, что в конце концов мы своего добьемся. В сущности, оставались два главных препятствия: размер эмиссии и уровень сверхобеспечения. Мы вели речь по крайней мере о 250 миллионах долларов, чтобы комиссионные стоили наших усилий, и считали, что инвесторы потребуют не менее 15% дополнительного обеспечения (как это и было с последними PLUS).

Слушая речь Королевы, Сен гневался все больше, а затем совершенно вышел из себя. В неукротимом желании вправить мозги этому гангстеру Херардо Варгасу из Vanamex он схватил телефон и приказал соединить его с Мехико.

Когда Варгас поднял трубку, Сен буквально взорвался. Бросив несколько обычных слов, он выпалил: «В общем, так: или вы идете на 250 миллионов и 15% **доп-обеспечения**, или до свидания». На другом конце наступило молчание. Варгас не ожидал ни самого Сена, ни такого грубого напора. Потом он довольно спокойно ответил, что ведет переговоры с Королевой и представителями группы **RAV**, что переговоры продвигаются и ему неясно, правильно ли Сен представляет себе ситуацию. Сен проигнорировал это заявление и насел снова, но ничего не добился.

Швырнув трубку, Сен в дикой ярости завопил: «Да пошло это **все...!**» — и выбежал вон. Теперь уже вспыхнула **Королева**: по ее мнению, пока все шло вполне приемлемо, и она имела железный настрой добить дело, невзирая на трудности. Vanamex относился к числу важных клиентов и служил перспективным источником будущих операций, а тут Сен посылает **Варгаса**. Она рывкнула: «Если мы сейчас завалимся, пусть он и расхлебывает!» — и тоже вылетела вон. Я остался с Маршалом **Салантом**; мы взглянули друг на друга и пожали плечами: ясное дело, всему каюк.

Между тем Сен занялся делом, которое он очень любил (наряду с шахматами), — ставками на матчи чемпионата мира. Разрабатывая сложную ставку на несколько футбольных команд, он начал понемногу отходить и бормотал: «Игра приятственная, но все это вроде как с Vanamex, все может полететь, потому что везде козлы».

Тут к нему подошел Страшила и показал таблицу опционов облигаций Brady в латиноамериканском журнале. Часть пара Сен выпустил на него.

— Вот что интересно, — забубнил Страшила, сам не зная, что хочет **сказать**, — так это список продавцов опционов.

— Красота, — отвечивал Сен, — правда, очень интересно. Знать бы только, чем.

Страшила пожал плечами и побрел к себе.

Когда Сен до конца уяснил, что Banamex ни в какую не хочет подписывать контракт, он впал в уныние и пробормотал: «Не знаю, что мне вообще тут делать». Я сочувствовал ему, но в целом думал точно так же. В числе прочего мы обсуждали вариант выхода из тупика с Banamex. Идея состояла в том, что Morgan Stanley покупает пакет опционов **«пут»**, чтобы довести сверхобеспечение с 15 до 18%. Но и это не прошло.

Однако когда группа подсчитала прибыли от сделки по MEXUS с Serfin Securities, Сен несколько приободрился. Мы, считал он, могли сделать еще больше, и похвалялся: «Еще немного, и я буду королем мексиканского **рынка**». На службу Сен грозился приходить в сомбреро. Несколько месяцев спустя, когда песо рухнуло, по залу стала гулять карикатура с заголовком **«Бидьют Сен»**, на которой был изображен нищий, протягивающий свое сомбреро за мелочью.

Мы сделали на MEXUS несколько сотен тысяч, но боссы остались недовольны. Королева повелела мне переключиться с Мексики на что-нибудь еще. Действительно, пора было двинуться в другую страну. Маршал **Салант** поблагодарил меня за MEXUS, заметив при этом, что вся операция проведена «на уровне колеса». Иными словами, я не придумал ничего нового, а вообще, заметил он, команде **RAV** нужно что-то новенькое — какая-нибудь свежая идея, способная принести комиссионных на миллион, а лучше — больше.

Замышляя грандиозные планы, я нежданно-негаданно принял участие еще в одной операции **RAV**, на сей раз на

Филиппинах. Как и в большинстве прочих случаев, идея внезапно родилась при виде чужих бедствий. Часто бывает разумнее не разрабатывать абстрактно выгодные сделки, а просто посмотреть, кому в настоящий момент хуже всех, и попробовать нащелкать новых производных в этой епархии. На сей раз страдальцами оказались, как ни странно, наши коллеги из самого **Morgan Stanley**.

Все, кто бывал на Филиппинах, уезжали оттуда с одним стойким впечатлением: «Темно». Еще задолго до того как диктатор Фердинанд Маркое вовлек страну в пучину воровства и коррупции, Филиппины славились проблемами с электричеством — частыми и сильными падениями напряжения, особенно в Маниле. Лампы сначала тускнели, потом вообще едва светились, хотя, правда, редко гасли совсем. Такие вещи случались по десятку раз на дню и продолжались иногда часов по десять.

Главным виновником безобразия была 57-летняя государственная электрическая компания, National Power Corporation; в народе ее звали NPC или Нарасог и не очень любили. Свои манипуляции с напряжением NPC проводила со времен Второй мировой войны. Филиппинцы вспоминали, что до создания насквозь коррумпированной NPC особых проблем с электричеством не было. Но после войны она набрала силу и фактически стала монополистом. По поводу бесчинств NPC ходила масса невеселых шуток, вроде такой: «Чем пользовались на Филиппинах до свечей? — Электричеством».

В течение многих десятилетий новые электростанции не строились, а старые не ремонтировались. При Марко-се NPC стала совсем уже воровской конторой; единственное утешение состояло в том, что теперь напряжение снижалось по установленному графику; его можно было прогнозировать и даже использовать вместо часов. Но к 1994 году всякая регулярность, да и сам Маркое остались в далеком прошлом, а полный хаос с напряжением при новом демократическом режиме создавал крупные проблемы для деловой жизни. Перепады оставались столь же резкими и частыми, и единственный эффект демократии заключался в их непредсказуемости.

Неудивительно, что при своей репутации NPC едва ли могла получить кредит на рынке. С какой стати вкладывать деньги в полное безобразие? Агентства присвоили NPC рейтинг ниже разрешенного для инвестиций, считая не без основания, что компания никогда не сможет заработать на своем электричестве столько, чтобы вернуть долги.

Всемирный банк, который в одиночестве кредитовал и опекал NPC, согласился помочь в ее приватизации, приветствовал означенную приватизацию как одну из немногих успешных попыток такого рода в развивающихся странах и, более того, не отказался гарантировать выплату основной суммы по новым 15-летним облигациям компании. С такой гарантией владелец облигаций вроде бы мог железно рассчитывать на свои деньги, даже если вся NPC канет в лету.

**Morgan Stanley** имел тесные связи и со Всемирным банком, и с Филиппинами. И вот ради поддержания упомянутых связей наши чопорные **инвестиционщики** решили разместить у нас очередной выпуск облигаций NPC на 100 миллионов долларов. К сожалению, им не хватило ума сначала посоветоваться с нами, а мы знали, что даже при всех гарантиях Всемирного банка инвесторы сторонятся таких бумаг. Продавать облигации предстояло «мусорной» группе нашего зала, но даже при их умении толкать низкорейтинговые облигации им не удавалось избавиться от NPC.

Пока бумаги рекламировались, клиенты все больше осаждали продавцов с вопросами по поводу энергетических беспорядков. При демократах в Маниле эта проблема стала настолько насущной, что некоторые компании использовали ее к своей выгоде — всячески пропагандировались, например, всевозможные индивидуальные электростанции. До инвесторов доходили слухи о косметических салонах со своими генераторами, которые обещали «красоту без темноты» (то есть **косметические** и прочие услуги во время любых перебоев с энергией), или о ресторанах с автономным освещением и транспарантами «Всегда светло».

Облигации NPC шли из рук вон плохо. «Мусорная» группа полностью выбилась из сил, не сумев продать почти ничего. Продавцы «мусорных» сильно страдали. Желая во что бы то ни стало избавиться от ценных бумаг NPC, пока те не рухнут, они с надеждой бросились через торговый зал в ГПП. Что нам оставалось делать? Они просили так жалобно, что нужно было помочь.

Главная беда облигаций NPC заключалась вот в чем: хотя возврат основной суммы гарантировался Всемирным банком, ежегодные проценты не гарантировал никто. Рейтинговые агентства не считали гарантии Всемирного банка достаточным основанием, чтобы присвоить всей бумаге (то есть сочетанию основной суммы и процентов) приличную степень риска. Соответственно, вся облигация получила рейтинг по низшему общему показателю, а именно по кредитному рейтингу NPC. Многие потенциальные покупатели просто не имели права приобретать подобные бумаги.

Для нас ситуация была вполне привычной. Ту же самую проблему мы решали в случае PLUS, а RAV были изобретены специально для того, чтобы реструктурировать облигации и получать высокий рейтинг. Теперь нам предстояло убедить рейтинговые агентства, что NPC — в сущности, неплохая вещь.

Я знал, что под нажимом Lehman Brothers агентство S & P недавно присвоило рейтинг AAA облигации, в которой основная сумма была полностью гарантирована, а вот проценты — не очень. В каждой облигации есть два компонента: основная сумма долга и проценты; по идее, они должны иметь одинаковый рейтинг, поскольку одна и та же бумага обеспечивает оба вида выплат. Но у NPC проценты имели «мусорный» рейтинг (рейтинг самой NPC), а основная сумма — высший (рейтинг Всемирного банка). Ценная бумага, которую продвигал Lehman Brothers, была примерно такого же свойства. Я хорошо запомнил ее, еще будучи в группе возникающих рынков First Boston. Называлась она Brady.

Облигации Brady напоминали NPC в том отношении, что выплаты основной суммы там были обеспечены бес-

купонными облигациями Казначейства США, имевшими рейтинг AAA. В то же время процентный рейтинг соответствовал кредитному рейтингу развивающейся страны, которая их выпустила, — Мексики, Бразилии, Нигерии и так далее, — то есть был абсолютно «мусорным». Хитрость, открытая Lehman Brothers, заключалась в следующем: если вы помещаете в траст Brady и добавляете некоторое количество бескупонных облигаций плюс «мусорный» процентный рейтинг, то можно убедить S & P присвоить всей этой конструкции рейтинг **AAA**. Проще говоря, сначала надо испечь любой пирог, а потом покрыть его шоколадной глазурью. Сам **пирог** — это «мусор», а вот глазурь — это лакомый кусочек; он и убеждает агентства, что ваш неказистый пирог в целом есть шоколадный торт.

При нанесении «глазури» траст реально включает три компонента: «мусорный» процентный рейтинг, процентный рейтинг AAA и такой же рейтинг на основную сумму. S & P требовало, чтобы на подобной бумаге стояло уведомление такого свойства: рейтинг AAA относится только к тем компонентам траста, которые действительно соответствуют этому рейтингу, но не к «мусорным» процентам. **Тем** не менее для многих инвесторов эта «информация к размышлению» ничего не значила. Сами по себе Brady запрещались многим крупным инвесторам, включая различные взаимные фонды и страховые компании, но в составе трастов выглядели прекрасно.

Бескупонные облигации представляли собой плодородную почву для производных и, соответственно, для всех возможных бедствий. Этими **облигациями**, которые называли еще «голыми» или Zero-облигациями, активно торговали в большинстве инвестиционных банков, а ежедневная статистика публиковалась в «Wall Street Journal». «Голые» **получили** свое название от программы Казначейства, которая разрешала инвестиционным банкам по собственному усмотрению «отдирать» купонные проценты от основной суммы долга правительственных облигаций или воссоединять их. Правительственные облигации подразумевали несколько периодических платежей; **каж-**

дый из них по сути представлял собой отдельную «голую» облигацию, или, что то же самое, облигацию с нулевым купоном, то есть погашающий платеж без купонных процентов. Когда я еще служил в First Boston, местным продавцам «голых» воздавались громкие хвалы, ибо они, по слухам, делали 50 миллионов долларов в год. В свое время First Boston заслужил репутацию «толкача голых», а Банк Англии даже попросил его присмотреть за «обдиранием» местных правительственных облигаций, которые назывались «позолоченными».

Я никогда не мог понять, каким образом продавцы «голых» в First Boston или где-либо еще делают столько денег. Это казалось просто невероятным. Рынок «голых» отличается высочайшей ликвидностью, и комиссионные здесь по сравнению с более сложными производными очень скромные. Крупные прибыли на таком рынке почти невозможно получить, если только не иметь дела исключительно с полными идиотами. Поэтому я считал, что слухи о 50 миллионах — враки или, во всяком случае, сильное преувеличение.

В ту пору я еще не знал, что парни из First Boston сотрудничают с уникальным персонажем по имени Джо-зеф **Джетт**, ведущим продавцом «голых» в **Kidder, Peabody and Company**. В своем небольшом мирке Джетт имел репутацию суперзвезды. По отчетам Kidder, на **Джетта** приходились сотни миллионов общего дохода, и компания соответственно выплачивала ему миллионы премиальных. В 1993 году Джетт был назван в Kidder сотрудником года.

В большом мире за пределами Kidder, Peabody and Company Джетт не имел такого звездного статуса, и, если говорить прямо, в 1993 году многие считали его одним из самых плохих продавцов на Уолл-стрит. Известным он стал только недавно, а его карьера на Уолл-стрит оставалась вообще незамеченной, пока он не перебрался в Kidder. До этого Джетт работал в тех же конторах, где и я: сначала в First Boston (младшим **стражером**), а потом в Morgan Stanley. Там его помнили как странного типа, которого однажды обнаружили задумчиво сидящим в ту-

**алете** как раз над торговым залом. Только с приходом в **Kidder Джетт** расцвел и быстро дошел до директора-распорядителя, а по совместительству и начальника торговой группы. Для продавцов, которые разбогатели на сотрудничестве с **Джеттом**, столь необыкновенное продвижение оставалось совершенно необъяснимым.

Как говаривал известный инвестор Уоррен **Баффитт**, если ты не знаешь, кто лопух, значит, это ты и есть. В такой роли оказалась и Kidder, Peabody and Company, ибо вскоре после того как Джетт получил 9 миллионов долларов премиальных, выяснилось, что все его подвиги — чистая туфта. Джетт не только ничего не заработал, но, напротив, наколот Kidder на 350 миллионов. Компания тут же аннулировала премиальные и уволила **Джетта**. Правда, корпорацию General Electric, которая недавно приобрела Kidder как один из инструментов игры на финансовых рынках, эта история, казалось, не очень озаботила, так как не было до конца ясно, кто же считает неправильно — Джетт или Kidder.

Но потом плохие новости последовали одна за другой. В последующие месяцы Kidder раз за разом объявляла об очередных миллионных потерях и называла виновных — старшего продавца, неправильно оценившего условия свопа; вице-президента, давшего неверные сведения о комиссионных; двух трейдеров по правительственным облигациям, потерявших деньги на нехеджированной сделке. Последним по очереди (но не по значению) в этом скорбном перечне фигурировал Клиффорд **Каплан**, 28-летний вице-президент по структурированным облигациям. Выяснилось, что Каплан не только причинил фирме убытки, но одновременно числился еще в одном месте, занимая оплачиваемый пост консультанта в американском филиале La Compagnie **Financière** Edmond de Rothschild **Banque**. Всех поименованных Kidder уволила, но один лишь Джетт испил чашу славы до конца, появляясь на обложках разных журналов, в **передаче** «60 минут» и (через несколько месяцев) на процессе в федеральном окружном суде на **Манхэттене**; впрочем, Джетт ни разу не признал, что в чем-нибудь провинился.

**Каплану** тоже перепал поток славы. Раньше он работал в Morgan Stanley, и, как мне рассказывали, устраивал себе длительные «рабочие поездки», которые проводил якобы на собственных виллах в Европе. В **Kidder** он, по слухам, получал 500 тысяч премиальных, хотя за ним числились два очевидных прокола. Во-первых, сложная итальянская операция под названием DELS (от derivative-enhanced asset-linked securities — «производные, привязанные к реальным активам») принесла убытков на 1,7 миллиона. Во-вторых, обнаружилось, что **Каплан** вел итальянскую сделку, не имея лицензии на операции с подобными ценными бумагами. По сообщению «Wall Street Journal», шеф **Каплана** приказал ему довести дело до конца, а уж потом пройти необходимые тесты.

Забавно, что уволили Каплана отнюдь не за это, а за сокрытие от начальства второй работы. В один прекрасный день банк Rothschild обратился к Kidder с просьбой возместить расходы по кредитке Каплана, который купил себе в числе прочего меховое пальто. Именно это пальто и принесло Каплану мимолетную известность. Через некоторое время после **скандала**, 2 июня 1994 года, Каплан отправил письмо в «Wall Street Journal», где утверждал, что никогда не приобретал мехового пальто и тем более за него не платил, а начальство Kidder якобы прекрасно знало о его работе в Rothschild.

Обвинения против **Джетта** выглядели неизмеримо серьезнее. Как он смог потерять 350 миллионов долларов? Учетная система Kidder позволяла трейдерам крупно ловчить: они покупали, например, «голые» облигации, а потом продавали, но по отчетности проводили завышенную цену продажи. Дело в том, что на «голых» стояла номинальная цена облигации, с которой «обдирались» проценты, но поскольку они представляли собой только часть исходной облигации, то и стоили соответственно. Возьмем облигацию стоимостью 1000 долларов с таким же номиналом. «Голую» ее можно купить, допустим, за 200, но обозначенный на ней номинал остается прежним — 1000 долларов: разница между реальной стоимостью и номиналом очевидна. Помните «приведен-

ную стоимость»? 200 долларов — это и есть «синица в руках».

По сути дела, учетная система **Kidder** позволяла купить «голую» **облигацию** за реальную цену и тут **же** «продать» ее по номиналу; так вот и рождались фиктивные прибыли. Но в действительности-то «голая» продолжала стоить 200 долларов, а вовсе не 1000; иначе говоря, реальная прибыль здесь невозможна. Неясно, был ли **Джетт** единственным тайным пользователем этой двойной бухгалтерии или его покрывал кто-то из высшего начальства. Тем не менее факт остается фактом: во-первых, учетная система **Kidder** не смогла предотвратить махинации на 350 миллионов долларов, и, во-вторых, **Джетт** до увольнения возглавлял в **Kidder** всю торговлю «голыми». Выходило также, что сколько-то из потерянных 350 миллионов перекочевало в **First Boston** и фигурировало в тамошней отчетности как часть 50-миллионной прибыли на «голых».

Скандал в **Kidder, Peabody and Company** стал достоянием общественности, но мало кто знал, что и в других банках многие занимались **фальсификацией** отчетности для раздувания своих успехов. Конечно, по сравнению с **Kidder** это была сущая мелочевка. Максимум, что могли трейдеры в других банках, — это от случая к случаю записывать завышенную продажную цену и в какой-то день получать «больше», чем на самом деле. Хотя подобные «наценки» оставались весьма распространенным и практически неуловимым явлением, обычно они ограничивались каким-нибудь днем. Очевидная незаконность подобных операций мало кого волновала, и если они не получили достаточно широкого распространения, то лишь потому, что многие учетные системы безошибочно отлавливали более или **менее** крупные расхождения. В **First Boston** трейдеру ни за что не удалось бы (по крайней мере, как я себе представляю) выйти сухим из воды, если бы он утаил потери в 350 миллионов.

И вот теперь мне тоже предстояло вписать главу в длинное сказание о «голых». Я знал, что у **Lehman Brothers** все прошло хорошо, но вместе с тем относил **значитель-**

ную толику успеха на счет удачного акронима. Их бумаги назывались **BIGS\***, от Brady Income Government Securities («правительственные ценные бумаги с доходом Brady»), они всем нравились, и компания продала их более чем на 100 миллионов долларов.

Я предложил превратить неликвидные NPC в нечто вроде BIGS. Сумма основного долга в NPC имела рейтинг AAA (как и в облигациях Brady). Если мы поместим облигации NPC в траст вместе с некоторым количеством «голых», нам, вполне возможно, тоже удастся убедить S & P присвоить всему «пирог» рейтинг AAA. Во всяком случае, шансы у нас есть.

Продавцы стали зубоскалить насчет того, что это чистой воды надувательство. Я с ними не спорил: в конце концов, многие наши производные были таким же надувательством. Но когда все уяснили, что эта операция (пусть и надувательская) вполне реальна, продавцы из ГПП пришли в полный восторг: если наш трюк пройдет и S & P присвоит высший рейтинг хлипким филиппинским бумагам, NPC вполне можно будет загнать.

Застолбить за собой идею операции было нелегким делом. Тем не менее я был полон решимости заслужить эту честь, даже если я **и** не совсем заслуживал ее на фоне более старших по званию коллег. Любые **RAV**, включая тот траст, который мы делали для NPC, нужно было хорошо назвать. Бермудскую компанию для PLUS мы в свое время называли PLUS Capital Company; BIDS шли через NTN Capital Company. Чтобы зафиксировать мою роль навечно или хотя бы на те пятнадцать лет, которые отводились на погашение облигаций, я умолил боссов назвать бумаги моими инициалами. Операция называлась **FP Trust**; для публики это было подано как First Philippines Trust, но в ГПП все знали, что FP на самом деле означает Frank **Partnoy**.

Теперь, когда NPC именовались в мою честь, я должен был обеспечить им успех и выступал примерно в роли главного администратора **FP Trust**. Я приложил все

\* В переводе с англ. «big» — большой, крупный. — *Примеч. ред.*

усилия, чтобы ввести продавцов Morgan Stanley в суть операции, регистрировал заинтересованных клиентов и участвовал в многочисленных переговорах. Сама по себе операция выглядела исключительно простой. По NPC платили 9,75% годовых, а мы только добавляли 0,5% казначейских «голых» («глазурь»), чтобы довести годовую ставку до 10,25%. Но в этом и заключалось все дело. Основную сумму гарантировал Всемирный банк, а облигация в целом (или *существенная* ее часть, если присмотреться к уведомлению) имела от S & P рейтинг AAA. Мы тщательно изучили нашу базу клиентов и нашли почти сотню самых разных, кому можно было предложить такие бумаги.

Я присутствовал на нескольких презентациях и был разочарован: клиенты не спешили покупать; они так и эдак вертели облигации, но в последний момент раздумывали и переходили к другим. Один опытный продавец, которому я объяснил ситуацию, пообещал свести нас с президентом крупной страховой компании; она находилась как раз по соседству. Перед встречей я спросил, как он оценивает наши шансы. Откинувшись в кресле, продавец усмехнулся и ответил, что беспокоиться нечего, а потом невнятным **бостонским** говорком стал меня поучать: «Я тебе кое-что скажу, Фрэнк. Запомни, это основа основ нашего бизнеса». Тут он сделал драматическую паузу, а потом закончил: «Если облигацию нельзя продать с двумя билетами на хоккей и бутылкой вина *впридачу*, значит, ее нельзя продать вообще».

Вероятно, это был лучший урок, какой я получил в Morgan Stanley. Захватив для вящего эффекта приятную даму из исследовательского отдела, мы отправились на встречу. Штаб-квартира компании располагалась через несколько домов от нас на Восьмой авеню, и мы попали туда довольно быстро. Нас провели в просторный конференц-зал, где уже ждал президент со своим сотрудником.

Мой спутник **объяснил**, что представляет собой наша облигация. Президент выслушал его с интересом, но заметил, что до сих пор не покупал никаких филиппинских бумаг. Вообще, продолжал он, его часто убеждают

«пройтись на сторону», но ведь существует объективное препятствие в виде официального запрета приобретать неамериканские бумаги. Наше предложение в этом смысле не является исключением, а к тому же Филиппины слишком далеко, и лучше он купит что-нибудь поближе к дому. Мы не захватили ни хоккейных билетов, ни вина, да и вряд ли от них был бы толк.

Мой приятель не скрывал разочарования. Разумеется, его мало волновала дальнейшая судьба **FP Trust**; но вот сорвать комиссионные на этом дельце он был совсем непрочь. Тут я подумал, что мы можем переменить тактику и предложить нашему хозяину варианты «поближе». Правда, там не было моих инициалов, но комиссионные-то все равно оставались? Несколькими годами раньше я подрабатывал продавцом в **Макдоналдсе** и там хорошо освоил искусство «ненавязчивого сервиса». Если, например, вам заказывают чизбургер и жареный картофель, непременно нужно предложить: «Не желаете ли к этому яблочный пирог?» В **Morgan Stanley** мы действовали точно так же. Если покупатель хочет иметь обычную казначейскую облигацию, его нужно спросить: «Не возьмете ли вдобавок структурированную производную?» Зачастую покупатель соглашается или, во всяком случае, продолжает расспросы.

Если страховая компания не берет филиппинское блюдо, надо предложить ей еще что-нибудь вкусненькое, подумал я и спросил президента, как он относится к Латинской Америке. Он ответил, что об Аргентине, пожалуй, еще поразмыслил бы. По счастью, у меня были с собой кое-какие маркетинговые материалы по одной аргентинской операции, в которой я тоже участвовал. Президент сказал, что идея любопытная и что он с нами свяжется. Когда мы прощались, мой спутник подмигнул мне.

Однако главная задача — найти покупателя на **FP Trust** — так и оставалась нерешенной, причем перспективы выглядели не очень радостными. Некоторые клиенты заявили, что не намерены оплачивать игры рейтинговых агентств. Один продавец рассказал с неприят-

**ным** чувством, как он пытался толкнуть облигации своему клиенту. На доске в конференц-зале он написал «совершенно секретно», объяснил, каким способом «ракетчики» из ГПП убедили S & P присвоить бумаге рейтинг AAA и закончил свою лекцию словами: «Ну что, у тебя, должно быть, встает на это дельце?» (эта фаллическая коннотация обозначала сильное желание купить бумаги). Клиент лаконично отвечал, что у него не только *ничего* не встает, но что продавец, пока будет выметаться, волен выбрать любой из **четырёх** вариантов его ответа:

1. Не Страшили ли, члена ушастого, это задумка?
2. Не на что здесь вставать, а вы, **мальчики**, хотите слишком жирный куш.
3. Если все так здорово, трахните сами себя.
4. Я зайду к страховым контролерам и выложу им все про это дельце.

Более шестидесяти клиентов проявили примерно такой же интерес или снабдили наше предложение сильными комментариями. Seriously удалось зацепить только трех, но зато в их числе оказалась Ассоциация страхования американских учителей (Teacher's Insurance Association of America), известная как **TIAA** или просто Teachers. Эта крупная и солидная контора управляла пенсионными фондами учителей **средних** школ. FP Trust ей настолько понравилась, что она решила приобрести больше половины пакета. Как учителя средних школ могли пожелать, чтобы их пенсии зависели от состояния энергетической компании на далеких Филиппинах, осталось выше моего понимания. Но поскольку Teachers сделала погоду, два других инвестора охотно раскупили остаток.

В любой операции, даже такой, где нужно просто приобрести «голые» облигации и поместить их в траст, главная нервотрепка наступает в «день калькуляции». В этот день Morgan Stanley должен был купить «голые» и сообщить клиенту окончательную стоимость **FP Trust** вплоть до цента. Оба дела производились мгновенно, по

телефону или, скорее, телефонам. Поэтому в сей знаменательный день мы хотели иметь под рукой несколько свободных аппаратов.

Любой человек с Уолл-стрит может рассказать свою кошмарную историю о телефонных проколах. Мне особенно запомнилась такая. Один трейдер вышел в туалет, а на телефон посадил молоденькую стажерку. Только он ушел, как раздался звонок, и стажерка сняла трубку: «Ну что, мы готовы на 100 миллионов?» Не зная, как ответить, она в панике промямлила: «Да». — «О'кей, сделано», — подытожил собеседник и повесил трубку. Эти бумаги, конечно, тут же пошли вниз, и вернувшийся трейдер обнаружил, что приобрел их на 100 миллионов с громадным убытком. Нет нужды говорить, что трейдеры очень не любят, когда им без разрешения покупают бумаги на 100 миллионов, тем более падающие в цене. Стажерку уволили на месте.

После этого случая в большинстве инвестиционных банков новых сотрудников стали снабжать «тренировочными» телефонами, в которых не было микрофона. Они служили для той же цели, что и съемные страховочные колесики на велосипедах — предохранить начинающих от травм в первое время, — и, в общем, справлялись.

Я стажировался уже много лет назад, и на всех моих телефонах стояли микрофоны, хотя в дни калькуляции я иногда желал, чтобы их не было. За калькуляцию сделки обычно отвечает один человек. Если это вы, то вы смотрите на несколько экранов и говорите по нескольким телефонам, а за спиной стоят ваши менеджеры и заглядывают вам через плечо. Каждые несколько минут кто-нибудь из них громко комментирует изменения чисел или хочет узнать, сколько денег мы сделаем. Напряжение бывает настолько сильным, что после первой своей калькуляции по производным некоторые молодые сотрудники или сотрудницы не могут сдержать слез.

За калькуляцию **FP Trust** отвечал, естественно, я; к счастью, она прошла довольно гладко. Мы купили «голые», сбывли их трасту вместе с нашими облигациями NPC и все посчитали: ГПП продала FP Trust только трем

покупателям на 48,4 миллиона долларов. Я был вне себя от счастья.

Мне же предстояло рассчитать и окончательный размер комиссионных. Один процент от суммы сделки составлял 484 тысячи. Мы хотели выйти на миллион, и я знал, что два с лишним процента за такую крупную и рискованную сделку — это в самый раз. Я все тщательно проверил, чтобы не ошибиться. Да, я сделал первый миллион: комиссионные вышли почти на 1,2 миллиона долларов.

Больше, чем менеджеры из ГПП, радовались только продавцы «мусорных». У них скопились неликвиды на десятки миллионов, и они очень боялись, что придется отдать их с убытком. А тут с помощью ГПП они тоже получили прибыль. Не внакладе остались и **инвестиционщики**, которые поддерживали отношения со Всемирным банком и Филиппинами, а к тому же получили несколько сотен тысяч комиссионных за размещение облигаций NPC. Все были довольны: мы спасли положение и сделали больше миллиона. Кого волнует, что через несколько лет все эти учителя могут остаться без света?

Плохая новость появилась много позже: агентство S & P уведомило меня, что **уточняет** рейтинги нескольких **моргановских** производных, включая FR Trust. Бумаги сохраняли рейтинг AAA, но к нему добавлялся индекс «R» (от «restricted» — «с **ограничением**»). Таким образом, FR обозначались теперь **AAA<sub>R</sub>**, и это было просто ужасно. Но самое главное, мы *проморгали* грозящую опасность. А ведь уже больше года назад S & P объявило, что намерено пересмотреть рейтинги гибридных ценных бумаг, где производные сочетались с обычными долговыми инструментами. Тогда же директор агентства сообщил, что предполагается снабдить рейтинги особым индексом, который будет иметь следующее значение: рейтинг S & P квалифицирует лишь *принципиальную кредитоспособность* эмитента, но отнюдь не *степень вероятности* того, что он *реально* выплатит все в полном объеме. После крупного провала Procter & Gamble производные стали притчей во языцех, и агентство решило взяться за дело.

Я чувствовал полное опустошение. Моя гордость и радость, мое «производное» дитя навеки запятнано клеймом R. Хуже того, наши безупречные послужные списки отныне тоже маркируются этой кровавой буквой. А самое плохое, мне нужно сообщить об этом всем. Один не очень сообразительный продавец спросил: «Но если рейтинг долгосрочный, какое они имеют право так быстро его менять?» Главный «мусорный» трейдер тоже вышел из себя: «Да пошли они! Пусть сами и **расхлебывают**». Я напомнил, что единственным человеком из S & P, с которым я имел дело по FP Trust и который реально присвоил рейтинг, была женщина. Он немало удивился, но повторил: «Все равно, пусть идет к такой-то матери».

Я думал, что **Бидьют** Сен будет гневаться, но когда он следующим утром ворвался на очередное совещание ГПП, его **возмушала** лишь слишком длинная повестка дня, которую мы изучали. После совещания Сен подошел ко мне и пробормотал: «Ребята из этой группы вроде прокаженных. Надо как-то выбираться». Не зная, что ему ответить, я просто кивнул и вышел. Несколько недель спустя, когда появились новые заявления о потерях на производных, Сен, стоя посреди зала, вопил: «Еще одна статья о производных, и я сыграю в ящик!» Было очевидно, что последние катаклизмы крепко выбили некоторых боссов из колеи. Даже обычно здравомыслящий Маршал **Салант** являл признаки умопомрачения, ибо высказывал загадочные подозрения, что смерть бывшего президента Никсона может дорого обойтись нашему бизнесу.

Лишь один менеджер из ГПП сохранял железное спокойствие среди печальной реальности — Королева. Когда я сообщил ей новости, ее хватка стала только крепче и сомкнулась на моей шее. Она повелела мне объяснить, почему S & P присвоил FP Trust индекс R и почему мы в конце концов провалились на этом деле. Сказать по правде, у меня не было ответа; я вполне допускал, что агентство, вероятно, было право, потому что наши облигации, конечно, не дотягивали до AAA. Несколько человек остановились, чтобы послушать, что я скажу. Но я

не собирався ни врать, ни изворачиваться: нам действительно поставили клеймо R, и ничего путного по этому поводу я **сказать** не мог. Поэтому я совершенно честно ответил: «Не знаю».

Тут Королева вспыхнула. Мне тогда еще не объяснили, что главное правило торгового зала гласит: никогда не произноси слов «не **знаю**». Когда они все-таки сорвались у меня, Королева весьма громко крикнула буквально мне в ухо, что «не знаю» — *неприемлемый* ответ. Поглазеть на мою порку собралось изрядное общество.

Я отвечал, что был не в курсе, что нельзя говорить «не знаю». Это признание продемонстрировало, что я невежа в квадрате. В торговом зале можно заявлять любую чушь, изъясняться до **последней** степени пошло и мерзко, но *эти* слова — табу. Стоит вам их произнести, и **можно** остаться без головы.

Королева кивнула какому-то менеджеру и сообщила ему, что я сказал. Он неодобрительно покачал головой. Наверное, подумал я, они собираются вымыть мне язык с мылом. Мои попытки защититься, как я теперь понимаю, выглядели откровенно жалко. Я только и сказал (причем совершенно искренне):

- А что, если я **действительно** не знаю?
- В гробу я видала, что ты «не знаешь».
- Но если я на самом деле **не** *знаю*, что мне делать?
- Да плевать, неважно что, но боже тебя упаси еще хоть раз сказать «не знаю».
- Но я **и** вправду *не знаю*.
- Во имя всех святых, *чтобы я больше не слышала этого!*

Так я на собственной шкуре узнал, что игра в производные — это ритуальное действо, во время которого нельзя оступиться ни разу. Хотя ГПП и наварила больше миллиона на FP Trust, у Королевы в памяти отложится только одно: я ответил «не знаю», а сделка помечена индексом R. Все положительные аспекты мгновенно улечиваются. Я очень гордился, что бумаги носили мои инициалы. Но теперь я был бы рад выскрести это название из моего послужного списка. FP Trust обильно фигу-

**рировали** во всех проспектах и рекламах — и в банке, и у множества клиентов. Иными словами, тысячами нитей я был привязан к первой сделке с индексом R в истории ГПП. Я сидел в глубокой заднице.

Я испытывал слишком большое отчаяние, чтобы сохранять здравый рассудок. Об этом свидетельствует тот факт, что за сочувствием я обратился к Страшиле. Что мне было делать?

Страшила посоветовал полностью скопировать операцию Lehman Brothers: BIGS — Brady Bonds. Если *им* это удалось, говорил он, то чем мы хуже? Я никогда не стремился копировать чужие ходы до точки, да и сама идея вызывала у меня сильную неприязнь: раз мы собираемся откровенно своровать задумки Lehman, значит, у нас самих за душой ничего нет. Но как бы там ни было, плагиат не прошел ни по какой статье, и весь следующий месяц у меня начисто пропал.

Мы попробовали прокрутить операцию BIGS во всех возможных вариантах. Для начала взяли облигации Brady, добавили процентной «глазури» и сменили название. Страшила предложил труднопонимаемое «Credit Enhanced Duration Notes» («кредитные бумаги повышенной длительности»). Это CEDN звучало несколько **идиотски\***, но тем не менее было гораздо лучше прочих придумок Страшилы, вроде **BREAST\*\*** от Brady Repackaged AAA Securities Trust («траст реструктурированных бумаг Brady AAA»), **BRAS\*\*\*** от Brady Repackaged Asset Securities («реструктурированные активы Brady») или **LSD\*\*\*\*** от Latin American Securities Derivatives («латиноамериканские производные»). Удовлетворенно хмыкая, Страшила говорил, что клиенты непременно «встали» бы на BREAST

\* В переводе с **англ.** «cede» — «сдать» (территорию), «уступить» (в споре). — *Примеч. ред.*

\*\* В переводе с **англ.** «breast» — «грудь». — *Примеч. ред.*

\*\*\* Одно из значений (разг.) **англ.** слова «brass» — «бесстыдство». — *Примеч. ред.*

\*\*\*\* LCD (ЛСД) — сильный наркотик. — *Примеч. ред.*

или BRAS. Возможно, в его словах и была доля истины, но на CEDN не «встал» никто.

Некоторые клиенты отказались сразу же, заявив, что и 1% комиссионных при таком невнятном рейтинге — это много. Страховые компании опасались (и вполне справедливо), что хотя Национальная ассоциация страховых агентов (NAIC) и присвоила бумагам Lehman Brothers рейтинг NAIC-1 (то есть высший), она могла понизить наши облигации, уяснив, что они не дотягивают до AAA. Ужасная буква R пугала всех.

Прознав о наших зловключениях, Королева разгневалась, хотя и по несколько необычной причине. Ее никак не задевали отказы клиентов покупать бумаги со скользким рейтингом, но вот наше согласие брать только 1% комиссионных буквально выводило из себя: «Как вы могли заявить *один* процент? — гремела она. — Надо требовать *два!*»

Поскольку с нашими внутренними клиентами дело не пошло, я **решил** прозондировать почву в других странах. Мне было известно, что некоторый интерес к подобным бумагам проявляли в Токио. Вопрос **стоял** так: каким **образом** можно превратить облигации Brady с долларовой деноминацией в **производные**, деноминированные в иенах? **Иеновые** Brady уже **существовали** в природе, но их нельзя было достать в таком **количестве**, чтобы провести приличную операцию. Имея на руках долларové бумаги США, очень накладно осуществлять валютный своп и обменивать доллары на иены при погашении Brady, средний срок жизни которых составляет **25—30** лет. Причина этого в том, что для хеджирования такого свопа нельзя воспользоваться государственными японскими облигациями, имеющими срок погашения самое большее 20 лет. По моим подсчетам, переводение платежей из долларов в иены могло обойтись дополнительно в десять базисных пунктов, а это лишало операцию почти всякой прибыльности. Короче говоря, дело было принципиально возможным, но запутанным и **требовало** хотя бы одной поездки в Токио. К этому, однако, я был еще не готов.

Тем временем **наши** «производные» собраты в лондонском отделении Morgan Stanley корпели над собственным дельцем. Несколько лондонских банков провернули выгодные сделки с итальянскими производными, причем использовали похожий рейтинговый трюк. Появились сообщения, что в операциях участвовали J. P. Morgan и Goldman Sachs. Насколько мы понимали, это были типичные **RAV**, основанные на итальянских государственных облигациях. Операция проводилась в три этапа. Сначала деноминированные в лирах итальянские бумаги помещались в специальную компанию. Затем эта компания осуществляла своп с банком, чтобы поменять лиры на доллары США. Наконец, она выпускала облигации, деноминированные в долларах. В результате этого процесса достигалось главное: облигации получали рейтинг AAA. Основной вывод вырисовывался совершенно ясно: рейтинговые агентства — ключ к самым прибыльным производным.

Итальянские бумаги удались по той же самой причине, что наши мексиканские **PLUS**: облигации в местной валюте имели более высокий рейтинг, чем в иностранной. **Лировые** облигации шли под индексом AAA, а долларовые — нет. Помещая бумаги, деноминированные в лирах, в специальную компанию и проводя своп с этими AAA, вы магическим образом получаете итальянские облигации с тем же рейтингом AAA, но в долларах. Presto\*. Совсем как PLUS.

Насколько я знал, в мире облигаций AAA царило великое разнообразие. Не так давно ряд банков (в том числе Citicorp и J. P. Morgan) решили извлечь выгоду из этого обстоятельства и завели дочерние арбитражные конторы. Компании с названиями вроде Alpha Finance, Beta Finance, **ARGO** или Gordian Knot делали деньги элементарным способом: покупали самые дешевые облигации AAA, а в уплату за них выпускали собственные, более дорогие бумаги с таким же рейтингом. Этот способ был сродни печатанию денег и держался в глубокой тайне. Вы

Очень быстро (*итал.*).

могли убедить S & P присвоить вашим облигациям рейтинг AAA на том **основании**, что вы сами покупаете (в качестве обеспечения) бумаги исключительно с таким же рейтингом, — хотя, парадоксальным образом, ваши покупки имеют меньшую стоимость, чем ваши собственные обязательства. Толика финансового колдовства плюс дутые AAA — и вы получаете печатный станок с вечным двигателем.

Воспроизводя итальянскую сделку, Morgan Stanley столкнулся с **двумя** проблемами при подготовке документации. Первая, традиционная — подбор подходящего названия. Поскольку спецкомпания нашего лондонского филиала регистрировались, как правило, где-нибудь в Люксембурге или Нидерландах, список предполагаемых названий нужно было подавать на утверждение за несколько дней до регистрации. Этот список рассматривался, и по истечении приблизительно пяти рабочих дней вам сообщали, **годится** ли из него хоть что-нибудь. Однажды наши продавцы представили почти тридцать вариантов, но голландцы забраковали все. В последний список отчасти ради шутки включили название Gopher (имя персонажа из телесериала «Корабль любви») и, по иронии судьбы, именно его и утвердили. Один клиент из **Японии** узнал, что продукт будет называться Gopher, спросил, что это такое, и к своему ужасу обнаружил, что gopher — это грызун\*. В Японии грызуны считаются плохой приметой, поэтому суеверный японец решил не участвовать в игре. В итальянской операции дело пошло легче. Из дюжины названий быстро отобрали вариант, предложенный одним старшим менеджером в Лондоне, — Eagle Pier: это было название **карибского** курорта, которое никому не резало слух.

Второй проблемой **всегда** оставалось агентство S & P. Никто, разумеется, специально не фиксировал рейтинг итальянских государственных облигаций в американском агентстве. Итальянская **экономика** была далеко не первой в Европе, но рейтинг AAA для бумаг, деноминиро-

ванных в лирах, никогда не вызывал сомнений. Для большинства стран действует следующее правило: если их кредитный рейтинг по иностранной валюте АА или выше (а для Италии так оно и было), то по собственной валюте им автоматически присваивается рейтинг ААА. Деноминация, безусловно, имеет значение, поскольку той же Италии легче напечатать лиры для выплат, чем аккумулялировать валюту под долги в долларах. S & P находило вполне убедительным, что если облигации получили рейтинг ААА в одной валюте, банковский перевод в другую валюту тоже имеет рейтинг ААА, значит, и новые облигации достойны того же. Иными словами, итальянское дело проходило. Оставалась только одна загвоздка: кто-то должен был заплатить S & P, чтобы оно присвоило рейтинг итальянским облигациям в лирах.

Лондонские коллеги просили кого-нибудь переговорить с S & P на месте по поводу Eagle Pier, и я связался с аналитиком агентства. Он повел себя очень уклончиво, заявляя, что кредитный рейтинг ААА по лирам для Италии он не может ни подтвердить, ни опровергнуть, а кроме того, не имеет права давать официальные заключения, поскольку оценку итальянского рейтинга никто не заказывал и не оплачивал. Раз, продолжал он, Morgan Stanley идет на операцию с итальянскими государственными облигациями, то они получают ААА, если мы за это заплатим. А присвоение рейтинга мелким производным стоило неизмеримо дешевле, чем оценка кредитоспособности целой страны, и мы, конечно, не собирались платить за ААА для всей Италии.

К счастью, S & P охотно шло на компромиссы. Мы предложили не квалифицировать нашу сделку как операцию с итальянскими облигациями, а вместо этого считать, что в ней участвуют бумаги одной из семи европейских стран, долговые обязательства шести из которых уже получили рейтинг ААА. Разумеется, все прекрасно знали, что на самом деле мы имеем дело именно с **ИТАЛЬЯНСКИМИ** Облигациями, но S & P вполне устраивала неопределенность выбора из семи стран. Они соглашались присвоить нашим бумагам рейтинг ААА без комиссионных

за всю Италию, поскольку Eagle Pier, по мнению агентства, не дает основания считать, что AAA относится к Италии. Если бы у кого-то возникло подобное подозрение, S & P вполне могло заявить, что в операции задействованы облигации одной из шести стран, уже имеющих оплаченный рейтинг AAA. Таким образом, наше изделие напоминало револьвер с одним патроном в барабане. В ситуации «русской рулетки» S & P за соответствующие комиссионные готово было присвоить продукту рейтинг AAA, хотя и понимало, что, когда Morgan Stanley нажмет на курок, из ствола может вылететь только итальянская пуля.

Изошренность наших последних **RAV** приводила в изумление меня самого. Знал ли хоть кто-нибудь об этих сумасшедших сделках? А что, если бы о них пронюхали, скажем, в «Wall Street Journal»? Может, *они* до сих пор ничего не знают, или это *мы* что-то проморгали? Мне захотелось выяснить, что же на самом деле журналисты думают о нашем бизнесе. В «Wall Street Journal» как раз готовилась большая конференция по производным, и мне удалось раздобыть туда приглашение.

На конференции присутствовали многие известные комментаторы, писавшие о последних катастрофах с производными; были на ней и представители большинства ведущих инвестиционных банков. Вел конференцию Дуглас Сиз, шеф отдела рынков и финансов «Wall Street Journal». Из числа прочих сотрудников газеты мне попались на глаза штатные репортеры — Барбара Доннели **Гранито**, Лаура **Джерески**, Стив Лайпин и Джеффри Тейлор; они ежедневно выпускали заметки на самые разные финансовые темы — по поводу банков, регулирования, **хеджинговых** фондов, акций высокотехнологичных компаний и, конечно, производных. Эти люди принадлежали, несомненно, к числу самых информированных финансовых журналистов в мире. Еще я заметил кое-кого с Уолл-стрит — Фреда Чепи, начальника отдела маркетинга производных из Chase Manhattan Bank, Патрика Томпсона, президента New York Mercantile Exchange, и Лесли

Пала, управляющего из **Capital Markets Risk Advisers** (он консультировал по производным как жертв, так и мошенников). Кто-нибудь из них, думал я, обязательно заведет речь по крайней мере о видах производных, которые мы продавали. Любопытно, что спросят журналисты, и смогут ли банкиры отделаться словами «не знаю»?

К моему разочарованию, вопросы и ответы отличались крайней банальностью. Никто и словом не обмолвился ни о каких производных, хотя бы отдаленно напоминающих наши последние операции. Репортеры о них явно ничего не знали, а банкиры если и были в курсе, то хранили молчание. Правда, в один момент всплыл вопрос, в какой мере последние производные приемлемы для инвесторов. Прозвучало несколько историй об инвесторах, которые пошли на экзотические свопы, подразумевавшие, например, возведение в куб индекса процентной ставки, скажем ЛИБОР. Подобные сделки были, естественно, чистой спекуляцией, ибо «кубические» обязательства клиентов по ЛИБОР фактически не страховались столь же «кубическим» свопом по ЛИБОР. Но представители банков не захотели признать, что для определенных инвесторов такие свопы неоправданно рискованны. На вопрос, какого рода страховку (*hedge*) может подразумевать своп с «кубическим» индексом, Фред Чепи полусерьезно ответил, что своп и есть страховка с «кубическим» индексом. Эта увертка несколько развеселила публику, и один профессор-юрист заметил в заключение, что самые приятные ограды (*hedge*) — в японских садах. Прискорбный уровень обсуждения свидетельствовал, что никто из присутствующих, похоже, не докопался до наших сделок. Что же нужно, чтобы об этом заговорили?

## Глава 7

# *Не поминай лихом, Аргентина!*

Мария Эва Дуарте Перон, более известная как Эвита, жена аргентинского политика Хуана Доминго Перона, скоропостижно скончалась в 1952 году, не дожив до 34 лет. Ровно через 40 лет после ее смерти Республика Аргентина выпустила самые гнусные облигации в своей истории. Если бы Эвита дожила до этого дня, то, пожалуй не только была бы оскорблена в своих лучших чувствах, но и умерла бы от осознания происходящего безобразия.

Выпущенные на неимоверную сумму 5,5 миллиарда долларов облигации получили название **Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales**, но в народе немедленно родилась аббревиатура **BOCON**, что по-испански означает *пустозвон*. Центральный банк Аргентины эмитировал «пустозвоны» 1 сентября 1992 года в качестве законных требований, консолидировавших общую задолженность правительствам провинций, поставщикам, отставникам, пенсионерам и выигравшим гражданские иски к правительству. Было выпущено несколько серий новых облигаций, причем наигноснейшей из них стала «пустозвон» Pre4.

В чем же крылись причины, позволившие дать это довольно резкое определение? Прежде всего, в течение первых шести лет после эмиссии по облигациям серии Pre4 проценты не выплачивались. Конечно, это было более чем удобно для Центрального банка Аргентины, но отставники и пенсионеры в восторг не пришли. Инвесторов, согласных купить облигации, на каком-то этапе бесприбыльные, найти **вообще-то** можно, если облигации эти эмитированы кем-нибудь достойным доверия, но к Аргентине последний термин вряд ли применим. Далее, при начислении прибыли использовался метод сложных процентов: приобретая Pre4, вы могли рассчитывать на **100 долларов** дохода, в следующем **месяце** — уже на **100 долларов** 43 цента, в **следующем** — на **100 долларов** 79 центов и т.д. Становилось проблематичным просто удержать в памяти стоимость облигаций. И наконец, с того момента как вам все-таки начинали выплачивать проценты, общая сумма долга, накопившаяся за шесть лет, уменьшалась. По мере того как в течение 48 месяцев вам выплачивалась основная сумма долга, ваши процентные платежи, исчисляемые от суммы долга на данный момент, сокращались, причем совершенно непредсказуемым образом. Таким образом, вы полностью теряли ориентировку в выплачиваемых вам в течение 48 месяцев суммах. Через шесть лет после эмиссии вы имели бы 2,08% поступлений от общей суммы долга (какой бы она ни была) ежемесячно вплоть до 48-го месяца, за который вы должны были получить 2,24%, причем проценты высчитывались по сложной формуле исходя из оставшегося долга. Довольно хитрая схема, не так ли? Эвита от такого вряд ли пришла бы в восторг.

Владельцы «пустозвонов» Pre4, за небольшим исключением, были не в состоянии определить, обманывают их или нет, и облигации популярностью не пользовались. Но и это еще не все, поскольку потенциальным инвестором следовало подумать о том, действительно ли через шесть лет Аргентина начнет выплачивать прибыль или возьмет и передумает. Большинство инвесторов считало риск дефолта по облигациям **Pre4** очень и очень высо-

**ким**, и «пустозвоны» доверия не вызывали. Были и другие малопривлекательные аспекты. Налог на прибыль по облигациям, если бы, допустим, таковая вдруг все-таки начала выплачиваться, был непостоянным; Центральный банк имел право выкупить ценные бумаги в любой момент, причем без штрафных санкций. В сложившейся ситуации наблюдался лишь один просвет: номинал **Pre4** был установлен в долларах США, но особой роли это не играло, так как аргентинское песо не так давно было привязано к доллару из расчета один к одному.

После того как руководство посоветовало мне присмотреться к аргентинскому рынку производных ценных бумаг, я не сразу решил заняться **Pre4**, поскольку объектов для моего внимания было более чем достаточно. Но уже приближался конец года, требовалось на чем-то остановиться, доказав **тем** самым, что мы умеем работать, с одной стороны, и имеем право на премию — с другой. **К** тому времени в поисках сделки года на рынке производных бумаг мы уже переворошили Мексику, Бразилию и Филиппины. Настало время Аргентины.

Прежде всего мы начали думать, что можно сделать с облигациями **PLUS**, предусматривающими обмен аргентинского долга на мексиканский. Мы попытались обратиться аргентинские облигации **FRB**, гораздо более привлекательные, чем **Pre4**, в **RAV**, а **RAV** продать американским инвесторам. Но добиться высокой оценки надежности для этих бумаг оказалось невозможно, и многих потенциальных покупателей это отпугнуло. Сверхпробивной продавец **PCS** попытался найти покупателей, но и у него ничего не вышло.

Наша следующая попытка потерпела неудачу в связи с высокой степенью риска, связанного с **Argentina Brady Bonds**, бумагами также более привлекательными, нежели **Pre4**. Мы хотели разделить обязательства по **Brady Bonds** на три части: краткосрочные проценты, долгосрочные и выплату основного капитала. Разные части этой сделки мы предложили различным инвесторам, и в том числе Аргентине, получавшей возможность продолжить политику, направленную на консолидацию **задолженно-**

сти. Потенциальные инвесторы отказались от участия в сделке, наша встреча с аргентинскими чиновниками также плодов не принесла. Высокопоставленные чиновники даже не пожелали прийти, чиновники помельче опоздали на несколько часов, а от нашего предложения отказались немедленно. Мы недоумевали. Да как же можно такое представить?! Республика Аргентина воротит нос от самого Morgan Stanley!

Третья наша задумка заключалась в реализации достаточно радикального предложения по реструктуризации всей аргентинской системы ипотеки жилья по американскому образцу, осуществленному более десяти лет назад. Нас обнадеживало то, что Banco **Hipotecario**, аргентинский ипотечный банк, для финансирования первоначальных покупок закладных на жилье нуждался более чем в четырехстах миллионах долларов. Ипотеку можно было бы объединить так же, как она была объединена в США. Множество ипотек Banco Hipotecario были просто невыполнимы, особенно низкопроцентные кредиты, предоставлявшиеся из политических соображений, в связи с чем Доминго Кабайо, новый министр экономики, приказал банку нормализовать деятельность. Для помощи в разработке нашего предложения мы наняли аргентинский банк, не одну неделю составляли план, но Республика Аргентина до нас так и не снизошла. Один из чиновников заявил: «Пирожных слишком много, а вот мяса не хватает».

Тем не менее, для того чтобы сбить нас с ног, трех ударов оказалось недостаточно, и мы продолжили охоту на аргентинском рынке производных. Клиенты доложили, что Goldman Sachs уже провернул на этом рынке крупную сделку. Один из сотрудников ГПП смог оперативно **раздобыть** копию посвященного этой сделке проспекта Goldman Sachs. Из него следовало, что банк приобрел «пустозвоны» на определенную сумму, упростил их, использовав производные ценные бумаги, и продал получившихся уродцев американским инвесторам. Банку облигации достались почти бесплатно, а американцы вложили в них более 100 миллионов долларов. По нашим подсчетам заработал Goldman Sachs, мягко говоря, неплохо.

Мы совершенно **бесстыдно** украли схему сделки у Goldman Sachs. Сама идея достаточно проста, но в произведенной банком операции **было** несколько недочетов, которые следовало устранить. Goldman Sachs использовал **серию Pre2**, напоминавшую в общих чертах **Pre4**, но чуть более привлекательную. Однако мы решили, что чем хуже, тем лучше. Из всех аргентинских облигаций, как я уже говорил, Pre4 были наигнуснейшими, а значит, и **наидешевейшими**. Таким образом, мы получили возможность сделать условия продажи упрощенных **Pre4** еще более привлекательными для инвесторов, нежели упрощенных **Pre2**. Подумав, мы выбрали **Pre4**.

Схему торговли нашими **Pre4** можно разбить на три этапа. Во-первых, мы поместили эти долговые бумаги в находившийся на Каймановых островах траст. С этого момента и до срока погашения облигаций, а именно до сентября 2002 года, любые выплаты по Pre4 должны были производиться этому **каймановскому** трасту. Во-вторых, мы заключили соглашение между трастом и Morgan Stanley, в соответствии с которым права на все выплаты по **Pre4** вне зависимости от сроков их осуществления переходили к Morgan Stanley, а траст получал 14,75% годовых. Поскольку по Pre4 проценты вообще не выплачивались, Morgan Stanley просто кредитовал траст этими 14,75%, по крайней мере на первых **порах**. Никто не спорит, что предоставление кредита Кайманам было делом весьма рискованным, поскольку для этого Morgan Stanley приходилось самому занимать деньги, которые ему никто и никогда не вернул бы в случае объявления Аргентиной дефолта по **Pre4**. И наконец, завершающий этап: в рамках упомянутого соглашения траст для получения процентов должен был выпустить вторичные **бумаги**.

Эти бумаги были просты для понимания, по ним выплачивался очень высокий **процент** — 14,75%, а финансировались они, в частности, Morgan Stanley. Для потенциального инвестора вторичные бумаги выглядели гораздо более внушительно, нежели непосредственно облигации **Pre4**. И действительно, проценты по ним выплачивались **незамедлительно**, а сумма, от которой начислялись про-

центы, оставалась неизменной, то есть прибыль можно было подсчитать с самого начала. По сравнению с Pre4 бумаги стали настоящей манной небесной.

Инвесторам наши условия понравились, и продавались эти бумаги весело, несмотря на нашу неспособность придумать им звучную аббревиатуру. Бумаги были названы «**Repackaged Argentina Domestic Securities Trust I**», аббревиатура же получилась **RADS**, что по-английски произносится почти так же, как и слово «крысы», и я думаю, читатель поймет, почему мы старались называть их просто «**Pre4 Trust**». Инвесторы согласились, что название — не главное.

История с Pre4 Trust развивалась по сценарию RAV, которыми мы торговали весь прошлый год. Во-первых, мы нашли облигации, которые не покупались за пределами США или из-за высокой стоимости, или по другим причинам. Причиной непопулярности BIDS стало регулирование, PLUS и **FP Trust** — показатель кредитоспособности заемщика, **Pre4** — бессмысленность их покупки. Таким образом, мы нашли способ, позволяющий привлекать деньги инвесторов-неамериканцев и справляться с мешающими покупке проблемами. Наш способ дал возможность осуществлять сделки с весьма ощутимой прибылью.

Как правило, в ходе каждой сделки у нас был один основной покупатель. Если вспомнить RAV, то в этой роли выступали простые и суровые страховые компании, часто со Среднего Запада. Pre4 Trust исключением не стали, и основной заказ поступил от страховой компании из сердца страны. Прочие покупатели были, наоборот, весьма утонченными. В их число вошли **Serfin** — тосковавший по спокойной жизни мексиканский банк, взявший логотипом знак радиационной опасности, несколько значительных американских инвестиционных компаний открытого типа и даже какое-то число агрессивных организаций, обслуживающих частных клиентов. Тем не менее даже самые утонченные и изощренные клиенты, скорее всего, не понимали механизма сделки. Было невероятно тяжело подсчитать стоимость обмена бесстыдных платежей на платежи простые. Для подсчетов такого рода

мы создали сложную компьютерную модель, но не верю я, чтобы хоть один из покупателей оказался способен повторить наш подвиг, поскольку если бы оказался, то не стал бы платить **Morgan Stanley** на несколько миллионов долларов больше, чем тот отдавал трасту. Эти лишние деньги и составили нашу прибыль.

В отличие от эпизода с **FP Trust**, в процессе работы с **Pre4 Trust** у нас было на удивление мало выматывающих бесполезных переговоров, но один случай я забыть не в силах. Один из младших продавцов — молодой высокий блондин — добился аудиенции по поводу сделки у директора компании, занимающейся частным размещением ценных бумаг, кредитованием и страхованием, и попросил меня сопровождать его на встречу. Я согласился, поскольку мне захотелось оценить, как этот парень беседует с клиентами.

Встреча прошла хорошо, я объяснил, что такое **Pre4 Trust**, и директор, очень привлекательная дама, заинтересовалась. Она задала несколько уточняющих вопросов, мы обсудили ряд других совершенных ее компанией сделок. Блондин мой все больше молчал и не сводил с директрисы глаз. После того как **дама** нас покинула, он отвел меня в сторону и сказал, что все обдумал самым тщательным образом и готов сообщить о своем решении.

Деловым тоном он произнес: «Нет, не буду я ее трахать. Не хочу, и все **тут**». Несколько удивившись, я посмотрел **на** продавца, ожидая от него смеха или хотя бы улыбки, но так и не дождался. Парень был совершенно серьезен. Хотя он не размышлял ни о специфике сделки, ни о вопросах клиента, одну важную проблему на этой встрече он все таки разрешил: даму эту он трахать не станет. А кроме того, **Pre4 Trust** она все равно не купила.

Некоторые инвесторы беспокоились, сможем ли мы выкупить их бумаги по справедливой цене. Многие покупатели хотели оставить эти бумаги у себя лишь на несколько лет и, так как бумаги были настолько необычны, они волновались, смогут ли найти покупателя кро-

ме Morgan Stanley. Другими словами, люди просто боялись, не оставит ли их Morgan Stanley с носом.

Надо признать, что основания для подобных опасений имелись. Один управляющий фондом из Сан-Франциско отказался от Pre4 Trust, поскольку, по его словам, ситуация напоминала историю с PERLS «шведская корона/швейцарский франк», купленными им у нас. Бумаги эти упали в цене со 100 долларов до 75 практически за одну ночь. Мы уверяли продавца, что Pre4 Trust ни капли не похожи на PERLS, но гарантировать, что клиенты ничего не потеряют, все равно не могли. Проблема выросла до размеров первостепенной. Morgan Stanley мог принять обязательство выкупить ценные бумаги, но не обещал сделать это по достойной цене. Как мы могли предугадать положение дел на финансовых рынках, а особенно в Аргентине?

Несмотря на отдельные случаи, продавались Pre4 Trust, как я уже говорил, хорошо. Около дюжины инвесторов сочли наши условия приемлемыми и пошли на сделку. Всего же мы продали Pre4 Trust на 123 миллиона долларов.

Как правило, производные бумаги, прибыль на которые начисляется ежемесячно по принципу сложного процента, приносят 1—2%. Тем не менее инвесторы с таким трудом вникали в подробности ситуации с Pre4 Trust и им было так тяжело оценивать их стоимость, что они соглашались платить за них больше, чем могли бы получить. Прибыль от Pre4 Trust составила около четырех миллионов долларов, и таким образом эта сделка вышла на первое место среди сделок с производными бумагами в 1994 году, став моим первым «слоном». Группа производных впала в эйфорию.

Тем не менее менеджер группы предостерег меня от головокружения от успехов, поскольку хотя инвесторы и гарантировали нам приобретение этих бумаг, денег от них мы еще не получили. Pre4 Trust были бумагами достаточно сложными, и на то, чтобы обсудить документацию, распространить окончательные проспекты и закрыть сделку, требовалось не меньше недели. Одной из **стоящих** нер-

ВОВ сторон моей работы стало то, что даже после продажи сделка не была завершена. Сделка с **Pre4 Trust** могла расстроиться в любую секунду до закрытия и получения нами денег.

Особенно меня нервировало, что в ту неделю я должен был закрывать сделку один. Все остальные просто сбежали из города. У Королевы нашлось срочное дело в Мехико, где надо было обсудить другие сделки с представителями **мексиканских** банков. Прочие члены команды **RAV** ушли в отпуск. Маршал **Салант** заявил, что он в меня верит и я способен сделать все сам.

В то время как я работал по закрытию сделки с аргентинскими и американскими адвокатами, некоторые продавцы из ГПП пытались довести до моего сведения, что четыре миллиона долларов прибыли — это не такие уж и большие деньги. Один из них заявил, что как-то раз сначала сделал заем, а потом на свопе получил восемь миллионов. Другой сказал, что на сделках с производными они получали и 5 и 10% прибыли. Даже **Бидьют** Сен уязвил мое самолюбие словами, что 4% — это, конечно, хорошо, но не отлично, и мы должны брать больше — десять, двадцать и так далее пунктов. Я не мог поверить ребятам из группы производных, будто они получили 20% прибыли со сделки хоть раз в жизни, поскольку это невозможно даже при безграничной тупости покупателя. Финансовые рынки функционируют в условиях конкуренции, и средняя прибыль составляет менее одного процента. Я гордился сделкой с **Pre4 Trust** и считал сделки с производными долговыми бумагами с многомиллионной прибылью уникальными. Прибыль же в четыре миллиона долларов стала самой большой, о которой я слышал. Так что я старался пропускать подобные комментарии мимо ушей.

Закрытие сделки шло своим чередом. Я должен был взять на себя заботу об аргентинской стороне, что подразумевало переговоры с аргентинскими адвокатами и аргентинским банком, игравшим роль зрителя облигаций **Pre4**. В Аргентине каждый банк и каждая компания считали своим долгом убажить меня музыкой, без

которой, по их мнению, американец не выживет, — «Звездно-полосатым флагом», так что я был рад вернуться в США и услышать другую мелодию. В качестве поверенных мы выбрали **Cravath, Swaine & Moore**, агрессивную старомодную фирму, которую группа производных бумаг предпочла компании **Davis, Polk & Wardwell**, традиционно осуществлявшей юридическое обслуживание **Morgan Stanley**.

Сделка с Pre4 Trust сопровождалась двумя серьезными неприятностями. Во-первых, встал вопрос, имеем ли мы право называть бумаги Pre4 Trust производными. Вдохновленный беседой с одним из партнеров выбранной нами юридической фирмы, я решил написать в проспекте большими буквами, что мы торгуем *производными* бумагами и вложения в них рискованны. Я рассудил, что если кто-нибудь и предъявит иск Morgan Stanley, то можно будет ответить: клиентов никто не дезориентировал, убеждая в отсутствии риска в сделке, более того, об этих бумагах было без обиняков сказано «производные».

Хотя к тому времени этот **термин** и приобрел популярность, тут крылся один нюанс. Каждый знал, что бумаги **Pre4 Trust** — производные, но тем не менее я считал, что недвусмысленное заявление об их природе упрочит позицию фирмы в любом судебном процессе, который возможен в будущем. Мы закончили редактировать начисто, добавили термин «производные» и отправили проспекты в печать.

Когда Королева **RAV** вернулась из Мексики, я вручил ей только что опечатанный проспект и доложил: все идет по расписанию. Проспекты были уже на пути к инвесторам, а одну большую коробку я припас, чтобы на следующий день раздать продавцам. Через несколько минут до меня донесся вопль, от которого кровь застыла в жилах. Королева взорвалась, углядев в проспекте слово «производные». Она начала орать на меня, употребляя все приходящие в голову эпитеты:

— Черт тебя подери! Тут написано «производные»! Они не производные! Почему производные? Кто тебе сказал, что эти бумаги производные?!

Я попытался объяснить, как именно это слово может нам помочь в любой тяжбе. Королеву не интересовало, поможет ли оно и что по этому поводу сказал партнер юридической фирмы. Рассвирепевшая дамочка и слышать не желала, что она будет иметь дело с производными бумагами, поскольку термин успел приобрести нехороший оттенок. Я получил приказ приостановить распространение проспектов до изъятия **из** них гнусного слова. Когда же я продолжил настаивать на своем, Королева приволокла Маршала **Саланта** и убедила его в необходимости предать дьявольское слово забвению. Я сопротивлялся еще несколько минут, спросив, по-прежнему ли мы называемся группой производных бумаг или нас уже переименовали? Осталась ли в названии ГПП буква П? Действительно ли мне предлагают пустить коту под хвост невероятно сложную сделку из-за одного слова? Все было бесполезно.

«Нет, — сказала она. — Прекрати рассылку, а свою чертову коробку спрячь». Так что когда забредший на огонек продавец попросил экземпляр проспекта, он услышал душераздирающий крик: *«Heeem!»*.

Я еле успел уломать Federal Express не рассылать проспекты, связался с корреспондентами и на случай прокола со стороны Federal Express велел уничтожить всю «криминальную литературу» до последнего **листочка**. Кроме того, мне пришлось позвонить в юридическую фирму чтобы попросить вычеркнуть грязное слово «производные» из проспекта и заново отпечатать тираж. Мне обещали устроить тщательный обыск на предмет нахождения известного, но запрещенного к употреблению слова во всем **шестидесятистраничном** документе.

Я сходил с ума и от уверенности в своей правоте, поскольку если эта сделка проводилась не с производными бумагами, то следовало упразднить само понятие производных вообще. Задавая Королеве вопрос, не хочет ли она оставить себе старые проспекты как сувениры, я и в мыслях не держал издеваться над ней, но она взорвалась: «Меня не интересует, что ты с этими хреновыми проспектами сделаешь! Хочешь — сожги, хочешь — оклей

ими свой сортир, только чтобы я больше о них не слышала и их не видела!»

После того как допущенные цензурой проспекты распространили, а **документы** для завершения сделки подготовили к подписанию, нам оставалось только дожидаться торжественного дня. По плану сделка должна была завершиться в ближайший понедельник. К пятнице, 30 сентября, были закончены последние мелочи. Все разъехались на выходные, а я остался в офисе до вечера, чтобы убедиться, что ничего не забыл. Кроме меня на этаже никого не было. Без того бедлама, который устраивали свирепые трейдеры и франтоватые продавцы, было непривычно тихо и спокойно. И тут зазвонил телефон. Вот и настало время рассказать о второй серьезной неприятности, произошедшей в ходе подготовки сделки с Pre4 Trust.

Звонили мне из небольшой страховой компании со Среднего Запада. Их согласие на сделку стало ключом к получению **согласия** от других инвесторов. Как самый крупный заказчик, компания являлась просто стеновым хребтом сделки. Я удивился, что им надо в такой поздний час. Вот наш диалог:

— Фрэнк?

— Слушаю.

— Мы решили не спешить со сделкой по Pre4 Trust.

— То есть?

— Ну, понимаете... **сделка** нас не совсем устраивает. Надеюсь, наше решение не сопряжено с неудобствами для вас.

Да какие тут к чертям неудобства! О чем он говорит? Я старался не удариться в панику, но ситуация осложнилась донельзя. Я работал над сделкой больше месяца, а теперь ее разрушает крупнейший заказчик. Если он действительно пойдет на попятный, то катастрофа неизбежна. Группа производных бумаг упустит фантастическую прибыль, самую большую прибыль за этот год, а я могу просто потерять работу. Смотря перед собой в пространство, я понял, что уговорить инвестора остаться — для меня вопрос жизни и смерти.

Поэтому я постарался ответить так спокойно, как только мог:

— Вы не можете так поступить. Сделка закрывается точно по плану в понедельник. Мы рассчитывали на вас. Мы работали с вами неделями. Теперь отступить уже поздно.

Помолчав, я добавил:

— Побойтесь Бога! В офисе уже никого нет. Рабочий день давно закончился.

— **Ну-ну.** Тут около меня сидит поверенный, так она говорит, что в проспект были внесены некоторые изменения, причем изменения не в нашу пользу. Вот мы и не хотим участвовать в сделке.

В проспект были внесены *изменения*? Голова у меня пошла кругом. Как это случилось? Рушился весь траст. Если эти ребята сбегут, то за ними могут последовать и остальные, а сделку мы так и не закроем. Крупнейшая прибыль за год оказалась под угрозой. Теперь я точно знал цену своей шкуры, и стоила она четыре миллиона долларов, а по **телефону** сейчас обсуждался вопрос ее сохранности.

Я объяснил адвокату, что в проспект не было внесено ни одного фактического изменения. Только стилистические. На том конце провода не поверили. Я сказал, что их компания обязана участвовать в сделке. Со мной не согласились. Наконец, я попросил собеседников не отходить от **телефона** и пообещал найти какого-нибудь своего начальника и объяснить всю серьезность последствий их поступка. «Делайте что хотите, только не отходите от **телефона**», — предупредил я. Для пущей уверенности, перед тем как повесить трубку, я взял номера их домашних телефонов.

Я обыскал весь этаж трейдеров. Пусто. А на часах было уже полвосьмого. Я начал обзванивать дома директоров-распорядителей. Никто к телефону не подходил. Или они отключили телефоны, или уехали на выходные из города. Королеву найти также не удалось. Никого из трейдеров дома тоже не было. Я оставил около дюжины срочных сообщений мужьям и женам разыскиваемых. До ад-

вокатов **Morgan Stanley** достучаться, естественно, не удалось. Наконец, я позвонил в юридическую фирму **Cra-vath, Swaine & Moore**. Адвокаты там все еще работали.

О нашем разговоре могу сообщить только то, что фразы типа «Они что, **охренели**» и «А не пойти ли им на...» употреблялись несколько чаще, чем это принято в приличном обществе. Я ввел партнера фирмы в курс дела, и уже вдвоем мы позвонили в ту страховую компанию.

Адвокат компании затянула свою песню о том, что у нее появились серьезные претензии к сделке. Мы очень вежливо спросили, какие именно.

«Прежде всего, — сказала она, — почему мы должны верить в то, что облигации **Pge4** реально существуют?»

Воцарилось длительное молчание. Вопрос показался несколько странным даже для совершенно неопытного адвоката. И что мне делать? Посмеяться над ней? Выругаться как грузчику? Вопрос-то не только наивный и неуместный, он ведь еще и абсурдный. Начинать ликвидацию безграмотности? Поздновато, но ничего не поделаешь. Несмотря ни на что, я понимал решающее значение нашего разговора для сделки и терпеливо дожидался ответа своего адвоката. Его речь была выше всяческих похвал.

«А реально они и не существуют», — сказал он. В это время я просто-таки увидел струйку пара, бьющую из его не приложенного к трубке уха. «Облигации **Pge4** — всего лишь бухгалтерские записи в аргентинском **Citybank**, действующем от имени траста. Листков же бумаги с надписью **Pge4** вы не найдете».

**Адвокатиха** неустрашимо пошла в следующую атаку, приведя новый аргумент. Скорее всего, она получила приказ любым путем избавить компанию от сделки. Почти час она выдвигала все новые и новые доводы, которые мы успешно опровергали, и наконец у нее в обойме остался последний патрон. Компания требовала внести дополнение в условия сделки. По словам нашей собеседницы, если **Morgan Stanley** сегодня ночью согласится внести это дополнение, сделка состоится. Если же нет — она умывает руки.

Даже если **Morgan Stanley** и согласится внести дополнение, то как это организовать сегодня ночью? **Morgan Stanley** — компания, и решения такого уровня — привилегия руководства. Только что я потратил час, чтобы найти хоть кого-нибудь из должностных лиц, и не преуспел. И тут меня осенило: **Бидьют Сен** предоставил мне полномочия поверенного для скрепления со стороны **Morgan Stanley** сделки по **Pre4 Trust**, так что я имел право принять дополнение от имени своей компании, хотя это и означало взять на себя неимоверную ответственность. Пообещав всем перезвонить, я повесил трубку.

Внимательно изучив дополнение, я понял, что вреда оно нам причинить не может. Более того, я удивился, почему никто не попросил внести его раньше. Не чувствовал ли я неудобства, когда прежде, принимая решения на свой страх и риск, представлял **Morgan Stanley** на переговорах? Если все было в порядке тогда, то будет и потом. Я никоим образом не превысил данной мне власти, скрепляя своей подписью документы от имени инвестиционного банка, насчитывающего 10 тысяч сотрудников по всему земному шару. Не превышу я полномочий и принимая эту злосчастную поправку. Мое решение спасет самую прибыльную сделку за год. А если я подписываю приказ о собственном увольнении? Не хотелось бы стать дворником. Что же делать?

Наконец, я решился. Предприняв последние отчаянные и безрезультатные поиски руководства, я перезвонил в страховую компанию и попросил прислать дополнение по факсу. Адвокаты договорились, и с Запада мне на подпись пришел факс.

За несколько минут до того, как я своей волей взвалил на **Morgan Stanley** новые обязательства, позвонила Королева. Я быстро объяснил ситуацию, получил согласие и поблагодарил ее с чувством величайшего облегчения, после чего подписал дополнение от имени **Morgan Stanley**, отослал факс страховикам и через несколько минут получил подтверждение. На часах было девять вечера. Так я спас сделку.

Всю последнюю неделю я жил на нервах, меня бросало то в жар, то в холод, а поздравлений, между тем, так и не дождался. «Все впереди», — подумалось мне.

В понедельник 3 октября сделка была закрыта в соответствии с плановыми сроками. Я радостно перечислил обеспечивавшей сделку адвокатской фирме вознаграждение, которое почти равнялось доле в нем моего друга — партнера фирмы. Кроме того, мне удалось извлечь еще 300 тысяч долларов прибыли, реструктурировав платежи по свопу для перераспределения прибыли последних лет. Таким образом, мы заработали даже больше четырех миллионов.

Я принимал поздравления от многих и многих, в том числе от всех членов команды **RAV** и Стива **Бернадета** из «банды четырех», назвавшего сделку великолепным образцом получения навару на рынке производных бумаг. **Бидьют** Сен попросил подготовить меморандум, в котором простыми словами был бы описан весь нелегкий путь сделки. Конечно же, я выполнил его просьбу. На следующий день зашедший в нашу группу глава торгового отдела Питер Карчес спросил: «Кто провернул такую сделку?» Сен приписал всю честь себе. Я разозлился, поскольку у меня на этот счет было собственное мнение, но приходилось принимать во внимание иерархию фирмы. В конце концов, если бы все пошло наперекосяк, то синяки и шишки достались бы Сену.

Шеф явно повеселел. Раньше в споре об эффективности финансовых рынков я занимал более оптимистичную позицию, и мне это сходило с рук. Теперь же он сказал: «Еще раз услышу об эффективности — поставлю в угол». Я рассмеялся: Сен имел право на эти слова. Как, скажите мне, можно, практически не рискуя, сделать так быстро четыре миллиона на эффективном рынке? Хотя, конечно, дались мне эти деньги не так уж и легко.

История с Pre4 Trust в **Morgan Stanley** просто гремела. Один из контролеров шепнул мне, что Джон Мак прервал еженедельное собрание Совета директоров и начал расспрашивать о сделке, в частности о том, как нашему отделу удалось заработать такие деньги. Я гордился тем, что поразил даже **Макки-Ножа**.

Между тем Аргентина, не подозревая о нашей операции с **Pre4 Trust**, пыталась завершить рассчитанную на пять лет эмиссию облигаций. Прежде всего, эмиссия должна была свидетельствовать о готовности страны занять безрисковые бумаги Казначейства США со ставкой от 2,5 до 2,75%. Тем не менее ввиду мощной конкуренции со стороны других сделок, в том числе и нашей, выпущенные в рамках столь масштабной эмиссии облигации должны были упасть в цене. Спред возрос до 3,5%. Так уж получилось, что мы внесли скромный вклад в возрастание стоимости займа для Аргентины, но так ей и надо. Незачем было пренебрежительно относиться к нашим предыдущим предложениям.

И конечно же, какому-нибудь другому банку теперь не удалось бы так легко позаимствовать нашу схему сделки с **Pre4**, как мы скопировали у **Goldman Sachs** схему сделки с **Pre2**. Через несколько дней мексиканский банк **Banamex**, до которого дошли вести о **нашем** успехе, захотел выступить в аналогичной сделке в роли покупателя. Мы назвали им вполне приемлемую, по нашему мнению, цену, но тем не менее из **Banamex** позвонили и сказали, что они предпочли другой банк. Какой именно, они не признались, но мы решили, что **Goldman Sachs** решил вернуть бизнес под свое крыло.

И вот — у меня зазвонил телефон. Моего внимания жаждал продавец, с которым я работал в **First Boston**. Он получил копию нашего проспекта — того, что без запретного слова. Оказалось, что **First Boston**, не мудрствуя лукаво, взял его и скопировал. Звонил мне продавец, чтобы позлорадствовать. До меня доносились отдаленные крики: «Ну, все, все!» Надеюсь, вопил мой бывший шеф, у которого была привычка издавать именно эти звуки, когда до него доходило, что он зарвался, и надо было показать окружающим, что ранее сказанное не носило характера делового предложения. Мой знакомый смеялся и говорил, что отлично провел последний месяц.

Кроме того мне сообщили, что в **First Boston** появился новый менеджер отдела возникающих рынков, которому хотелось бы предложить мне работу. Совершенно

очевидно, что проведенные мною сделки произвели на First Boston хорошее впечатление. Замкнуть ли круг и вернуться туда, где я начинал? Такой путь для Уолл-стрит совершенно типичен. Не один и не два моих друга, перебегая туда и обратно, увеличивали свои зарплаты во много раз. А чем я хуже? Так что на встречу с новым менеджером я согласился.

Через несколько недель после закрытия сделки по Pre4 Trust все мы слегка перепугались. 25 октября странно повела себя разработанная нами для подсчета цен компьютерная модель. В соответствии с полученными благодаря ее использованию данными цена наших бумаг существенно снизилась. Так ли это на самом деле? Компьютерная модель отличалась невероятной сложностью, и для проверки корректности информации мы пригласили несколько крупных ученых, но почему-то в ходе вычислений все они получили разные ответы. Я недоумевал, как в этом бардаке могут ориентироваться покупатели, если даже мы ничего не понимаем.

Когда начали падать цены на прочие аргентинские облигации, на нас обрушился шквал звонков. Все задавали один и тот же вопрос: «На сколько снизилась цена Pre4 Trust?» Один из наиболее квалифицированных менеджеров взаимного фонда, работающего на новых рынках, очевидно, почувствовал некоторую неуверенность в связи с ситуацией и решил испытать нас, сказав, что хочет избавиться от Pre4 Trust. Чтобы подстраховаться, один из трейдеров, занимавшихся производными бумагами, предложил перекупить облигации номиналом 100 долларов по 95 долларов за штуку. Трейдеры заявили, что они не могут чрезмерно снижать цену, так как в противном случае покупатели поймут, сколько мы заработали на этой сделке. Скорее всего, ни один покупатель не боялся, что купленные им облигации существенно потеряют в цене из-за того, что **Morgan Stanley** захочет увеличить собственную прибыль. Вместе с тем в последние недели Аргентина начала испытывать затруднения, облигации упали на несколько пунктов, и 95 долларов стали справедливой ценой.

27 октября 1994 года упомянутый менеджер продал Morgan Stanley обратно облигации номиналом 100 долларов по 95 долларов за штуку на восемь миллионов долларов. Продажа эта заставила понервничать наших трейдеров, но они надеялись, что больше такого не повторится. Спустя совсем немного времени тот же инвестор так же внезапно, как и продал, вдруг купил **Pre4 Trust** на шесть миллионов, но уже по 95 долларов 50 центов. Двумя этими сделками трейдер производных создал рынок покупок и продаж **Pre4 Trust** по цене около 95 долларов. Действительно ли наши бумаги стоили этих денег? Я уже не был уверен, даже принимая во внимание данные компьютерной модели. Почему инвестор сначала продал облигации, а потом немедленно их же и купил, но уже дороже? Его поведение представлялось мне необъяснимым, но, быть может, стоило пожертвовать половиной пункта ради мира в душе и уверенности в том, что мы пойдем на создание рынка облигаций?

Я никогда не слышал, чтобы хоть по какой-то причине трейдер вносил в отчетность фиктивные цены. К счастью, к торговле облигациями я никакого касательства не имел, так что мог позволить себе не вникать в деликатные нюансы ситуации.

Несмотря на беспокойство трейдеров, наша компьютерная модель выдавала настолько различные цены, что любая назначаемая трейдерами цена казалась оправданной. В любом случае, разговоры сотрудников ГПП на магнитофон не записывались, и доказать, скажем, неточность цены трейдера было практически невозможно.

А вот трейдерам Bankers Trust (BT) повезло меньше. Они давали неверные цены, но свидетельства этого остались на магнитной пленке. Когда мы закончили торговать **Pre4 Trust**, Комиссия по ценным бумагам и биржам вплотную занялась одной из таких записей переговоров в BT с целью расследования мошенничества с ценными бумагами в сделке с Gibson Greetings. Вот фрагмент записи беседы с участием директора-распорядителя BT от 23 февраля 1994 года: «Я считаю, что изменение рыночной цены дает нам хорошие возможности. Нам надо все-

го лишь сократить разницу. Я имею в виду, что когда настоящая цена была 14 миллионов долларов, мы называли ему 8,2, а теперь, когда настоящая цена уже 16 миллионов, скажем ему, что **цена — 11**. Давайте не спеша сокращать разницу между настоящей ценой и тем, что мы ему говорим».

Чтобы в полной мере оценить сказанное, следует помнить, что упоминалась разница между настоящей стоимостью сделки для Gibson Greetings и стоимостью, показанной ВТ. Она составила 5,8 миллиона долларов, причем в эту сумму было включено и вознаграждение ВТ. Другими словами, раньше Gibson считал, что должен банку за своп всего 8,2 миллиона, хотя долг его равнялся 14. ВТ же не хотел тогда называть истинную сумму, поскольку возник бы вопрос, почему вдруг Gibson должен еще 5,8 миллиона. Вместо этого ВТ дожидался изменения рыночной цены, чтобы сократить разрыв между настоящей и заявленной ценами до пяти миллионов. В перспективе предполагалось полностью ликвидировать разрыв, чтобы Gibson никогда не догадался об изъятых 5,8 миллиона долларов.

Я процитировал всего лишь одну из многочисленных бесед такого рода, записанных в ВТ и, скорее всего, не только в нем одном. Если клиент не в состоянии представить стоимость производных на какой-нибудь конкретный день, то инвестиционный банк может воспользоваться этим и временно исказить реально существующее положение дел, получив за это время большую прибыль. Надеюсь, трейдеры **Morgan Stanley** ни в чем таком замешаны не были.

Приближался День Благодарения, на рынках стало поспокойнее, и мы проводили долгие часы в неспешных беседах о бывших баталиях. Задумавшийся над шахматной доской **Бидьют Сен** как-то сказал: «Ну вот, я пожертвовал ферзя, а ухудшилась позиция у партнера, прямо как на аргентинском рынке». Все рассмеялись, а Сен начал рассуждать о том, как плох оказался этот год, особенно по сравнению с прошлым. Не лучшая репутация производных бумаг нанесла вред нашему рынку. Мы спорили о

больших потерях на производных, случившихся раньше, и каждый надеялся, что худшее позади. Если нам хоть чуть-чуть повезет, следующие месяцы будут получше. Внимание Сена опять переключилось на шахматную партию, и он ее выиграл, провозгласив: «Победил. Как всегда».

## Глава 8

# *Сладкая парочка*

Они были абсолютно несочетаемы. Один член дуэта — старомодный дедушка, другой — хамоватый дядя. Вместе они производили комичное впечатление. Первый за семьдесят лет жизни женился только единожды и жил со своей женой вот уже сорок лет, более двадцати лет не менял работу, родился, вырос и состарился в округе **Ориндж** (Калифорния). Второй, пятидесятичетырехлетний, постоянно женился и разводился, переходил с одной работы на другую и часто переезжал с места на место, проживая на момент описываемых событий в модном местечке Морага на западе **Оукленда**, в Калифорнии. Несмотря на существенные различия, много лет они общались по телефону почти каждый день. Встретившись впервые в 1975 году, они продали друг другу облигации на миллиарды долларов. Старший член дуэта был казначеем округа Ориндж, и звали его Роберт Ситрон. Младший же, Майкл Стейменсон, занимал должность продавца ценных бумаг в **Merril Lynch**. Вместе они сотворили то, что многими чиновниками оценивалось как величайший финансовый провал за всю историю Соединенных Штатов: округ Ориндж по-

терял на производных ценных бумагах 1,7 миллиарда долларов.

Роберт **Ситрон** вполне соответствовал цитадели республиканцев — округу **Ориндж**, который путеводители характеризовали словами «как в кино, как в сказках, как в мечтах». Жизнь **Ситрона** в 80 и 90-е годы действительно напоминала мечту. За это время он стал одним из самых известных муниципальных казначеев Америки, его инвестиционная стратегия **приносила** неизменно отличные результаты, вплоть до 9% в начале 90-х. Обладал Ситрон репутацией человека, чья несгибаемость доходила до упрямства, отличаясь тем самым от Джона Уэйна, в честь которого был назван аэропорт округа, или от уроженца того же **Оринджа** Ричарда Никсона.

Как и многие граждане своего округа, а всего их насчитывалось 2,6 миллиона, Ситрон жил в прошлом. Он носил перстень с гигантской индийской бирюзой, галстуки режущих глаз расцветок, костюмы из полиэстера, брюки пастельных тонов и белые лакированные туфли. Ситрон **был** просто влюблен в Южнокалифорнийский университет, который посещал в 40-х годах. Гудок его автомобиля играл гимн любимого учебного заведения, а стол сего достопочтенного джентльмена украшали бронзовые конские яблоки — университетский талисман. На вечерах в Казначействе Ситрон собирал коллег вокруг рояля для пения чего-нибудь из репертуара 40-х годов. Записи об инвестициях он делал на каталожных карточках, в приходно-расходных книгах и даже на настенных календарях. Обедал он за антикварным столом в Оленьем клубе **Санта-Аны** или в ресторанах «**Western Sizzlin**». Единственной его уступкой прогрессу стала проверка ресторанных счетов на **часах-калькуляторе**. Посещать Уолл-стрит Ситрон не любил, да и вообще в **Нью-Йорк** выбирался четыре раза в жизни. Будучи весьма трудолюбивым, он никогда не брал отпусков, предпочитая проводить время с женой в собственном скромном доме в **Санта-Ане**.

Ключ к пониманию Ситрона дала фраза одного бывшего продавца Merrill Lynch: «Он знает втрое меньше того, что думает, будто знает». К примеру, Ситрон, хотя

и был фанатичным приверженцем Южнокалифорнийского университета и учился там на множестве факультетов, ни одного так и не окончил. **Ситрон** часто обнаруживал свое невежество на людях. Во время одного телеинтервью он продемонстрировал репортеру, как хорошо он умеет пользоваться несколькими разноцветными телефонами, каждый из которых предназначался для связи с конкретным брокером. В процессе **охлаждения** «А сейчас я говорю с Merrill. А сейчас я на связи с Солли (Salomon **Brothers**)» наш персонаж случайно купил ценные бумаги, которые ему вообще-то были не нужны, и был вынужден еще раз позвонить брокеру, чтобы отменить сделку. Ситрон славился косноязычием и неспособностью к выступлениям, в связи с чем наблюдательный совет заставлял его излагать мысли в письменном виде, — правда, результат был не многим лучше. Например, вот что говорилось в отчете от 26 сентября 1994 года: «У нас нет большого возрастания инфляционной заработной платы, быстро строящихся зданий, как жилых, так и офисных, и этих стеклянных небоскребов... Было построено лишь немного высоких офисных зданий, если было построено». Немногие из налогоплательщиков округа поняли глубокую мысль о высоких офисных зданиях, если поняли. Кроме того, Ситрон оказался неспособен воспринять концепцию «покупай дешево, продавай дорого», ухитряясь приобретать ценные бумаги по высочайшей цене из всех возможных.

Для более молодого и более вменяемого Майкла Гаса Стейменсона Ситрон стал сущей находкой. Стейменсон — невысокий напористый и компетентный продавец, неприменимый оратор на множестве соборств, пользовавшийся популярностью среди окружных казначеев. Ситрон быстро стал лучшим клиентом Стейменсона. На круг Merrill Lynch получил от **Оринджа** в качестве гонорара почти 100 миллионов долларов, из которых несколько миллионов пошли непосредственно в карман Стейменсона.

Происхождение и жизнь нашего второго героя были гораздо скромнее. Отец его — иммигрант из Греции, мать

родилась и выросла в Оклахоме. Сам он провел детство в небольшом городке Ливингстон, проучился два года в **Колледже Святого Хоакина** в Стоктоне, потом в Калифорнийском колледже **Фуллертона**, отслужил в морской пехоте. Осенью 1970 года **Стейменсон** поступил на работу в **Merrill Lynch**, в отделение **Ньюпорт** Бич, откуда перевелся в Сан-Франциско, где и стал главным продавцом.

Стейменсон обладал тяжелым характером, и за ним тянулся длинный хвост конфликтов и скандалов; он мог громко выругаться и швырнуть телефонную трубку. Другими словами, **Стейменсон** был типичным трейдером. Он любил приговаривать: «Я дырками от бубликов не торгую». **Бернард Микелл**, старший вице-президент **Sutro & Company**, региональной фирмы, торгующей ценными бумагами, часто вспоминал характерные проявления активности **Стейменсона**. Так, на конференции муниципальных казначеев в **Сан-Матео** в 1988 году он поддерживал предложение об обеспечении муниципальных инвестиций самозаймами, чего **Merrill Lynch** в принципе не делал. Стейменсон вознегодовал по поводу этого предложения и после продолжавшейся несколько минут осмысленной дискуссии сорвался на крик. Когда конференция наконец завершилась, Стейменсон нашел в холле **Микелла** и сказал: «А давай-ка прямо сейчас все и решим», — после чего наклонил голову, кинулся вперед, боднул оппонента и удалился с налитым кровью лицом.

В 80-х годах Стейменсон занимал пост ответственного за продажу ценных бумаг городу Сан-Хосе. По словам адвоката сего населенного пункта, **Merrill Lynch** определил некие инвестиции как «абсолютно надежные», «на которых невозможно потерять деньги». После того как в 1984 году Сан-Хосе потерял на них 60 миллионов долларов и из-за разразившегося скандала выгнал казначея, город вчинил **Merrill Lynch** иск в связи с мошенничеством и профессиональной недобросовестностью. Для того чтобы все успокоилось, **Merrill Lynch** пришлось уплатить Сан-Хосе 750 тысяч долларов. Чуть позже **Merrill Lynch** заплатил в аналогичной ситуации и Западной Вирджинии. Ни то ни другое Стейменсона не образумило.

С клиентами своими, за исключением **Ситрона**, обращался достопочтенный джентльмен по-хамски. Дэниел Патрик **Дейли**, ответственный за инвестиции Сан-Франциско, рассказывал: как-то раз, когда он обедал, в ресторан ворвался Стейменсон и заорал, что надо немедленно продавать бумаги, приобретенные лишь несколько дней назад. Он обещал городу на этом мгновенный заработок в 17 тысяч долларов. Дейли согласился, но получил только 12 тысяч. Стейменсон попытался оправдаться, сказав: «Ну, обсчитался». На это Дейли ответил: или Merrill Lynch возмещает разницу, или Сан-Франциско никогда не будет с ним работать. Merrill Lynch разницу не возместил, и Сан-Франциско со Стейменсоном больше не имел дел.

Тем не менее наш герой остался главным продавцом в сан-францисском филиале, а значит, и богатым человеком. Львиная доля его комиссионных поступала из округа **Ориндж**. Merrill Lynch признал, что только за 1993—1994 годы заработал на покупке и продаже финансовых продуктов округа 62,4 миллиона долларов, правда, цифра эта показалась администрации **Оринджа** заниженной. А Стейменсон, по данным Merrill Lynch, за указанный период сделал 4,3 миллиона.

В то время как Стейменсон копил, **Ситрон** расточал. Когда в 1994 году процентные ставки начали расти, Ситрон стал терять деньги на масштабных сделках, заключавшихся в покупках у Стейменсона — и не только у него — структурированных бумаг на основе займов. Хотя впоследствии газеты и называли сделки округа запутанными, ничего сложного в них не было, особенно в сравнении с провернутой мною операцией с производными бумагами.

Вот что сделал Ситрон: он взял инвестиционный пул округа размером в 7,4 миллиарда долларов, занял у различных торгующих ценными бумагами фирм еще 13 миллиардов и купил краткосрочные высокоприбыльные облигации, доходность которых была привязана к изменению процентных ставок. Система эта мне знакома слишком хорошо. Самые разные так называемые облига-

ции с плавающим обратным курсом при повышении процентной ставки быстро падали в цене. Купонная ставка этих облигаций была, как правило, очень высокой — допустим, 13% за вычетом плавающей ставки, скажем, той же ЛИБОР. Пока ЛИБОР была невысока, облигации стоили дорого. При ЛИБОР в 3%, например, облигация приносила 10% (13% — 3%). Но при росте ЛИБОР купонная ставка сокращалась. Чем больше повышалась ЛИБОР, тем существеннее были потери.

Еще один тип структурированных облигаций, облигации со стартовой датой, обеспечивали купонные выплаты выше средних всего несколько месяцев, пока процентная ставка была ниже ранее определенной, так называемой стартовой ставки на конкретное число — стартовый день. Если же процентная ставка превышала стартовую, то погашение облигаций со **стартовой** датой откладывалось на несколько лет, а инвестор оставался с почти ничего не стоящими бумажками на руках.

Хотя облигации с плавающим обратным курсом и были широко разрекламированы, бумаги со стартовой датой в этом плане составляли исключение. Позвольте привести в качестве примера одну из них, купленную округом **Ориндж**. Подобное вложение денег может показаться рискованным, но в действительности это был один из самых консервативных типов структурированных облигаций. **Большую** их часть **Ситрон** приобрел у Стейменсона, но несколько сотен миллионов долларов перепало и другим фирмам, в том числе Morgan Stanley. Облигация, о которой идет речь, была куплена именно там, но, к счастью, я к сделке никакого касательства не имел.

6 января 1994 года Morgan Stanley продал округу Ориндж структурированные бумаги, выпущенные Бостонским федеральным банком жилищного кредитования (Federal Home Loan Bank of Boston) — банком высочайшей категории надежности, чьи обязательства безоговорочно обеспечивались Казначейством США, на общую сумму 100 миллионов долларов. Вложение денег казалось практически безопасным.

Стартовой датой для этих облигаций было установлено 30 июня 1994 года, то есть ждать оставалось менее полугода. Если трехмесячная ставка ЛИБОР на стартовый день не превышала 4,25%, облигации погашались. Для округа **Ориндж** это означало: процент так и останется невысоким, и **Ситрону** следует озаботиться поиском новых возможностей для инвестиций, но все равно казначей мог бы гордиться получением купонных выплат за первую половину 1994 года выше рыночной доходности.

Что же произошло на самом деле? Трехмесячная ЛИБОР к стартовой дате превысила 4,25%, погашение облигаций отложили на три года, а купонная выплата ограничилась теми же четырьмя процентами. Таким образом, связанный с облигациями риск, пусть и ненамного, но возрос, погашение откладывалось, и можно было продолжать получать небольшие купонные выплаты. Ситуация, в которой погашение откладывается, рискованна уже потому, что нежелательна: процентные ставки-то растут. Другими словами, **Ситрон** оставался с трехлетними облигациями, которые все три года приносили бы 4% даже в том случае, если бы процентные ставки поднялись до небес. В зависимости от степени повышения ставок доходность облигаций в большей или меньшей мере страдала бы, то есть при продаже их до срока погашения вы могли бы понести значительные потери.

Оценка стоимости облигаций со стартовой датой на конкретный момент и вообще-то дело тяжелое для кого угодно, а уж для **Ситрона** с его скудным опытом в инвестициях — тем *более*. В нашем случае нельзя было ограничиваться простым подсчетом цены на сегодня, поскольку предсказать поведение процентных ставок невозможно. Во что лучше вложить деньги — в пятимесячные облигации с высокой купонной выплатой или трехмесячные с низкой? Для ответа на этот вопрос следует разработать компьютерную модель, упрощающую различные варианты поведения процентных ставок, причем для инвестиционных банков такие модели создают доктора математических и компьютерных наук. Совершенно **очевид-**

но, что **Ситрону** с его картотеками и бухгалтерскими книгами задача оказалась не по силам, а кроме того, банки, впаривающие ему эти облигации, получали от нашего казначея, прямо скажем, неплохие гонорары. Другими словами, его просто обдирали. Как я уже говорил, лишь на одной облигации Morgan Stanley получил более 200 тысяч долларов.

В 1994 году и администрацию, и общественность округа **Ориндж** многократно предупреждали о риске, сопряженном с владением столь экзотическими бумагами. В марте одна серьезная газета назвала стратегию **Ситрона** «спиралью смерти». Merrill Lynch заявлял, что раз восемь советовал Ситрону не играть в столь опасную игру; более того, одно из предупреждений было конкретным и касалось возможности потерять 270 миллионов долларов при возрастании ставки на 1%, причем озабочился ситуацией Merrill Lynch еще в 1992 году, когда даже предлагал выкупить ранее проданные округу производные.

Боб **Ситрон** на критику реагировал очень болезненно, а предупреждения просто пропускал мимо ушей. Когда компетентнейший Goldman Sachs позволил себе нелестное высказывание относительно инвестиционной политики округа, Ситрон направил компании письмо, в котором выразил свою уверенность в непонимании ею инвестиционной стратегии **Оринджа** и попросил больше к нему с деловыми предложениями не обращаться. На вопрос, почему он так уверен, что после 1993 года процентная ставка расти не будет, Ситрон ответил: «Я один из крупнейших американских инвесторов и в таких вещах разбираюсь».

В апреле 1994 года, после того как процентная ставка начала повышаться, а производные — обесцениваться, Комиссия по ценным бумагам и биржам в Лос-Анджелесе вызвала Ситрона и задала ему несколько вопросов насчет инвестиций округа. На протяжении всей трехчасовой встречи казначей нервничал и отмалчивался. По совету приглашенных адвокатов округ Ориндж отклонил запрос комиссии о предоставлении ей документов за по-

следний месяц: **Ситрон** готовился к перевыборам и хотел отсрочить неприятное разбирательство.

Избирательная кампания прошла в более нервной обстановке, чем предрекали прогнозы. Поскольку процентная ставка продолжала расти, оппонент нашего казначея, Джон **Мурлах**, бухгалтер Costa Меса, воспользовавшись предупреждениями о чрезмерном риске, сопряженном с портфелем инвестиций округа, начал приставать к **Ситрону** с вопросом о степени риска инвестирования средств в производные. В мае 1994 года Мурлах предсказал округу **Ориндж** потерю 1,2 миллиарда долларов. И хотя позже выяснилось, что этот прогноз оказался чересчур оптимистичным, Ситрон был вновь избран на свой пост, несмотря на обращенные против него грязные избирательные технологии.

Тем не менее избирательная кампания оставила его опустошенным, поведение нашего героя стало изобиловать странностями. Приходил он на работу поздно, уходил рано. У него появилась привычка нервно посвистывать сквозь зубы. Еще одной причудой стали консультации с ясновидящими и астрологами о целесообразности инвестиций и использование представителей этих двух уважаемых профессий для предсказаний изменения процентной ставки. Ясновидящая напроорочила **Ситрону** заботы из-за денег начиная с конца ноября, но более опытным предсказателем оказался все **таки** Мурлах.

Ситрон потерял хватку. Он засыпал за рабочим столом, стал забывать о назначенных им же встречах, мысли его витали где-то далеко. Психолог обнаружил ухудшение его способностей к логическому мышлению, обработке и усвоению информации. Как перед описываемыми слушаниями заявил адвокат Ситрона, его клиент страдал слабоумием и вообще обладал «ограниченными интеллектуальными способностями». Поверенный округа Ориндж обвинил Merrill Lynch в том, что банк, воспользовавшись болезненным состоянием Ситрона, сделал его козлом отпущения.

В начале ноября 1994 года заместитель казначея Мэтью Раабе предупредил руководство округа о кризисе

портфеля инвестиций. Только тогда администрация сочла возможным для оценки степени риска прислушаться к мнению независимого консультанта. Затем 8 ноября администрация округа получила от него послание, которое окрестили зовом ангела смерти. В меморандуме доступным языком излагался наихудший из всех возможных сценариев развития событий, но было уже слишком поздно. Округ потерял более миллиарда долларов.

Вести о неприятностях округа **Ориндж** дошли до меня во вторник 1 декабря в 15.45. Инвесторы оставались в неведении до 17.00 — времени, на которое администрация созвала пресс-конференцию. Ббльшая же часть человечества почерпнула информацию о гигантских потерях лишь на следующий день из утренних газет.

Финансовая катастрофа удивила Morgan Stanley меньше, нежели кого-то еще. Я почти уверен: мое начальство учитывало возможность таких потерь, а продавец, у которого округ Ориндж приобрел структурированные облигации, просто обязан был владеть ситуацией на основе анализа продаваемых **бумаг**.

И действительно, Morgan Stanley начал готовиться к встряске рынка производных более чем на месяц раньше **Оринджа** или кого-либо еще из инвесторов. Возрастание процентной ставки сделало дополнительные потери неизбежными. 25 октября, когда округ уже успел потерять миллионы, но все еще не знал, сколько именно, глава юридической службы Morgan Stanley созвал представительное собрание для определения дальнейшей политики в области операций с производными бумагами. Полдюжины адвокатов и несколько дюжин сотрудников группы производных набились в конференц-зал, где и выслушали тревожную весть. Наше положение оказалось не таким серьезным, как можно было ожидать, поскольку ни Procter & Gamble, ни Gibson Greetings претензий Morgan Stanley не предъявили, но мы отлично понимали: неприятностей можно ждать буквально от сотен других инвесторов.

Округ Ориндж был далеко не первым административным образованием, которому изменила удача в игре с

инвестиционными банками. Несколько лет назад Западная Вирджиния потеряла почти 200 миллионов долларов, после чего начала судебные процессы против восьми инвестиционных банков, желая, чтобы те возместили ее убытки, и только Morgan Stanley решился довести дело до суда — редкий случай в финансовом мире.

Свидетельские показания оказались для Morgan Stanley изобличающими. Было рассказано о телефонном разговоре ответственного за опционы фирмы и ответственной за инвестиции, бывшего секретаря штата. Сотрудник Morgan Stanley спрашивал, не надо ли помочь разобраться в сделке, закрытой на прошлой неделе. Ответственная за инвестиции ответила: «Помочь мне? Не учите рыбу плавать!» В итоге Morgan Stanley и Западная Вирджиния стали смертельными врагами. Судья спустил на фирму свору прилизанных гарвардских типов. Дело кончилось решением суда о возмещении Западной Вирджинии со стороны банка 48 миллионов долларов из 190 миллионов, потерянных, по утверждению представителя штата, в 1986 и 1987 годах.

Участники собрания хорошо помнили тот приговор, и атмосфера в зале была жаркой, нервной и напряженной. Мы отдавали себе отчет в том, что превращаемся в потенциальный объект атаки, и решили впредь быть более осторожными с тем, что продаем, и кому продаем. Я еще раз высказал свое мнение: структурированные бумаги были изобретены теми, кто пытался заставить инвесторов играть в такие игры, в которые им на самом деле играть не положено. Теперь со мной согласилось уже несколько человек. Множество проблем с производными родилось на свет благодаря структурированным бумагам, и я благодарил Бога, что не разгуливал по минному полю, а продавал, как правило, инструменты на основе реальных активов. **Бидьют Сен**, месяцами скуливший по поводу недостаточного объема продаж группой производных структурированных облигаций, соизволил сострить: «Наш объем продаж настолько мал, что мы не вляпались в большое дерьмо».

На следующий день после того как округ Ориндж объявил о потерях, в пятницу 2 декабря, мы поняли:

Morgan Stanley может все-таки вляпаться по-настоящему. Оказалось, что любимая фирма продала округу структурированные облигации примерно на **600—700** миллионов долларов, а это составило 10% от общего объема их приобретений. Конечно, главным виновником случившегося безобразия Morgan Stanley не был, но в число виновников неглавных входил. Мы торговали практически теми же бумагами, что и Merrill Lynch: суть их сводилась к прибыльности при отсутствии роста процентной ставки. Продажи начались в 1992 году и продолжались в 1994, причем заработал Morgan **Stanley** на них очень **и** очень неплохо. Гонорар в 200 тысяч долларов за облигации со стартовой датой не был чем-то из ряда вон выходящим. Проскочила еще кое-какая информация о роли Morgan Stanley, и его председатель Ричард Фишер был вынужден выступить по телевизору и прокомментировать потери **Оринджа**. Но к счастью, внимание публики сконцентрировалось на Майкле **Стейменсоне** и Merrill Lynch.

Тем временем Morgan Stanley столкнулся с новыми трудностями. Оказывается, банк предоставил злосчастному округу заем на **1,6** миллиарда долларов, и теперь возврат денег стал проблематичным. Всего же под залог структурированных облигаций округ занял у различных инвестиционных банков **13** миллиардов. Эти займы получили название «соглашения об обратном выкупе», или же просто «обратный выкуп». Хорошей новостью стало то, что **группа** производных к упомянутым займам была непричастна, так как ими в Morgan Stanley занималось подразделение обратного выкупа, над которым и нависла угроза. Этим беднякам срочно потребовалась наша помощь, в том числе и для подсчета реальной стоимости залогового обеспечения. Требовалось ответить на главный вопрос: **стóит** ли залог достаточно для того, чтобы фирма получила свои деньги назад?

Руководители моей группы организовали конференцию с участием представителей округа и множества адвокатов и консультантов. От Morgan Stanley присутствовали только директора-распорядители, меня такой чести не удостоили. Немедленно после окончания переговоров

посыпались приказы: Отменить обеденный перерыв! Срочно данные мне на стол! Отправить это по факсу! Один из директоров предупредил, что нам придется в течение нескольких ближайших недель показать администрации округа, где раки зимуют, так как ни руководство **Оринджа**, ни даже его консультанты «вообще ни хрена не понимают».

Торговую площадку охватило неистовство. В доведении администрации до кондиции участвовали все сотрудники ГПП и даже Питер **Карчес**, глава отдела бумаг с фиксированным доходом, который для получения новой информации отрывался от работы буквально каждые несколько минут. Начали названивать репортеры, но у нас была суровая инструкция: в контакты с ними не вступать. Кто-то упорно пытал Королеву телефонными звонками, интересуясь **перспективами** структурированных облигаций, причем представлялся этот любознательный господин каждый раз по-разному, в том числе и студентом выпускного курса Гарварда. Карчес был очень занят, демонстрируя, что не зря его считают потенциальным главой фирмы. Он сосредоточил нити управления в своих руках, поскольку из всех участников этого бардака обладал наибольшими способностями к логическому анализу и кропотливой работе. Один из продавцов спросил Карчеса, не пора ли начать уничтожать документы, и получил спокойный ответ: «Нет». Карчес уточнил, кто именно обладает знанием деталей произошедшего в **Ориндже**, и собрал носителей этой информации, чтобы обсудить с ними стратегию действий. И опять, на мое счастье, я не вошел в круг посвященных.

В понедельник 5 декабря лицо Роберта **Ситрона** украсило первую полосу делового раздела «New York Times». **Бидьют** Сен начал издеваться, приговаривая: «Всмотритесь в его лицо. Он таскает перстень с бирюзой — ну, в это как раз поверить можно, — но можно ли поверить, что этот дедушка способен сначала купить, а потом заложить структурированные облигации?» Просто невероятно! Днем раньше руководители округа **Ориндж** посетили Ситрона, имея с собой коротенькое уведомление о

его отставке, кое казначей и подписал. Если верить газетным статьям, даже после этого Ситрон продолжал кипятиться и отказывался признать потери. Руководителей округа настолько обеспокоило состояние психики бывшего казначея, что они удостоверились в наличии психиатра в зоне досягаемости.

В тот же день, 5 декабря, округ **Ориндж** сделал заявление о самом крупном муниципальном банкротстве в истории. Фонды округа обеспечивали существование около двухсот школ, городов и районов. Если разделить потери на всех жителей **Оринджа**, то получалось, что каждый из **них** — мужчина, женщина, новорожденный **ребенок** — лишился почти тысячи долларов. Инвестиции округа, и в том числе структурированные бумаги, упали в цене на 27%, и Ориндж объявил о невозможности в дальнейшем отвечать по собственным обязательствам.

Заявление о банкротстве выставило агентства, определяющие кредитоспособность, дураками, так как всего несколько месяцев назад, в августе 1994 года, Moody's Investors Service присвоило обязательствам округа индекс Aa 1, наиболее высокий среди индексов обязательств всех округов Калифорнии. В уведомлении об этом было сказано: «Так держать, округ Ориндж». Сегодня, 7 декабря, **смущенное** агентство Moody объявило облигации Оринджа «мусорными», а ведь контора эта считалась одной из наиболее компетентных в своем деле. **Коллеги** Moody, в том числе S & P, также не смогли предугадать банкротство, и вскоре всем им пришлось отбиваться от судебных исков в связи с раздачей индексов высокой надежности производным бумагам.

Роберт Ситрон и **Майкл** Стейменсон были вызваны повестками для дачи объяснений на заседание сенатского комитета Калифорнии по инвестициям местных органов самоуправления (California Senate Special Committee on Local Government Investments), где и выступили во вторник 17 января 1995 года на продолжавшихся весь день слушаниях. Это было жалкое зрелище. Ситрон отказался от одежды дикой расцветки и появился на публике в скучном сером костюме и в очках. Он оправдывался и

признавал свое невежество. Вот слова из его выступления: «Оглядываясь назад, я понимаю, что для работы в столь сложной сфере, как операции с правительственными облигациями, мне не хватало ни образования, ни опыта». Заикаясь и бормоча, претендующий на роль жертвы **Ситрон** пытался оправдаться за всю свою жизнь: в армии он не служил из-за астмы, Южнокалифорнийский университет он не окончил из-за сложного материального положения, инвестором он был неопытным и акциями никогда не владел. В целом Роберт Ситрон производил просто жалкое впечатление.

**Стейменсон** также выразил сожаление, рассказал, как страдает из-за всего произошедшего по его вине. Он начал играть в наивность, называя **Ситрона** исключительно опытным инвестором и говоря, что многому от него научился. Версия Стейменсона была настолько же абсурдна, насколько версия Ситрона жалостлива. Когда наш второй герой принялся уверять, что он не был финансовым советником округа, сенатор от округа **Ориндж** республиканец Уильям А. Крейвен оказался не в силах вынести такое безобразие и назвал выступающего лжецом. В конце концов **Стейменсону** пришлось признать частые беседы с **Ситроном**, поскольку, по словам экс-казначея, беседы были ежедневными, но он по-прежнему не соглашался с тем, что являлся финансовым советником. Тут Крейвен опять взорвался и спросил: «Ну а о чем еще вы могли трепаться каждый день? О погоде?» Адвокат Ситрона Дейвид У. Уичерт тоже разозлился и выдал: «Для Merrill Lynch отделять себя от этого кризиса — то же самое, что для Еххон отделять себя от „Valdez“»<sup>\*</sup>.

В итоге Стейменсон отделался легким испугом — из ведомости на зарплату Merrill Lynch его **не** исключили. Округ Ориндж вчинил банку иск на два миллиарда долларов, и, естественно, очень многое зависело от слов нашего героя. Стейменсон продемонстрировал лояльность фирме. Когда один из репортеров настиг его в офи-

<sup>\*</sup> «Valdez» — печально известный американский танкер, принадлежащий фирме Еххон, виновник экологического бедствия — крупного разлива нефти у берегов Аляски 24 марта 1989 года. — *Примеч. ред.*

се в принадлежащей Merrill Lynch башне из розового мрамора в сердце **сан-францисского** финансового района — на четырнадцатом этаже дома 101 по Калифорния-стрит, Стейменсон отказался говорить, прорывав только: «Ты запомнил, через какую дверь вошел? Вот через нее и выйди!»

Практически за одну ночь Ситрон одолел путь от одного из самых популярных политиков за всю историю **Оринджа** до врага народа номер один. Вскоре после банкротства какой-то **калифорниец**, увидев в офисе округа фотографию бывшего казначея, пообещал вернуться с ружьем и поупражняться в стрельбе по мишени.

Ситрон **не** только стал отверженным, его признали преступником. Позже ему предъявили обвинение в нарушении различных статей законов, регламентирующих инвестиционную деятельность. Расследование установило, что Ситрон не только не окончил колледж, но и обладал знаниями по математике, недостаточными для восьмиклассника. На основании стандартных тестов он был зачислен психологами **в** наименее приспособленные к логическому мышлению 5% американского населения. Судебный психолог сказал судье, занимающемуся делом **Ситрона**: «Ваш **подопечный** напоминает пустую бутылку, носящуюся **в** океане по воле волн».

Ситрон написал судье, выклянчивая снисхождение. В письме говорилось, что после ухода в отставку его не покидают мысли о самоубийстве. Ситрон настаивал: он покупал бумаги, не называвшиеся производными, но в действительности таковыми являвшиеся. **Ситрон** говорил о своей жене, с которой они прожили в любви сорок один год, и о том, что за все это время они спали в разных кроватях лишь шесть раз. Он жаловался, что из-за преклонного возраста и проблем со здоровьем тюрьма его убьет. В конце концов Ситрона приговорили к году тюрьмы с заменой заключения общественными работами.

Давайте все-таки вернемся к Morgan Stanley, где трейдеры, занимающиеся **бумагами с обратным** выкупом, все еще пытались определить степень риска фирмы в деле о

займах, предоставленных округу **Ориндж**. Трейдеры не подсчитывали ежедневные изменения цен залогового обеспечения, в том числе и потому, что не знали, как определить стоимость структурированных облигаций. Вместо этого они узнавали цену залога лишь раз в месяц. Какой-то трейдер, чересчур волновавшийся по поводу ежедневного стремительного падения цены, сказал: «Да гори оно все огнем, раз в месяц такие известия получать все-таки лучше».

Отдел, занимающийся бумагами с обратным выкупом, никогда и ни в каком инвестиционном банке элитарным не считался. В процессе стажировки в First Boston я провел какое-то время и в этом подразделении, и в смежных структурах, в том числе в отделе, торгующем краткосрочными облигациями. Продажа таких облигаций проста и сопряжена с очень незначительным риском и малой прибылью — бумаги-то подлежат погашению очень быстро. В команде игроков в американский футбол продавец краткосрочных облигаций стал бы нападающим третьей линии. Нет, кроме шуток, многие такие продавцы действительно походят на линейных. Один мой знакомый, промышлявший этой торговлей, был здоровенным мужиком, с головой размером с компьютерный монитор. Несложная работа оставляла ему достаточно времени на еду и трепотню, а он был всегда готов и на то, и на другое. Обсуждали мы с ним только две темы: американский футбол и **Макдоналдсы**, причем его впечатляла глубина моих познаний в обеих областях — я мог выразить суждение как об Американской футбольной конференции, так и о меню упомянутой сети ресторанов, причем последнее обговаривалось в мельчайших подробностях, сравнивались и тщательно анализировались различные блюда из курятины, мы радовались безвременной кончине McLean и McDLT, негодовали по поводу **McRib**. Мы обменивались кулинарными историями, хотя даже величайшее мое достижение — четыре тройных гамбургера, три фунта мяса, которые я съел, чтобы выиграть двести пятьдесят долларов, — бледнело перед его оргиями в стиле **Гаргантюа**. Я просто зачаровывал собеседника расска-

зами о том, как, будучи школьником, работал в **Макдоналдсе**. Короче, этот продавец более всех знакомых мне человеческих существ походил на **стейнбековского** Лени, но не стоит забывать вот о чем: во-первых, делал он несколько сотен тысяч долларов в год и, во-вторых, в отличие от литературного героя дружил со мной, а не с мышью.

К сожалению, работавшие в **Morgan Stanley** трейдеры, занимающиеся бумагами с обратным выкупом, также от **Ленни** отличались не многим, а в сложившейся ситуации **любая** ошибка могла обернуться непоправимой катастрофой. В декабре **1994** года округ **Ориндж** заморозил активы инвестиционного пула. Таким образом, любая продажа кем-либо, в том числе и **Morgan Stanley**, залогового обеспечения превращалась в операцию спорную, а возможно, и противозаконную. 8 декабря я узнал, что предоставленное нашей фирме залоговое обеспечение займа округу Ориндж на сумму **1,6** миллиарда долларов подлежащими обратному выкупу бумагами приблизительно наполовину состоит из надежных правительственных облигаций США, а на вторую **половину** — из облигаций структурированных. **Morgan Stanley** координировал с другими банками ликвидацию структурированных бумаг, поскольку если бы их удалось продать, не нарушая закон, то в осадок даже могла выпасть небольшая прибыль.

Как правило, для получения кредитором права продажи залога одного лишь заявления о банкротстве недостаточно, поскольку следует дождаться окончания собственно процесса банкротства. Тем не менее и **Morgan Stanley**, и прочие займодавцы сочли, что они обладают правом продажи структурированных облигаций уже после заявления о крахе. Решение это было принято на основании главы 9 закона о банкротстве, посвященной банкротству муниципальных структур, где ясно сказано об исключении, сделанном в отношении платежей в счет погашения ссуды. Руководители решили сократить потери компаний путем немедленной продажи структурированных облигаций, а не ожидать окончания процесса бан-

**кротства**, даже если их позиция впоследствии будет сочтена противозаконной.

С благословения адвокатов Morgan Stanley в час дня начался заранее подготовленный аукцион по продаже структурированных облигаций. Аукционист вещал в громкоговоритель во втором конференц-зале, находящемся в двух шагах от торговой площадки и неподалеку от помещений группы производных. Этот аукцион стал одним из важнейших во всей истории фирмы. На него собрались все, в том числе и Джон Мак, и спешно вернувшийся из Лондона шеф отдела бумаг с фиксированным доходом Питер Карчес, и только что прилетевший из Гонконга Кен де **Ригг**, которому вскоре суждено будет сменить **Карчеса** на его посту. Торговцы производными в течение двух дней высчитывали цены на структурированные облигации, делая короткие перерывы лишь на еду и посещение туалета. Один из **них** все ворчал, будто по сотрудникам агентств, определявших кредитоспособность округа **Ориндж**, тюрьма плачет. Ходили слухи: наши потери составят около 50 миллионов долларов.

Аукцион по продаже структурированных облигаций взбаламутил весь рынок ценных бумаг. После объявления о торгах все устоявшиеся рынки пришли в движение. Страшила, никогда не упускавший возможности посмеяться, во время аукциона поведал может быть, а может и сказку об очередной блажи Роберта **Ситрона**.

Правда, я на аукционе не присутствовал. Меня и еще нескольких сотрудников послали доставить сверхважные документы всем участвующим в торгах банкам. Курьеру настолько ответственную работу доверить было невозможно. На мою долю выпал визит в Goldman Sachs. Трясаясь в такси, я ни на секунду не выпускал из рук бережно опечатанный пакет, и хотя мне до смерти хотелось узнать, что в нем, искушение удалось преодолеть.

Исполнив миссию, я устроил себе перерыв, чтобы прогуляться мимо Нью-Йоркской фондовой биржи, расположенной на Уолл-стрит неподалеку от Goldman Sachs. Несколькими годами раньше, еще до того как я начал работать в First Boston, друг пригласил меня посетить это

здание. Для меня это стало незабываемым впечатлением: крики, вспышки, телефонные звонки. Тогда я считал биржу пупом финансового мира, и как же я ошибался! В наши дни эта организация стала пятым колесом в телеге инвестиционных банков, осуществляющих наиболее важные операции **за** закрытыми дверями и проводящих секретные совещания, причем часто за пределами США.

**Вернувшись**, я услышал жалобы сотрудников отдела бумаг с фиксированным доходом на малую прибыль; правда, позже выяснилось: при расчетах они ошиблись **на несколько** сотен тысяч долларов, а все потому, что какой-то парень неправильно вводил данные в компьютер. Наша группа действительно сделала деньги на продаже структурированных облигаций. Все испытали облегчение.

Все, кроме округа **Ориндж** и его адвокатов. 8 декабря в **13.54 Morgan Stanley** и другие банки завершили продажу структурированных облигаций. В 14.36 администрация округа пообещала засудить каждого брокера, принимавшего участие в продаже. Хотя позже округ и предъявил иск Nomura Securities, одному из участвовавших в аукционе брокеров, об иске к Morgan Stanley я так никогда ничего и не услышал.

Округ Ориндж приобрел наибольшую в Южной Калифорнии известность, но удар по карману перенес не он один. В сентябре 1994 года группа производных получила следующую информацию: округ Сан-Диего, для того чтобы отсрочить неизбежные убытки, реструктурировал портфель производных общей стоимостью 700 миллионов долларов. ГПП обратилась к Сан-Диего с аналогичным предложением о реструктуризации, но округ выбрал другой инвестиционный банк. Сан-Диего владел производными, получившими название «облигации с купонной ставкой, привязанной к валютному курсу» (английская аббревиатура — CERLS), и походившими на PERLS за тем лишь исключением, что схема выплат применялась к купонам, а отнюдь не к основной сумме долга. Пока Morgan Stanley готовил свое предложение, мне пришло

в голову, что администрации Сан-Диего может быть удобно оттянуть признание потерь до момента окончания выборов, и я даже позвонил в избирательную комиссию округа, желая узнать, когда выборы состоятся. Исходя из сообщенных мне сроков, я мог с достаточной долей уверенности утверждать: реструктурированные облигации будут погашены и потери будут признаны уже после выборов, так что мысль моя оказалась красивой, но и только.

Производные пользовались популярностью и в прочих административных образованиях вечно солнечной Калифорнии. Morgan Stanley продавал структурированные облигации округам Сонома, Сан-Диего, **Сан-Бернардино** и **Ориндж**. В море из 74 миллиардов долларов, а именно такую сумму составлял Калифорнийский пенсионный фонд государственных служащих (California Public Employees Retirement System, **CALPERS**), текла река из прибылей от производных, купленных на сотни миллионов. Потеряли на производных бумагах и другие штаты, в том числе Флорида, Луизиана, Огайо, Висконсин, Вайоминг и, конечно же, Западная Вирджиния. Даже кливлендские власти при постройке Дворца славы рок-н-ролла для подстраховки продали облигации с плавающей ставкой на 38 миллионов долларов и купили производные.

Одним из самых крупных покупателей оказался Совет по инвестициям штата Висконсин, который по рекомендации фондового менеджера Скипа Гибсона, личности среди продавцов производных Уолл-стрит весьма популярной, приобрел производные бумаги на 32 миллиарда долларов. Висконсин купил даже PERLS. В августе 1994 года, после того как прогорел один из трейдеров **висконсинских PERLS**, Morgan Stanley реструктурировал сделки, чтобы на несколько лет оттянуть погашение облигаций, а быть может, как и в случае с Сан-Диего, скрыть и отсрочить потери. Тем не менее, какую бы цель эта сделка ни преследовала, моя группа ободрала штат Висконсин как липку. С относительно небольшого объема продаж, составившего всего-то 35 миллионов долларов, мы получили в качестве гонорара почти миллион.

Но в сознание Висконсин так и не пришел, что и продемонстрировал, продолжив рискованную инвестиционную политику. Даже в самый разгар нашего издевательства над округом **Ориндж** сей штат выразил заинтересованность в покупке каких-то экзотических бескупонных облигаций с правом погашения в иенах. Через несколько месяцев до администрации Висконсина все-таки дошло, сколько именно на этих странных сделках потеряла их казна, и Слип Гибсон превратился в безработного.

Менеджеров многих фондов, несмотря на угрозу увольнения, просто-таки тянуло поиграть с ненадежными производными. Мне же эти ребята напоминали игроков в наперстки, причем под одним наперстком лежал **скромный** доход, чуть выше рыночного, а под другим — финансовая бомба с часовым механизмом.

Представьте себя на месте управляющего фондом, куда относят пенсии или другие деньги простые бабушки и дедушки или куда для пушей безопасности вложены собранные налоги. Если вы сумеете обеспечить бабушкам и дедушкам доход 6% вместо 5,5%, они порадуются вместе с вами. Ваши начальники порадуются вместе с вами. Вы станете звездой. Вот что произойдет, если вы верно угадаете наперсток. Для руководителя фонда лишние полпроцента **прибыли** — дар Царя Небесного. Небольшой рост базисной ставки — и без каких-либо усилий вы попадаете в высший эшелон менеджеров. Если же вам кажется, будто инвестиции не сопряжены с высоким риском и принесут хороший доход, то тут и думать не о чем, даже при том что банк требует солидный гонорар. Вы не можете устоять перед соблазном и покупаете производные.

А теперь представьте, как вы будете смотреть в глаза простым людям, узнавшим, что они потеряли все. Как эти люди поведут себя, когда выяснят, что вместо покупки краткосрочных надежных облигаций вы купили производные типа «облигаций повышенной доходности с плавающей процентной **ставкой**», выплаты по которым всецело зависят от изменений трехмесячной лондонской межбанковской ставки, более известной как **ЛИБОР**? Обрадуются ли доверившиеся вам люди внезапному из-

менению трехмесячной ЛИБОР? Станут ли они проверять величину трехмесячной ЛИБОР, устанавливаемую ежедневно в 11.00 по Гринвичу на основании средней долларовой процентной **ставки**, которая выводится из ставок различных банков; обратятся ли они к информационной службе **Telerate** (страница 3750, если кого интересует), где Британская банковская ассоциация (British Bankers Association) публикует величину ЛИБОР? Скорее всего, нет. **А** что, если вы выбрали не тот наперсток?

И вы, будучи фондовым менеджером, несмотря на такие думы пойдете на гигантский риск? Конечно, пойдете, так как, скорее всего, вы выберете нужный наперсток, бабушки и дедушки никогда ни о чем не догадаются, начальство сочтет вас гением, а вы получите большой и красивый **чек** на премиальные. Если же вы поднимете другой наперсток и трехмесячная ЛИБОР существенно возрастет, ваш фонд может обанкротиться, округу здорово не повезет, сограждане начнут с вами судиться. Но даже если вас выгонят с этой работы, то вы всегда сможете найти новую, да еще такую, что окажется лучше старой. Напористые фондовые менеджеры нужны всем.

Многие облигации из тех, которыми владел **округ Ориндж**, были еще более странными, нежели «облигации повышенной доходности с плавающей процентной ставкой», а курс их в очень большой степени зависел от операций, производимых вне Соединенных Штатов. Висконсин играл на японской иене, канадском долларе, итальянской лире, и список этот я могу **продолжать** и продолжать. Многие правительственные структуры приобретали PERLS, курс которых в определенной мере зависел от курса любой иностранной валюты.

Я очень удивился, обнаружив страстную любовь к Британии, испытываемую окружными администрациями, правительственными инвестиционными советами и муниципальными инвестиционными фондами. «Стерлинговые облигации с плавающей обратной ставкой», основывающиеся на британских процентных ставках, пользовались особенной популярностью в начале 90-х годов и раскупались так, будто бы это был «Гиннес» по десять

центов за бутылку. Общий объем продаж бумаг новой эмиссии в 1992 году в пересчете на доллары составил **более** миллиарда. В 1993 году американцы потратили на них 813 миллионов за одну (только одну!) неделю.

Из всех видов **британских** бумаг особенно интересным показались мне «трехлетние валютные защищенные стерлинговые облигации с плавающей обратной ставкой» (Three-Year Currency **Protected** Sterling Inverse Floater). Поскольку облигации были с плавающей обратной ставкой, величина выплат по ним находилась в обратной зависимости от процентной **ставки** и вычислялась по формуле, приведенной в условиях владения. Другими словами, при возрастании процентной ставки выплаты уменьшались.

Тем не менее доход по этим облигациям зависел не только от ЛИБОР. Процент, выплачиваемый по облигациям, определялся двухлетним свопом с погашением в фунтах стерлингов. Двухлетняя ставка — фиксированный процент по процентному свопу в случае вашего согласия платить по плавающей ставке, основанной на ЛИБОР. В этом случае ставки устанавливались в британской валюте, то есть в фунтах стерлингов, следовательно, раз в полгода вы должны были определять эту ставку, а размер получаемой купонной выплаты составил бы фиксированный процент, за вычетом двухлетнего стерлингового свопа. Таким образом, покупая облигацию, вы рассчитывали, что британская процентная ставка снизится, но в отличие от прочих бумаг, ценность которых зависела от британской ставки непосредственно, в данном случае присутствовала зависимость **косвенная**, определяемая наиболее трудоемким и сложным для понимания способом из всех возможных.

Прелесть же исследуемой нами облигации состояла в возможности надежно спрятать торговлю производными от взглядов публики. Представьте себя на месте купившего эту бумагу управляющего фондом. Вам не надо было бы говорить ни начальству, **ни** контролирующим органам: «А посмотрите-ка, что у меня есть! Я тут прикупил трехлетние валютные защищенные стерлинговые обли-

гации с плавающей обратной ставкой». Никто бы ни о чем и не догадался. Кроме того, британские бумаги выглядели такими же непотопляемыми, как и трехлетние облигации в высшей степени надежной Федеральной корпорации ипотечного жилищного кредитования (Federal Home Loan Mortgage Corporation), более известной под именем «Фредди Мак». Покупатель походил на несовершеннолетнего оболтуса, дающего деньги местному бомжу, чтобы тот купил ему спиртного, а потом добавлявшего это пойло в кока-колу и пьющего такую дикуую смесь на глазах у ничего не подозревающих родителей. Правда, в **нашем** случае роль бомжа брал на себя инвестиционный банк, труды которого оплачивались весьма неплохо.

«Фредди Мак», имевшая головной офис в шикарной резиденции McLean (Вирджиния), могла служить великолепным прикрытием. Это правительственное агентство, гарантировавшее жилищную ипотеку, с начала 1993 года также эмитировало производные, очень сложные для понимания. Агентство просто использовало производные, которые выпускал инвестиционный банк для получения займов по более низкой цене. Банк структурировал эмиссию и разделил риск. «Фредди Мак» обеспечила гарантии кредита. Всех устраивало и то, что купонные выплаты составили 16,05% за вычетом двойной ставки двухлетнего стерлингового свопа, причем выплачивались они раз в полгода на протяжении трех лет в долларах США. Дай Бог «Фредди Мак» здоровья! Ведь контора-то высшей категории надежности, обязательства ее безоговорочно обеспечиваются Казначейством США. Такие облигации может купить любой.

А теперь представьте ваш местный инвестиционный совет. Утреннее заседание, на котором уже успели проголосовать за новое районирование, заслушать жалобы на новую программу борьбы за безопасность на улицах, а теперь все члены совета напряженно ждут новой величины двухлетнего стерлингового свопа, публикуемого «International Financing Review» на 42 279 странице Telerate за два дня до купонной выплаты.

Разбираясь с этим видом сделок, я ощутил себя в какой-то сумеречной зоне инвестиционной политики, где на замысловатых загадочных производных с плавающим обратным курсом бездарно терял деньги не только округ **Ориндж**, но и округ **Эскамбия**, и Санкт-Петербург, что во Флориде, и округ **Сандускай**, и множество муниципалитетов Огайо, и колледж Одессы, что в Техасе, и даже Баптистская миссионерская ассоциация Америки.

Какие же причины могли побудить не склонные к изыскам правительства штатов и администрации округов играть на понижение британских двухлетних свопов? От их жилищ и до Миссисипи-то сотни миль, а уж до Темзы — вообще тысячи. На каком основании руководство провинциального колледжа или члены городского совета решили, что на той стороне Атлантики снизится ставка стерлингового свопа?

Ну, допустим, поверили финансовым аналитикам. А вот как они угадали, какие именно производные из числа рекомендованных этими независимыми экспертами следует покупать, чтобы воспользоваться выгодами предполагаемого уменьшения процентных ставок? Аналитики предсказали снижение уровня инфляции в Великобритании, что в свою очередь должно привести к уменьшению процентных ставок. Но в то же время кривая стерлинговой доходности круто пошла вверх, что подразумевает еще более резкий подъем форвардной кривой, а значит, предвещает рост процентных ставок. Ситуация, таким образом, располагала к игре на понижение форвардной доходности. И каковы должны быть ваши действия?

Аналитики инвестиционных банков обладали фантастической способностью генерировать предсказания, противоречащие динамике форвардных ставок. И каждый раз после того как эксперты изрекали что-нибудь умное, группы производных должны были осуществлять сделки, основанные на таких сотрясениях воздуха. Хотя, быть может, существует и иное объяснение.

Международный колорит американским потерям на производных придавало то, что многие административные образования США приобретали иностранные долго-

вые бумаги, эмитированные такими организациями, как **Rabobank**, Nordic Investment Bank, Svenska **Handelsbanken**, Deutsche Bank и Abbey National. Эпидемия потерь выплеснулась и за пределы Соединенных Штатов. Не так давно Британский суд постановил, что лондонский административный район Хаммерсмит и Фулем, потерявший на свопах сумасшедшие деньги, имел право считать эти свопы недействительными. Другими словами, район не должен был выплачивать вообще ничего, так как, являясь административным образованием, он не имел права участвовать в сделках с производными такого рода. Сделки, таким образом, были аннулированы. Постановление породило лавину аналогичных судебных исков, большая часть которых была удовлетворена. Стороны гражданских судебных процессов в США пристально следили за разворачивающимися в Великобритании событиями, тем более теперь, когда их ряды умножились в связи со скандалом в округе **Ориндж**.

Участие европейских эмитентов в финансовой жизни Америки представлялось вполне логичным. Первые рынки производных появились в Европе в 1688 году, когда трейдеры Амстердамской фондовой биржи принялись заключать производные контракты. Теперь же, после многих лет развития сделок с производными в Америке, производные бумаги начали возвращаться на историческую родину.

Глобализация финансовых рынков необратима и отнюдь не ограничивается сектором производных. Даже Morgan Stanley не так давно провел переговоры о слиянии с некоторыми европейскими банками для использования преимуществ переноса деловой активности в Лондон и континентальную Европу. Одним из претендентов на руку и сердце Morgan Stanley был S. G. Warburg, оставшийся ни с чем, в частности, из-за спора по поводу имени новой фирмы. Страшила предложил назвать банк **Mor-War**, но это была только шутка. Никакая глобальная экспансия со стороны Morgan Stanley не стоила потери его гордого имени.

## Глава 9

# *Эффект текилы*

Даже активно разворачивая глобальную экспансию, Morgan Stanley готовился к худшему. Руководство фирмы хотело встретить во всеоружии любую финансовую катастрофу. **А** что, если фондовый рынок рухнет? **А** что, если большинство крупных компаний прогорит? **А** что, если Мексика...? **Действия**, предусмотренные фирмой на случай финансовых бедствий, были хорошо известны в инвестиционных кругах и несколько лет назад описывались в журнале «Institutional Investor». Содержались же планы в так называемой Синей тетради.

Конечно, Morgan Stanley имел не единственную синюю тетрадь. В отличие от школьных тетрадок, заполненных умными ответами на вопросы хитрых экзаменаторов, собственность Morgan Stanley содержала детально разработанные планы действий в различных непростых и порой трагических ситуациях, способных сложиться на финансовых рынках. В Morgan Stanley периодически проводились собрания, на которых ветераны **отрасли** — мозг **фирмы** — прогнозировали неприятные события и вырабатывали меры по их преодолению. Высшие руководители, правда, эти сборища недолюбливали. Они бормотали

о непрерывной писанине в надоевших им до смерти синих тетрадах и сравнивали их с курсовыми работами. Тем не менее все отлично понимали: польза от такого подхода к делу с лихвой перевешивает все затраты и неудобства — ведь фирма, как правило, серьезных ошибок не совершала. За шесть лет, прошедших после начала продажи акций на бирже, Morgan Stanley удалось избежать крупных потрясений и добиться высочайшего уровня доходности собственного капитала — 25% — среди американских фирм, торгующих государственными ценными бумагами. Синие тетради свидетельствовали, что несмотря на развитие компанией направлений, сопряженных с постоянно возрастающим риском, в Morgan Stanley все равно оставались хранители классических традиций. И это помогало.

На дворе стоял конец 1994 года, в Мексике мы пахали землю носом, но Синяя тетрадь предсказывала злоеущие события. Один из трейдеров фирмы, работавший на новых рынках, занял два миллиона долларов на высокорисковые бумаги, исходя из минимального изменения процентной ставки по сравнению с базисной (что представляло гигантский риск потенциальных убытков), а мы продолжали продавать «творческие» производные, связанные с Мексикой. Некоторые менеджеры Morgan Stanley стали проявлять признаки беспокойства относительно перегрева мексиканского рынка. Многие эксперты считали, что катастрофа в одной из латиноамериканских стран немедленно распространится и на остальные. По аналогии с эффектом домино — термином, возникшим несколько десятилетий назад, — мы называли такой вариант развития событий *эффектом текилы*. Начальство, тем не менее, считало эту перспективу хотя и возможной, но крайне маловероятной.

Я же, полагая, что мои рынки продолжат развиваться и в мое отсутствие, решил взять отпуск: хотелось снова почувствовать себя человеком. Вернулся я на работу 1 декабря, как раз к инаугурации Эрнесто Седийо, нового президента Мексики. Фаворитом избирательной компании Седийо не был: такового перед выборами застрели-

ли. Но даже убийство наиболее вероятного кандидата в президенты оказалось не в силах подорвать доверие к мексиканским рынкам. В связи с отсутствием конкурентов в своей весовой категории Седийо победил на выборах легко. После смерти кандидата в президенты в Morgan Stanley появился краткий меморандум, в котором говорилось: «Убийство в Мексике, как и ожидалось, оказало негативное воздействие на рынок». Тем не менее **рынок** от удара оправился довольно быстро. **Бидьют** Сен соизволил сострить: «Каждый раз, когда я хочу вести дела в Мексике, там кого-нибудь убивают», — что было недалеко от истины. Но все равно в этой стране царило приподнятое настроение.

В начале декабря группа производных несколько встревилась, когда какой-то покупатель аргентинских **Pre4 Trust** заявил, что не против приобрести еще немного этих облигаций. Двумя месяцами раньше мы предложили тому же покупателю цену порядка 95 долларов, но с тех пор бумаги успели подешеветь. Пока мы пытались вычислить сегодняшнюю стоимость **Pre4 Trust**, на огонек за новыми данными заглянул один трейдер. Он нервничал, не зная, согласимся ли мы купить облигации по справедливой цене. Трейдер все еще считал, что, если мы чересчур опустим цену, инвесторы смогут понять, сколько **Morgan Stanley** наварил на этой сделке. Посетитель, заметно нервничая, задал мне вопрос:

— Как наши дела в округе **Ориндж**?

Оторвавшись от работы, я посмотрел на него:

— Округе **Ориндж**? Это вы о чем?

Засмеявшись, он начал оправдываться:

— **Фрейди**стская оговорка. Я имел в виду наши дела с **Pre4 Trust**.

После моих объяснений мы почесали языки о том, как повезло фирме, что в этом году она ухитрилась избежать крупных проблем. К нам подсел еще один менеджер и немедленно начал жаловаться на адвокатов компании, за уши оттащивших его от сделки, которую, по их мнению, могли счесть незаконной. Он шутил на тюремную тему и утверждал, что если бы дочь увидела его на свидании в

одежде заключенного, то обязательно спросила бы: «Мамочка, а почему на папе новый костюм? У него новая работа?» Конфликт с законом представлялся нам маловероятным.

Несмотря на проблемы с округом **Ориндж**, в начале декабря настроение в группе производных было праздничным. Мы витали в типичной предрождественской атмосфере, состоящей из смеси напряжения и жизнерадостности. Обсуждались грядущие премии, интимная жизнь коллег, мы сплетничали о начальстве, делами же почти не занимались. Уже недалеко была посвященная концу года вечеринка, и настало самое время призадуматься над смыслом жизни. В день перед ожидаемым сборищем жизнь на рынках еле теплилась, продавцы предавались воспоминаниям. Когда мы переключились на беседу о некоторых совершенных группой сделках, сомнительных с точки зрения закона, один парень сказал: «Чтобы стать хорошим бизнесменом, надо быть уголовником в душе». С этим согласились почти все присутствующие. Многие продавцы подумывали об уходе из нашей группы. Один из них планировал вернуться в Индию и принять участие в семейном бизнесе, несколько человек размышляли над предложениями разных фирм, другие хотели перейти в иные структуры Morgan Stanley. Ситуация с продажей **производных** не беспокоила никого. Как всегда под завязку набитый новыми идеями Страшила предложил переименовать группу производных продуктов в группу товаров для **извращенцев\***, поскольку только так, по его словам, мы могли рассчитывать привлечь к себе хоть чье-то внимание.

Мы смеялись над другими отделами, приносящими небольшую прибыль, и над худшими продавцами фирмы, которые и без нас страдали от притягиваемых ими взглядов. В Morgan Stanley упорно циркулировала исто-

\* Дело в том, что по-английски «группа товаров для извращенцев» — «Deviant Products Group», а «группа производных продуктов» — «Derivative Products Group», то есть обоим этим названиям соответствовала бы аббревиатура **DPG**. — *Примеч. ред.*

**рия** о свирепом менеджере, накануне **Нового** года втоптавшем в грязь бестолкового продавца.

Как повествует фольклор, менеджер пытался объяснить парню суть довольно простой сделки, но тот упорно не мог понять ее смысл. Особым умом несчастный не блистал, и вообще за год наторговал не так уж и много. Менеджер все свирепел и свирепел. Он попытался объяснить еще раз, но успеха не достиг. **Наконец**, разъяренный менеджер задал главный вопрос:

— Почему ты не можешь **работать**?

Ответа не последовало.

— Послушай, ты что, совсем тупой? Это легкая работа. С ней справится кто угодно. Ты **звонишь** клиентам и продаешь им облигации. **Они** любят облигации. Почему ты не можешь этого сделать?

И эти вопросы остались без ответа. **Менеджер** просто озверел.

— Мать твою так! С этой работой любой справится! Ее может сделать хоть двадцатилетний сопляк! Да с ней справится собака шелудивая!

Проорав последние слова, менеджер понял, что его посетила блестящая идея. Он **взвopil**:

— Эй, кто-нибудь! Раздобудьте-ка мне собаку!

Никто не пошевелился. Менеджер продолжал надрываться:

— Вы что, все оглохли? Я выгоняю этого придурка к чертовой матери! На его место я беру собаку! Кто-нибудь, приведите собаку! Мне нужен пес! Немедленно! Тащите сюда шелудивую собаку!

Несколько младших продавцов побежали на улицы **Манхэттена** ловить собак. Наш несчастный герой сидел, молчал и жалобно смотрел на шефа. А тот, отнюдь не исполненный праздничного благодушия, продолжал орать: «Хочу шелудивую собаку!»

Сия милая история пошла гулять по всей Уолл-стрит, поскольку не каждый день **услышишь**, что старший продавец или трейдер, **неудовлетворенный** успехами подчиненного, желает заменить его на рабочем месте собакой.

Сомневаюсь, чтобы кого-нибудь из нас смогли заменить даже несколько собак.

Я продолжал вести с продавцами легкую беседу, мы прогуливались сначала по нашему залу, потом вышли в город и по Мэдисон-авеню дошли до фешенебельного «Максима», где в этом году должен был состояться предновогодний вечер.

Зрелище поражало своим великолепием. Две устланные красными коврами лестницы вели в увешанный зеркалами, в количестве просто-таки сверхъестественном, бар. Располагавшийся неподалеку гигантский банкетный зал заполняли элегантно накрытые столы. Спиртное текло рекой. Мы со Страшилой стояли в баре и употребляли шотландский виски, как вдруг мне на глаза попался Питер Карчес, шеф торговой площадки и наиболее вероятный глава фирмы в случае, если Джон Мак решит когда-нибудь уйти на пенсию. Несколько раз я был удостоен Карчесом коротких бесед по рабочим вопросам, и сейчас, будучи слегка под градусом, решил подойти к нему сам. Обменявшись рукопожатием, я напомнил ему, что работаю в группе производных. Он ответил, что узнал меня, и мы начали обсуждать некоторые наиболее прибыльные сделки с производными бумагами за последний год. Карчес жаловался на жизнь, на то, что в уходящем году на производных зарабатывать стало очень тяжело. Я попросил его не вышвыривать меня с работы, и Карчес рассмеялся в ответ. Мы прошлись на счет плохой репутации производных бумаг, округа **Ориндж** и **ВТ**. Со стороны мы выглядели как старые друзья. Мне хотелось работать непосредственно с ним гораздо больше, чем с Королевой или Страшилой.

Вечер прошел очень мило и без мордобоя, что для соборищ сотрудников инвестиционных банков — редкость. Одного из моих коллег по прошлой работе выкинули с вечеринки, а потом и попросили уйти с работы по собственному желанию, поскольку он сошелся в рукопашной с руководителем отдела правительственных облигаций. На своем веку я повидал множество пьяных драк между продавцами, наблюдал и результат одной из них —

беднягу, раненного в голову «розочкой» из пивной бутылки. На нынешнем **вечере** по сравнению с теми царило спокойствие и благочиние. Тут были и танцы, и развлечения, и море спиртного, а вот мордобоя не было.

Но вернемся к работе: при получении известия о неспособности Banco **Serfin** — того самого, выбравшего своим логотипом знак радиационной опасности, — вернуть Morgan Stanley 65 миллионов долларов, одолженных на внешнеторговую сделку, напряжение слегка возросло, но только на несколько часов. К счастью, тревога оказалась ложной. Причиной ее **стала** задержка, произошедшая по вине Fed **Wire**, и уже на следующий день доллары поступили на счет группы производных.

Хотя взорвавшийся неподалеку снаряд и не нанес вреда нашей группе в финансовом аспекте, эпизод заставил задуматься о Мексике, мексиканских банках, MEXUS и о сделке с облигациями PLUS, над которой я работал весь июнь. Облигации MEXUS были только шестимесечными и в скором времени, а именно во вторник 20 декабря, подлежали погашению. Banco Serfin владел «**младшей**» облигацией MEXUS, и цена ее в значительной степени зависела от курса песо на момент закрытия биржи в прошлую пятницу. До нас дошли плохие вести о беспорядках в Чапасе и связанной с ними легкой встряске мексиканского рынка, но, к счастью, при закрытии биржи песо не вышло за пределы коридора, в котором пытался его удерживать Центральный банк Мексики. Проблем с MEXUS не предвиделось.

Нас все еще одолевали думы о Мексике. Резервы иностранной валюты Центрального банка сокращались с большой скоростью, и торговый дефицит этой страны составил уже 17 миллиардов долларов США. Мексиканское песо представляло все больший риск для покупателей облигаций и находилось под давлением, заставлявшим его падать. Помимо MEXUS к завершению близилась и еще одна сделка с облигациями PLUS, срок погашения которых наступал 15 января. Множество крупных инвесторов, в том числе Morgan Stanley, бежали из

страны. На протяжении последних недель доллары из Мексики вывозили чуть ли не в чемоданах. Нас ждал напряженный месяц.

Существовала еще одна проблема. Хотя облигации PLUS и представлялись некоторым инвесторам чересчур рискованными, а инвестиционным менеджерам — почти верхом совершенства, для мексиканских банков они оказались рискованными недостаточно. Для удовлетворения своих appetitов банки увеличивали степень риска. С их точки зрения PLUS надо было продавать, но никак не покупать. До 1994 года наблюдалась обратная ситуация, мексиканские банки бросались на эти облигации, как голодные, они хотели бы купить что-нибудь еще более рискованное, чем PLUS. Банки просто жаждали сыграть в рулетку. Они страшно желали финансовых рычагов — займов и риска посильнее. Как сказал на ломаном английском **хмелеющий** от своих слов красавец-мужчина Херардо Варгас из Banamex: «Я сходить с ума от финансовый рычаг!»

Мы решили побаловать мексиканские банки жирным куском в виде производных, насыщенных долговыми обязательствами под названием «свопы общей доходности» (СОД) (Total Return Swaps). Одну из сделок с СОД я провернул со своим бывшим **шефом** из First Boston как раз перед тем, как уйти. Morgan Stanley же резвился на этом поле весь 1994 год. СОД походили на покупку ценных бумаг с маржей с тем исключением, что вы могли занять более половины суммарных вложений.

Впервые я узнал о «свопах общей доходности» из беседы с одним торговцем производными, когда упрасивал его объяснить, что такое своп с обыкновенными акциями. Я слышал, что многие богатенькие господа использовали своп с акциями для ухода от уплаты налогов. Оказалось, что этот своп — всего лишь одна из разновидностей «свопа общей доходности», хотя тогда я таких вещей не знал.

Вот все, что мне было известно: своп представляет собой соглашение об обмене платежами в течение определенного времени. Я считал, что у свопа есть множество

положительных сторон. Например, наиболее распространенный его вид — процентный своп — способен предотвратить кризис ссудо-сберегательных ассоциаций вроде произошедшего в 1980-х годах, когда людям, купившим дома, **предоставлялись** кредиты под фиксированный процент. Поскольку заемщики платили ссудо-сберегательным учреждениям фиксированные **проценты**, те, в свою очередь, обладали фиксированными активами, но тем не менее должны были выплачивать вкладчикам процент по плавающей ставке, которая изменялась ежедневно. В силу этого их обязательства тоже «плавали». А когда у ссудо-сберегательных ассоциаций активы фиксированные, а обязательства «плавающие», возникают проблемы. При возрастании краткосрочной процентной ставки «плавающие» обязательства тоже растут, но фиксированные активы-то нет. С подобными затруднениями в 80-х годах столкнулись многие ссудо-сберегательные учреждения.

Одним из решений этой головоломки мог бы стать процентный своп. Вот как в таком случае развиваются события: ссудо-сберегательная ассоциация находит инвестиционный банк и заключает с ним договор, в котором предусматривается сумма, **допустим 10 миллионов**, и срок погашения, скажем пять лет. После этого ассоциация выплачивает инвестиционному банку фиксированный процент с оговоренной суммы вплоть до срока погашения, а инвестиционный банк выплачивает ассоциации плавающий процент. Таким **образом**, ссудо-сберегательная ассоциация приводит в соответствие ставки по своим активам и обязательствам. Когда ассоциация получает фиксированный доход от заемщиков, она выплачивает инвестиционному банку фиксированный процент по свопу. Когда же ассоциация получает от инвестиционного банка платежи по свопу с плавающей процентной ставкой, она выплачивает плавающий процент по вкладам. Полагаю, что это достаточное основание для использования свопов, и, конечно же, так и следовало поступать ссудо-сберегательным учреждениям в 80-е годы.

Тем не менее свопы на финансовых рынках могут выступать в роли как доктора **Джекила**, так и мистера Хай-

да, поскольку использовать их можно не только с благими намерениями. Своп с обыкновенными акциями основывается на тех же принципах, что и процентный своп, но преследует совершенно иную цель. Своп с обыкновенными акциями представляет собой контракт, заключаемый, как правило, между банком и частным лицом, причем частное лицо соглашается уступить банку доход со своих акций, а банк принимает на себя обязательство выплачивать частному лицу наличные, зачастую до получения дохода. Своп с обыкновенными акциями сам по себе ценной бумагой не является и до недавнего времени вообще не подлежал регулированию, а сообщать о нем не требовалось никому, даже налоговой инспекции.

Допустим, небедный господин — назовем его мистер Богатенький **Буратино**, — желающий избежать связанных с продажей акций проблем, на самом деле, вступая в своп с обыкновенными акциями, фактически их продает. Инвестиционный банк заплатит мистеру Б. Б. наличными, а тот по **истечении** определенного времени выплатит банку общий доход с акций — дивиденды и прирост капитала за счет повышения курса акций. Таким образом, мистер Б. Б. получает деньги, как если бы он свои акции продал, хотя в техническом смысле продажи не было.

**Каждый**, кто хочет продать подорожавшие акции, не признаваясь в приросте капитала, чтобы избежать уплаты связанных с этим налогов, может воспользоваться свопом с обыкновенными акциями. Своп этот продажей не считается, поскольку юридически человек продолжает владеть своими акциями. Таким **образом**, существует возможность получать прибыль, не платя никаких налогов, а значит, богатым владельцам акций уже незачем умасливать политиков, чтобы те отменили налоги на приращение капитала. Инвестиционные банки предлагают каждому отдельному человеку совершенно секретную индивидуальную лазейку для уклонения от налога на приращение капитала. В последние годы сбор упомянутых налогов в США практически свелся к нулю, и основная заслуга в этом принадлежит свопу с обыкновенными акциями.

Что касается инвестиционных банков, то для них свопы с обыкновенными акциями не сопряжены с рыночным риском, поскольку в период ожидания платежей от держателя акций они могут подстраховаться короткой продажей, торгуя акциями, им не принадлежащими. Если цена на них упадет, банк получит меньшие платежи от владельца, но, в свою очередь, снизится и **выручка** от коротких продаж. Таким образом, для инвестиционных банков своп с обыкновенными акциями — это совершенно безрисковая дойная корова.

Время шло, сведения о свопах с обыкновенными акциями становились достоянием гласности, и в конце концов регулирующие органы начали думать, как с ними бороться. Вот только один пример: 29 марта 1994 года А. Лорн Уэйл, председатель и директор-распорядитель Autotote Corporation, фирмы — устроителя лотерей и производителя инвентаря для азартных игр, завершил получившую широкую известность сделку по свопу с обыкновенными акциями с Bankers Trust. Уэйл практически продал принадлежавшие ему акции Autotote, но налог на приращение капитала не уплатил, во-первых, и право голоса в корпорации не потерял, во-вторых. Bankers Trust согласился заплатить **Уэйлу** за принадлежащие ему 500 тысяч акций **13,4** миллиона долларов, да еще и плавающий процент с этой суммы. Уэйл, в свою очередь, обязался выплачивать БТ все квартальные дивиденды со своих акций. Спустя пять лет Уэйл должен был получить дополнительную сумму в случае снижения биржевой цены или же произвести дополнительные платежи, если бы биржевая цена повысилась. С экономической точки зрения Уэйл больше не имел к своим акциям никакого отношения, но формально он все еще оставался их владельцем.

Я хорошо помню газетную статью об этой сделке. Мне с трудом верилось, что такая практика широко распространена. Свопы с обыкновенными акциями представляли собой классическое, ничем не замутненное налоговое жульничество. На мой вопрос, заданный одному продавцу, большие ли деньги свопы с ценными бумагами приносят банкам, тот поперхнулся, выкатил глаза и выдавил:

«Ты смеешься? Пункты!» Тут следует сказать, что **пункт** — это 1% от общей стоимости сделки, определяемой, как правило, на основе текущей стоимости акций. Хриплый стон: «Пункты!» означал, что банки купались в деньгах. Допустим, все тот же мистер Богатенький **Бура-тино** имеет акции на 100 миллионов долларов. Если он их продаст, то должен будет уплатить налог — 10 миллионов долларов. Заключив своп с обыкновенными акциями на 100 миллионов, банк в качестве гонорара получит один миллион, причем риска никакого, а **усилий** — чуть-чуть. Мистер Б. Б. сохранит не один и не два миллиона, поскольку налогов платить не станет, продавцам производных достанутся шикарные комиссионные, и все будут довольны. Все, кроме Казначейства **США**. Да, мы забыли еще и честных налогоплательщиков.

Свопы с ценными бумагами — практически единственный ответ на вопрос, почему американские корпорации почти не платили налоги на приращение капитала. Веселая жизнь продолжалась несколько лет; на Уолл-стрит подхватили и развили идею таких свопов, перенесли ее и на другие рынки, в том числе в Мексику. Одной из наиболее популярных версий такого **свопа** в Morgan Stanley стал упомянутый мною ранее «своп общей доходности I». Вот его механизм.

Допустим, мексиканский банк захочет заключить СОД с группой производных. **В** этом случае они просто подписывают контракт, в соответствии с которым, во-первых, мексиканский банк должен выплачивать доход группе производных и, во-вторых, группа производных обязуется выплатить мексиканскому банку «общий доход» по каким-либо заранее выбранным ценным бумагам. Для большинства банков страны кактусов такими заранее оговоренными бумагами стали мексиканские облигации — как правило, краткосрочные номинированные в песо обязательства мексиканского правительства, именуемые Cetes. Иногда мы называли такие контракты «свопы с Cetes», **иногда** — «свопы в песо». Например, мексиканский банк соглашается выплачивать группе производных

8% со 100 миллионов долларов на протяжении полугода, а взамен группа производных шесть месяцев выплачивает банку доход с Cetes на 100 миллионов долларов. Если курс песо по отношению к американскому доллару не снижается, доход с облигаций должен составить 16%. Таковы типичные условия «свопов в песо». **С точки** зрения мексиканских банков «свопы в песо» — это подкрепленные займами инвестиции в Мексике. Банк занимает деньги у Morgan Stanley и получает доход от мексиканских облигаций.

Почему же «свопы в песо» пользовались такой популярностью в **Мексике**? Прежде всего, они были выгодны, поскольку позволяли играть по-крупному на относительно высоких местных процентных ставках, так как предполагали неизменно высокий курс песо и неуклонное исполнение правительством своих обязательств. Если бы Cetes были погашены в полном объеме, а песо не подешевело, то мексиканские банки получили бы на правительственных облигациях, допустим, 16%, но оставались должны Morgan Stanley лишь заемную ставку, скажем 8%. Если бы к тому времени песо сохраняло стабильность, то спред составил бы 8%. Учитывая гигантское количество «свопов в песо», такой спред стал бы подарком судьбы.

Но, что еще важнее, «свопы в песо» позволяли мексиканским банкам играть все более и более по-крупному как без огласки, так и без отрицательных последствий. Вообще-то банки хотели бы занять столько, сколько им дадут, и купить столько мексиканских облигаций, на сколько хватит денег. «Свопы в песо», по сути своей, были тем же, что и покупка мексиканских ценных бумаг на взятые в долг американские доллары, но в связи с ограничением размеров кредитов и прочими препятствиями для мексиканских банков делать займы непосредственно оказалось невозможно.

Когда банк занимает деньги и покупает облигации, эти действия фиксируются в его бухгалтерском балансе, что имеет свои издержки: заем записывается в обязательства, а **купленные** облигации — в активы. Международная система, регулирующая банковскую деятельность,

требует, чтобы банки держали определенный минимальный резерв капитала, зависящий от величины балансовых активов и обязательств. Если же эти активы и обязательства растут, то банку необходим больший капитал для защиты от возможных потерь. Такие правила преследуют цель предотвратить банкротство, поскольку при их соблюдении у банка всегда достаточно средств для покрытия любых потерь, особенно в случае краха рынка.

К 1994 году балансы банков, работавших в соответствии с изложенными правилами, «переполнились». Банки опьянели от игры с песо на занятые деньги, и только высокие резервные требования к капиталу и жесткое регулирование их деятельности препятствовали тому, чтобы они занимали или покупали все больше и больше. «Свопы в песо» позволяли мексиканским банкам увеличить масштабы своих игр, избегая этих издержек и в обход регулирующих правил. Банки возлюбили свопы, поскольку в отличие от любой другой формы займа денег они не отражались в балансе и, таким образом, не подпадали под резервные требования и регулирующие нормы. Другими словами, для балансовых отчетов «свопы в песо» оказались невидимками.

Мексика была отнюдь не единственной страной с либеральными и благоприятными правилами сделок по свопам. Международная ассоциация **своповых** дилеров (International Swaps Dealers Association), в которую входили 150 дилеров из всех уголков планеты, многие годы лоббировала отмену регламентации свопов, аргументируя свою позицию так: «Следует подчеркнуть, что своп ни разу не оказался мошенничеством либо иной противозаконной деятельностью, не говоря уже о невозможности принуждения к сделке». В октябре 1992 года конгресс дал право Комиссии по торговле товарными фьючерсами (**КТТФ**) (Commodity Futures Trading Commission, **CFTC**) исключить свопы из сферы действия регулирующих норм. Во время президентства Джорджа Буша-отца **своповые** дилеры развили в КТТФ бешеную лоббистскую активность, добиваясь использования этого права, и, наконец, незадолго до вступления в должность Клинтона в январе 1993 года

комиссия под председательством **Уэнди** Гремм, жены кандидата в президенты от республиканцев **Фила** Гремма, сдалась. Решение было названо прощальным подарком республиканцев своповым дилерам.

Пользуясь «свопами в песо», банки Мексики в обход законов занимали доллары и покупали правительственные облигации. Мексиканское законодательство, регулирующее банковскую деятельность, скорее всего, не оставило бы без внимания тех, кто попытался бы осуществить такую сделку напрямую. Примеры тому имелись. И напротив, вероятность того, что должностные лица вдруг ни с того ни с сего начнут копать в заключаемых без широкой огласки и не обязательных к обнародованию контрактах, стремилась к нулю.

Мексиканские банки резвились **как** дети, заключать прибыльные сделки в песо стало просто неприличным, и если бы валюта страны кактусов оставалась стабильной, никто ни о чем и не узнал бы. Тем не менее, пожирая втихую «свопы в песо» на гигантские суммы, мексиканские банки заработали расстройство желудка. Лучше бы им было не переедать, следуя в русле определенной **НАФТА\*** стратегии экономических перемен. Банки же вместо этого сначала наелись облигациями **PLUS**, а сейчас усиленно догонялись «свопами в песо». Если банк ест много, а в весе не прибавляет, — значит, что-то с ним не так.

**Morgan Stanley** отличался более трезвым подходом к таким сделкам. В «свопах с песо» мы ставили на тех, против кого играли банки Мексики, но ставка наша была такой же рискованной и труднопонижаемой, **как** и у наших **партнеров**. Мы согласились получать американские доллары и выплачивать мексиканские песо, причем и те и другие по особому курсу. Если бы мы не подстраховались, то заработали бы в трех случаях: при снижении процентной ставки в США, при повышении процентной

Североамериканское соглашение о зоне свободной торговли. Принятая в России аббревиатура англоязычного названия North America Free Trade Agreement (NAFTA). — *Примеч. ред.*

ставки в Мексике и при падении курса песо по отношению к доллару.

Тем не менее Morgan Stanley не находил в такой ситуации ничего привлекательного, поскольку доллары были «длинными», а песо — «короткими» («длинное» — это то, что покупается, а «короткое» — то, что продается); требовалось обезопасить себя от риска, а лучший способ сделать это — переложить риск на другого, в нашем случае — на другого инвестора. Мы не хотели, чтобы наши прибыли попали в зависимость от колебаний различных мексиканских и американских процентных ставок. Все, что нам было надо, — получить свой скромный гонорар.

Мы очень просто добились значительного снижения степени риска: покупкой и владением Cetes, мексиканскими правительственными облигациями, бывшими базой платежей по «свопам в песо». Купив Cetes, мы перестали бояться любых колебаний ставок. Если Cetes подорожают, точно так же возрастет и объем наших платежей мексиканским банкам по «свопам в песо», и наоборот. При этом мексиканский банк платит нам высокую долларовую ставку с типичным спредом относительно казначейских бумаг около 200 базисных пунктов, или 2%, тогда как мы можем сделать заем с гораздо более низким спредом, около 25 базисных пунктов. После покупки Cetes мы превратились в посредников, играющих на разнице в спредах заемных ставок. Разница эта могла означать гигантскую выручку, зависящую от объема **своповых** сделок.

К сожалению, все на свете имеет две стороны, и наше владение Cetes поставило перед нами дополнительные проблемы. Хотя стоимость займа у Morgan Stanley и была ниже, чем у мексиканских банков, фирма не желала воспользоваться для описанной деятельности своими кредитными ресурсами. Баланс Morgan Stanley велся с ювелирной точностью и вместить в себя Cetes даже на несколько месяцев оказался не в состоянии. К счастью, нам удалось списать Cetes до погашения «свопов в песо», ссудив облигации другому банку, чей баланс составлялся с гораздо большими допусками. Ставшие общепринятыми сделки такого рода получили название «сдача баланса в

аренду» другому банку. Этот банк, как правило Wells Fargo, «покупал» у нас мексиканские облигации, заручившись нашим согласием «выкупить» их через несколько месяцев, в течение которых мы платили Wells Fargo вознаграждение за использование его баланса. Даже с учетом денег, выплачиваемых за «временное хранение» Cetes, навар со «свопов в песо» был довольно внушительным, а инвестиционные банки получали гонорар в размере чаще всего 1%. Один же процент от миллиардных объемов «свопов в песо» не мог составить менее 10 миллионов долларов.

Cetes принесли с собой для Morgan Stanley еще одну проблему: что делать, если правительство Мексики вдруг объявит дефолт **по** долгам? В таком случае нашему положению не позавидуешь. (По словам шефа — **отттрахают** нас как надо быть.) Почему? Хотя мы и не должны будем ничего платить мексиканским банкам, **поскольку** наши обязательства по «свопам в песо» в случае дефолта аннулируются, мы же ничего от мексиканских банков и не получим; более того, мы останемся должны те деньги, которые заняли, купив Cetes для снижения риска по свопам. Насколько велики наши обязательства? Да такие же, как и «свопы в песо». Тем не менее продавцы наиболее бурно развивающихся рынков уверяли, что ни Мексике, ни мексиканским банкам дефолт не грозит.

Мексиканские банки заявили, что будут драться за свопы до последнего. Всего же группа производных продала дюжины и дюжины «свопов в песо» стоимостью более чем на миллиард долларов. Я разработал компьютерную модель, предназначенную для определения степени риска различных свопов и зависимости Morgan Stanley от разных банков Мексики. Открывшаяся мне картина ошеломляла. Прежде всего, фирма решила ссудить мексиканским банкам более миллиарда долларов практически за одну ночь. Эта сумма примерно равнялась тому, что крупнейшие банки могли позволить себе вложить в Мексику до латиноамериканского кризиса платежей 1980-Х ГОДОВ. Даже в Morgan Stanley масштаб риска почти никто не представлял.

Только одному банку, Banco Serfm (обладателю радиационного логотипа), **Morgan Stanley** предоставил заем в десятки миллионов долларов, а ведь деятельность именно этого заведения признавалась самой рискованной во всей Мексике! Наш потенциальный риск в связи со свопами Serfm уже мог кого угодно заставить выпучить глаза от удивления уровнем менеджмента в фирме. Сценарий развития событий, взятый из Синей тетради, пугал. Если Мексика объявит дефолт, а мы останемся должны по всем «свопам в песо», фирма почует в бозе.

Правила игры с производными не исключали такой ситуации, поскольку основой их были внезапность и секретность. На протяжении нескольких недель Morgan Stanley вбухал в мексиканские банки больше, чем многие другие банки за годы. Деньги эти были «горячими», о чем часто предупреждали и политики, и представители регулирующих банковскую деятельность органов. «Горячие» доллары быстро поступали в страну, но так же быстро могли из нее уйти. Если бы Morgan Stanley почувствовал приближение кризиса в Мексике, то увел бы из нее деньги со скоростью света, причем сделки эти отследить было бы почти невозможно. В то время как займы, предоставляемые банками, являлись объектами и мексиканского, и американского законодательств, регулирующих банковскую деятельность, «свопы в песо» не лимитировались ничем. И опять-таки, мексиканским банкам не требовалось отражать эти свопы в бухгалтерских счетах, поскольку по их классификации «свопы в песо» — это «внебалансовые» статьи. Morgan Stanley не желал обнародовать свопы, так как они не являлись ценными бумагами и, благодаря последнему подарку республиканцев, сделанному в январе 1993 года, не подпадали под соответствующее законодательство США. Опириуя производными, финансовые институты получали возможность легко и быстро полностью трансформировать свою инвестиционную политику. В сжатые сроки фундамент мексиканской финансовой системы в корне изменился.

Меня очень беспокоили последствия этого изменения. Компьютерная модель пророчила все более возрастающий

риск, мексиканские запасы иностранной валюты продолжали съезживаться. Центральный банк Мексики отчаянно сражался за сохранение курса национальной валюты и в ходе своей борьбы тратил драгоценные, с трудом скопленные доллары США на покупку песо. Такая политика Центральному банку обходилась дорого.

Если бы ударил гром, молния очень быстро выжгла бы все вокруг. В сложившейся ситуации мексиканские банки шансов не имели. Дефолт могли объявить или банки, или правительство Мексики. Оставалась ли надежда на мексиканские суды по делам банкротства? Никакой!

Множество сделок с производными, и в том числе с облигациями PLUS, зависело от курса песо, а если песо рухнет, то нашим инвесторам **здорово** не повезет. Скорее всего, они нас затащат по судам. С учетом сказанного любая просочившаяся на свет божий информация о производных могла оказаться смертельной. Тем не менее, поделившись опасениями с коллегами, я обнаружил, что нахожусь в удручающем меньшинстве.

Насколько я понимал, собака была зарыта в **том**, что песо — валюта управляемая. Центральный банк Мексики устанавливал границы колебания его курса, то есть максимальную и минимальную цену покупки и продажи. Если вы хотели купить или продать песо, а по желаемой цене с вами никто сделку не заключал, всегда можно было отступить на позиции Центрального банка.

Заявленный Центральным банком Мексики потолок сдерживал рост мексиканской валюты. Курс песо не мог превысить установленный предел, поскольку при опасности такого роста банк начал бы продавать песо и покупать доллары, но эта ситуация была чисто теоретической, потому что мексиканская валюта отчетливо проявляла тенденцию как раз к снижению курса. Продавало доллары и покупало песо лишь меньшинство. Баланс между желающими купить и продать доллары еще сильнее нарушился в конце 1994 года.

Аналогично нижняя граница валютного коридора устанавливала минимально возможную цену на песо, поскольку при возникновении угрозы его падения ниже

определенной величины Центральный банк начинал покупать песо и продавать доллары по минимальной цене. По крайней мере, многие в это верили. При усилении тенденции снижения курса песо Центральный банк удовлетворил бы продавцов национальной валюты, пустив в ход свои резервы для продажи долларов и покупки песо. Участники мексиканского рынка привыкли считать: границы валютного коридора священны и нерушимы, во-первых, и Центральный банк отстоит песо любой ценой, во-вторых.

В последнее время Центральный банк Мексики подерживал неизменной границу верхнюю, но нижнюю смещал день за днем все дальше и дальше, открывая таким образом дорогу плавной девальвации песо. Подобная «бархатная» девальвация не стала бы для Мексики чем-то неожиданным, без нее было не обойтись — ведь мексиканские процентные ставки превышали американские. Вообще-то та страна из двух, в которой процентные ставки выше, может ожидать снижения курса своей валюты относительно валюты другой страны. Это основное экономическое правило на достаточно большом отрезке времени сбоя не дает.

Но, казалось, Мексика и не подозревает о существовании этого правила. Ожидаемого снижения курса песо так и не произошло, а вместо этого мексиканская валюта довольно надолго заняла положение в верхней части валютного коридора. Кажущаяся стабильность спровоцировала мексиканские банки на еще более безоглядную игру. Если бы курс песо не изменился, банки получили бы возможность собрать обильную жатву, продолжая занимать в США доллары и покупать на них номинированные в песо облигации. Подобная стратегия была абсолютно верной, но на долгое применение не рассчитанной. Песо не могло навечно остаться таким дорогим. Рано или поздно должно было сработать основное правило экономики.

Вопрос заключался лишь в одном: выживут банки или погибнут? Несмотря на все мое нежелание поверить в худшее, но наиболее вероятное, я считал, что действо-

вать надо исходя **из** правил, а не из исключений. Я сохранял уверенность в том, что экономические законы верны, а это означает скорый и неминуемый обвал песо. Я **был** настолько убежден в правильности своей позиции, что после жаркого спора с коллегой о судьбе мексиканской **валюты** предложил ему заключить пари на десять долларов, утверждая: год еще не закончится, а песо уже проломит нижнюю границу валютного коридора. На торговой площадке и 100, и **10 тысяч долларов** — суммы смешные. Но если вы рисковали десяткой из собственного кошелька, это говорило о многом. **Выигрыш** десяти долларов меня бы не обогатил, он подпитал бы мое самомнение.

Тем временем в декабре **1994** года и Morgan Stanley, и мексиканские банки продолжали считать **прибыли**, песо уверенно шествовало по отведенному ему коридору, но Morgan Stanley волновала проблема: что, если Мексика не объявит дефолт по долгам, а решит погасить свои облигации в своей **же** валюте, запретив держателям ценных бумаг конвертировать ее в доллары США? Как я уже говорил, Мексике гораздо легче напечатать песо, чем заработать доллары.

Мы обозвали риск такой неприятности **конвертационным** риском. Вероятность возникновения этой ситуации была весьма высока. Ранее мексиканское правительство поддерживало конвертируемость своей валюты запрещением сделок в валюте иностранной. Если оно опять захочет поиграть в старые игры, Morgan Stanley вместо долларов получит хренову тучу песо. Как же избавиться от этого дамоклов меча?

Мы **нашли** блестящий остроумный метод переложить **конвертационный** риск на плечи партнеров. Мы просто выпустили новые облигации, которые выглядели совершенно обычными, за одним небольшим исключением: если Мексика по какой-либо причине отменяла конвертируемость песо, они погашались не в американской валюте, а в мексиканской. Таким образом, рисковали уже не мы, а те, кто эти облигации у нас покупал.

А кто их у нас покупал? Быть может, вы думаете это был кто-то, желающий получить много-много песо? Многоопытный, склонный к перестраховке фонд? Мексиканская компания? Взаимный фонд, работающий на новых рынках? Не угадали. Какого самого неискушенного и неповоротливого инвестора вы в состоянии вообразить? Правильно. Morgan Stanley свалил конвертационный риск на мелкие страховые компании со Среднего Запада.

Группа производных мобилизовала на продажу этих облигаций самого напористого продавца фирмы. По причинам, мною так и не понятым, самые агрессивные продавцы работали в **сан-францисских** отделениях инвестиционных банков, причем клиенты их отнюдь не обязательно проживали в этом городе. Прославившийся в округе **Ориндж** Майкл Стейменсон являл собой типичного продавца из Сан-Франциско. Хотя если каждый день приходить на работу к четырем **утра**, — озвереешь. Как бы то ни было, Morgan Stanley в выборе продавца не ошибся. Этот тип немедленно позвонил одному из своих клиентов, небольшой страховой компании со Среднего Запада, и между ними произошел следующий разговор:

— Здорово, мужики! Ну как там в Д...? Нормально? Ну и хорошо. Тут я для вас припас одногодичные облигации. Они эмитированы высоконадежным банком — все **равно** что Республиканский банк Нью-Йорка или Немецкий банк. Бумажки эти принесут вам пятьдесят базисных пунктов лишних, это же на полпроцента больше, чем лондонская межбанковская ставка. Прикиньте: пятьдесят пунктов за просто так, и даже мозгами шевелить не надо. В чем подлянка? Никакой подлянки! Да, кстати, если мексиканское правительство запретит сделки в иностранной валюте, то денег вы не потеряете, просто отдадут их не в долларах, а в песо. Ну как?

— Ты сказал «Мексика»?

— Да, Мексика. Ну так как?

— А в Мексике ходит песо?

— Песо. Так сколько тебе облигаций?

— Ну, если я получу пятьдесят лишних базисных процентов... Наверное, миллионов на сорок, для начала.

Вот так небольшая страховая компания со Среднего Запада прикупила у Morgan Stanley много новых, очень красивых облигаций и чуть-чуть **конвертационного** риска.

А теперь постарайтесь представить себе последствия этой покупки. Бедная бабушка со Среднего Запада, внезапно овдовев, уведомляет о сем печальном событии страховую компанию своего покойного мужа. В ответ ей сообщают две новости — хорошую и плохую. Хорошая новость: очень скоро она получит страховую премию. Плохая новость: чтобы премию потратить, старушке придется переехать в Акапулько. Не могу себе представить менее удачный способ вложения денег. Срок погашения облигаций составлял один год. Еще немного, и страховая компания возгордилась бы от проигрыша мною десяти долларов — Мексика благополучно вступала в 1995 год. Да, производные можно доставать в игре лишь раз, а потом их следует опять спрятать подальше. Страховая компания сохраняла уверенность в том, что она приобрела надежные высокоприбыльные банковские облигации, не содержащие в себе никаких подвохов. Возможность погашения в песо была упомянута где-то внизу мелкими буквами. В отсутствие финансовой катастрофы владельцы страховых полисов так никогда бы об этой возможности и не узнали.

Казалось, что мексиканские инвесторы начали готовиться к большой гадости. Появились тревожные признаки. Резервы иностранной валюты страны кактусов истощались. Центральный банк Мексики спустил драгоценные запасы на удержание обменного курса песо, когда иностранные инвесторы принялись избавляться от этой валюты в массовом порядке. В то же время в стране нарастало политическое напряжение. Ходили слухи о почти постоянных жестоких бунтах.

Удивительно, но, несмотря ни на что, Morgan Stanley продолжал свой бизнес в Мексике или, по крайней мере, сообщал об этом широкой публике. Занимавшийся этой

страной аналитик компании Чип Браун неизменно вещал о благоприятной ситуации. Бартон Биггз, гуру новых рынков из управления активами Morgan Stanley, публиковал оптимистичные отчеты о своих рынках. Во всей фирме наиболее благодушно был настроен Роберт **Дж. Пелоски-младший**, еще один аналитик, написавший в отчете за декабрь, что недавно он убедился окончательно: Мексика — рынок «основательный» и «его любимый». **Пелоски** предсказывал, что **песо** не перешагнет границ валютного коридора.

Я не понимал, говорится ли все это не от чистого сердца или по простоте душевной. Конечно, кто-то в Morgan Stanley и предупреждал о грядущем мексиканском апокалипсисе. Достопочтенный профессор **Руди Дорнбух** из **Массачусетского** технологического института (Massachusetts Institute of Technology) считал: все эти «мыслители» выплескивают телячьи восторги только благодаря тому, что их фирмы «лезут в страну через черный ход». Знал я и в Morgan Stanley людей, не разделявших мнение аналитиков фирмы, а наоборот, высказывавших беспокойство. Но все равно те, кто не мог нарадоваться мексиканским рынком, искренне ли или нет, вскоре поперхнулись своими словами.

Во вторник 20 декабря 1994 года мексиканское песо обвалилось. Центральный банк Мексики обрадовал весь финансовый мир мгновенной девальвацией национальной валюты на 12,7%. Без всякой помощи Центрального банка песо перепрыгнуло нижнюю границу валютного коридора, курс за две минуты упал от 3,46 песо за доллар до 3,92. Мексиканский фондовый рынок последовал за мексиканской валютой, процентные ставки взлетели до небес. Песо, пока суть да дело, продолжало падать, курс его за несколько дней снизился примерно на 40%.

Мы пытались связаться с нашими клиентами из различных мексиканских банков, но некоторые из них даже не могли говорить, а один просто безудержно рыдал. Падая, песо увлекло за собой и банки, свалившиеся со стены, как Шалтай-Болтай, и теперь, точно так же, как

Шалтая-Болтая, их безуспешно собирали по кусочкам. Те, кто предполагал, что банки хоть как-то готовились к неприятному варианту развития ситуации, ошибались. Денег в банках не было, балансовые отчеты сверкали пустотой. Если бы какой-нибудь банк объявил **дефолт**, то рыдания могли бы начаться и в Morgan Stanley. Хотя группа производных и уменьшила некоторые позиции по «свопам в песо», по оставшимся мы были должны десятки миллионов долларов. Вопрос стоял так: сможем ли мы рассчитаться с долгами?

Прежде всего я подумал, что, верно предсказав падение песо, я выиграл десять долларов и у меня останется материальное доказательство своей **правоты**.

На следующий день песо, стоившее утром 25 центов, опустилось до 20. Центральный банк Мексики созвал конференцию, на которой убеждал инвесторов: все будет хорошо. Никто не поверил. Мексиканские и американские правительственные чиновники успокаивали вкладчиков по телевизору. Их мольбы никто не **услышал**, и песо продолжило свободное падение. Предоставленное нам залоговое обеспечение «свопов в песо» обесценилось так, будто мы дали несколько сотен миллионов долларов взаймы под честное слово. Ситуация привлекла внимание высшего руководства. Члены «банды четырех» и примкнувшие к ним Питер **Карчес** и Кен де **Ригт** нервно мерили шагами торговую площадку. События развивались по наихудшему сценарию.

К счастью, деньги по облигациям MEXUS были выплачены 20 декабря, всего за несколько часов до обвала песо, и мы смогли сохранить десятки миллионов **долларов**. Моя сделка была спасена буквально в последнюю минуту. Меньше повезло другим инвесторам. Известный конспиратор-теоретик Страшила предположил, что катастрофа с песо — результат сговора правительства с Serfm, а возможно, и с другими мексиканскими банками. Неужели девальвация песо немедленно после погашения MEXUS, принадлежавших банку Serfm, — простое совпадение? Там же было на **100 миллионов долларов** неоплаченных бумаг, и Serfm принял бы на себя первый

удар обесценения песо. Кроме того, **Serfin** проиграл бы и на «свопах в песо» — как от роста стоимости долларов США, которые он был должен, так и от падения песо, которые были должны ему.

Страшила утверждал, что **Serfin**, имевший связи в политических кругах, ввиду своего отчаянного финансового положения не мог выжить без полного погашения всех сделок с **MEXUS**. Насколько такие предположения можно считать обоснованными? **Serfin** по величине занимал третье место среди мексиканских банков, и его руководители имели очень широкий круг знакомств. Тем не менее неопровержимых улик заговора не существовало. Сообщив о финансовом росте за четвертый квартал 1994 года за счет сделок с иностранной валютой, **Serfin** вызвал определенное удивление: получалось, что или отчеты банка написаны левой ногой, а на самом деле деньги потеряны, или же **Serfin** смог закрыть все сделки до падения песо благодаря своим связям в политических сферах. Полагаю, первый вариант имеет большее право на существование. Несмотря на так называемый «рост», скрыть свои трудности банк не мог, сократив, в частности, на треть число сотрудников в нью-йоркском представительстве.

Инвестиционное сообщество с удивлением восприняло известие о большой игре, которую вели в Мексике многочисленные компании и взаимные фонды. **Citicorp**, например, раньше едва-едва способный распространить там кредитную карту **Diner's Club**, сегодня признавал: 40% от заработанных им в 1994 году 3,2 миллиарда долларов — плод операций на возникающих рынках. **Chemical Bank** сознался в потере 70 миллионов на называемых им «недействительными» сделках в мексиканских песо. Взаимный фонд под эгидой **Fidelity**, именуемый **Asset Manager**, — кстати, один из крупнейших в мире фондов такого рода — вложил в латиноамериканские обязательства 20% своих активов. Только за 1994 год для работы на новых рынках было создано 60 фондов. Вы случайно не владели акциями одного из них? По данным «**Wall Street Journal**», **Morgan Stanley** входил в число крупнейших продавцов мексиканских производных этим новорожденным.

С тех пор как подобная информация стала достоянием общественности, мы начали готовиться к худшему. Директор-распорядитель одной из страховых компаний сообщил репортерам: будут жертвы.

Агентства, определяющие степень надежности ценных бумаг, принялись издеваться над каждой попавшейся им на глаза мексиканской облигацией. Standard & Poor's снизило рейтинг надежности долговых бумаг множества эмиссий, и в том числе облигаций PLUS, срок погашения которых наступал 15 января. Аналитики Morgan Stanley, совершив морской маневр «поворот все вдруг», заговорили о мексиканской экономической катастрофе. **Бартон Биггс** на вопрос корреспондента «Wall Street Journal», почему именно возникающие рынки приковали к себе внимание инвестиционных банков, промямлил: «Множество головастых молодых мужиков изучали в школе испанский язык и благодаря этому получили работу аналитиков латиноамериканских рынков». По крайней мере, хорошо, что этот камушек был брошен не в мой огород, — я испанского не знал.

Мексиканская лавина сошла на просторы Латинской Америки: проявился «эффект текилы», именно тот, которого мы так опасались. Аргентинский фондовый рынок «просел» на 8%, бразильский — на 6%. Пострадали все новые рынки стран, эмитировавших облигации Brady, в том числе Аргентины, Бразилии, Нигерии и Польши. Ситуация в прочих точках нашей планеты, например в Китае, также накалилась. Инвесторы недоумевали, почему девальвация мексиканской валюты оказывает столь сильное воздействие на абсолютно не связанные с песо рынки всего мира. Вот как мы могли бы объяснить сей феномен: владельцы взаимных фондов, работающих на новых рынках, ринулись в продажу, фондовым менеджерам тоже пришлось что-то продавать, чтобы расплатиться с ними, и, естественно, они избавились от тех инвестиционных инструментов, которые первыми стали дешеветь. Тенденция распространилась на десятки тысяч миль. Подобно Morgan Stanley, «эффект текилы» приобрел глобальный характер.

В число жертв попали и аргентинские Pre4 Trust. За несколько недель они «похудели» на 50 **миллионов**. Оса-таневшие инвесторы донимали нас звонками, требуя, во-первых, объяснений, а во-вторых, сведений о ценах на данное мгновение. Трейдеры прекратили чесать в затылке, размышляя, какая цена справедливей — 90 долларов или 95. Впрочем, 60 их более чем устраивали. Один трейдер посоветовал нам сушить сухари.

Тем не менее Pre4 Trust оказались далеко не в самом худшем положении. За прошедшую после обвала неделю, когда мы обменивались страшными историями, я наслушался о производных, потерявших в цене более 50%. Один из покупателей **Pre4 Trust**, фондовый менеджер из группы управления активами, сказал, что эти облигации были только вторыми с конца. Другой банк продал ему структурированные облигации в песо, обвалившиеся за один день со 100 до 27 долларов. Я слышал и о производных, стоимость которых упала со **100** долларов до нуля. По сравнению с такими бумагами Pre4 Trust держались весьма **достойно**, а FP Trust вообще стояли непоколебимо.

Мы вступили в 1995 год, манивший новыми надеждами и, что гораздо важнее, обещавший более 50 миллиардов долларов на спасение Мексики. Инвесторы, тем не менее, сомневались, помогут ли эти деньги, и песо продолжало **падать**, дойдя до шести за один доллар, — то есть за две недели мексиканская валюта обесценилась почти вдвое. Поводы для радости у мексиканских банкиров кончились. На мое пожелание счастливого Нового года **Блейдс** из Vanamtex ответил: «Да какого уж счастливого! Хотя бы лучшего, чем прошлый. Это все, на что можно надеяться». Vanamtex созвал собрание инвесторов, желая обсудить их беды и заботы. Руководство банка заявило: нужда в публичном признании части потерь отсутствует, поскольку они «внебалансовые». В **упомянутую** часть входили и купленные у нас «свопы в песо». Тем не менее руководство Vanamtex приняло решение обнародовать потери, причем не столько потому, что они затронули про-

**стых** людей, сколько из соображений, связанных с уплатой налогов. **Serfin** испытывал еще большие затруднения. Ему срочно понадобились наличные, из-за чего пришлось продать часть наших бумаг, в том числе **BIDS** и **Pre4 Trust**.

Положение **Morgan Stanley** было немногим лучше. Один из трейдеров **предсказал** потерю от девальвации никак не меньше 30 миллионов. Беспокоясь, что из-за этого ему снизят премию, ожидаемую в феврале, трейдер простонал: «Ну почему Мексика не могла подождать всего месяц!»

Остальные сделки с облигациями **Pre4** оказались в серьезной опасности. Для конвертации песо в доллары США нам следовало провернуть сделку с иностранной валютой на более чем солидную сумму. **Уже** в момент продажи песо упало еще на четверть пункта, но нам все-таки удалось обменять все, что мы хотели, и рассчитаться с инвесторами.

Было и несколько обнадеживающих эпизодов. В Бразилии удалось получить даже больше ожидаемого от сделки с **BIDS** за счет расхождений в оценках уровня инфляции. Той самой маленькой страховой компании со Среднего Запада, купившей бумаги, а заодно и **конвертационный** риск, достались не песо, а доллары: ведь Мексика конвертируемость своей валюты не отменила. Но **такие** успехи считались, скорее, исключениями.

Продавцы любят называть себя крупными покупателями облигаций по определенной цене. Продавец может, например, сказать: «Я — крупный покупатель **MEXUS** по 99 долларов». Поскольку латиноамериканские рынки продолжали рушиться, **Pre4 Trust** заняли место в первом ряду потенциальных жертв. Трейдер группы производных, объявлявший цены на **Pre4**, был близок к тому, чтобы сорваться на крик: «Соглашайтесь на 60, 50, я вам плохого не посоветую. Мы же все в одном дерьме». К середине января группа производных предлагала купить **Pre4 Trust** уже по 42 доллара и продавала по 50. Восемь пунктов **спреда** были чем-то неслыханным. Могло ли стать хуже? Какой-то продавец заявил: «Я крупный покупатель **Pre4 Trust** по нулю».

И продавцы, и трейдеры, как и большинство столкнувшихся с неприятностями людей, пытались облегчить свое положение юмором. Оказывается, большинство **уолл-стритских** шуток обыгрывало эпизоды фильма «Гольфклуб» про паренька, таскавшего клюшки для гольфа. Например, когда Билл **Мюррей** прислуживает священнику, играющему лучшую партию в жизни, начинается ливень. Мюррей спрашивает: «А почему Небеса играют против вас?» После кризиса в Мексике эту фразу повторяли непрерывно.

Кстати, тому, кто рассчитывает преуспеть на Уолл-стрит, следовало бы выучить диалоги из этого фильма близко к тексту: проверено, пользы будет гораздо больше, чем от любых познаний в области экономики. Цитаты из него пригодятся в любой ситуации, которая может сложиться в жизни сотрудника инвестиционного банка, они незаменимы и при закрытии сделки, и на переговорах. Когда открылся бар под названием «Мальчик для гольфа», финансисты ломились туда так, будто это единственное заведение на всем **Манхэттене**.

19 января Morgan Stanley объявил, что доходы за четвертый квартал значительно меньше ожидаемых. В тот же день Верховный суд Западной Вирджинии заслушал доводы фирмы, и вскоре должны были последовать заседания в связи с другими исками. Председатель Morgan Stanley Ричард Фишер заявил репортеру «Bloomberg News»: содержание такого числа сотрудников обходится фирме чересчур дорого, на выплаты персоналу уходит около 4% годового дохода. Так перед каждым из нас маячила перспектива увольнения.

В конце января шеф отдела бумаг с фиксированным доходом должен был выступить перед своими сотрудниками с традиционной ежегодной речью на тему «Состояние дел на торговой площадке». Мне нравилось слушать выступления шишек с Уолл-стрит, почти всегда откровенные и остроумные. Вот и сейчас я надеялся, что Карчес сможет вызвать смех, столь необходимый в нашем положении.

Карчес осветил стоящие перед Morgan Stanley проблемы, но ничего смешного в этом не было. Он сказал:

1994 год стал для нас годом поганим, но бизнес развивается циклами. **Карчес** отметил плохую работу всего персонала и необходимость в связи с этим значительно уменьшить премиальные, ожидаемые нами в ближайшие недели. Он попытался успокоить нас, заявив, что фирма не собирается сокращать число рабочих мест, но вот его подлинные слова: «Массовых увольнений не будет». Как следовало к ним отнестись?

В тот же день Маршал **Салант** сделал доклад о состоянии дел в ГПП — доклад, пожалуй, безрадостный. Салант подчеркнул: фирма должна жить по средствам. Для нас это означало введение в действие плана строгой экономии, особенно за счет сотрудников низших эшелонов. Посыпались обвинения в злоупотреблении системой возмещения расходов; по словам **Саланта**, сотрудники группы представляли фирме для оплаты гигантские счета за ресторанные посиделки. Впредь руководству группы следовало со всей тщательностью контролировать наши траты на еду и такси.

Намечались в ГПП и кадровые **перестановки**. Нескольким сотрудником предстояло нас **покинуть**, а оставшимся — переместиться на новые должности в пределах группы. Страшила был замечен на собеседовании по поводу перехода на работу, связанную с управлением активами вне нашей структуры, и, по-моему, это могло стать его первым шагом по дороге, ведущей из Morgan Stanley. Маршал Салант сообщил о желании руководства группы поручить мне выполнение новых обязанностей. Никто не верил, что наша группа окажется в состоянии получить хоть сколько-нибудь значительную прибыль в новом году, продолжая торговать производными на экзотических возникающих рынках. Вот слова Саланта: «Все. Хватит с нас реактивного бизнеса. Теперь дерьмо покупать прекратили». По его мнению, мне следовало заняться простыми производными, а не ломать голову над высокими **материями**. Салант сообщил, что все руководство придерживается очень хорошего мнения на мой счет, и посоветовал мне готовиться к повышению, но я его уверенности не разделял.

Некоторые работники подумывали о переходе на сторону покупателей. Это наш жаргон: **Morgan Stanley** и другие инвестиционные банки — продавцы, поскольку продают ценные бумаги инвесторам. Взаимные и страховые фонды, наряду с прочими организациями такого типа — покупатели, так как они эти ценные бумаги покупают. Один торговец объяснил мне разницу между ними так: «Покупатель сначала матерится, а потом кидает телефонную трубку, а продавец сначала кидает трубку, а потом матерится».

Особенно лакомым кусочком среди покупателей считались **хеджинговые** фонды. Всего их было более шести тысяч. Вообще-то сам термин **«хеджинговый фонд»** достаточно условен, так как эти фонды никого не хеджируют. Напротив, они находятся под сильным влиянием любящих риск и оффшорные инвестиции менеджеров, которые делают самые крупные ставки на рынке облигаций. Деятельность многих фондов не подпадает под нормы финансового регулирования и законодательство о ценных бумагах США, поскольку они организованы как частные инвестиционные товарищества, ограничивающие число своих членов 99 инвесторами, во-первых, и зарегистрированы за пределами Америки, во-вторых. Независимость от американского законодательства, регулирующего обращение ценных бумаг, придает фондам наглость и энергию и позволяет им делать займы, раз в двадцать превосходящие по объему первоначально внесенный инвесторами капитал.

Приятель продолжал объяснять преимущества работы в **хеджинговом** фонде, а я, вникая в различия между служащими фондов и **«пасущими»** их сотрудниками инвестиционных банков, не мог удержаться от смеха. Мне вспомнилось, как давным-давно я провел утро с одним продавцом из First Boston, мужиком крепким и солидным, но, по слухам, здорово пьющим. Он курировал некоторые наиболее активные хеджинговые фонды из числа клиентов фирмы. Когда я встретил этого продавца, часы показывали полвосьмого утра, а он был уже под градусом. Прошлую ночь и утро он провел в **Атлантик-Си-**

ти, и сейчас хвастался не только тем, сколько денег выиграл, но и количеством и разнообразием сожранных им стейков с сыром.

Наш разговор запомнился потому, что никогда больше — ни раньше, ни потом — я не был настолько близок к тому, чтобы **блевануть** прямо на торговой площадке. Мне пришлось в мельчайших подробностях выслушать описание каждого уничтоженного им куска мяса. Один из них был посыпан перцем, другой — запечен в пахучем итальянском сыре и подавался с маринованными луковками. Желудок у меня — как у страуса, я люблю **стейки** с сыром из Атлантик-Сити, но все-таки мне стало нехорошо. Продавец спросил, бывал ли я у **ДиФранко** на Бордвоке. Я бывал. Услышав это, он жутко обрадовался. **А в ресторане «White House»?** Да, стейки с сыром там тоже шикарные.

Потом он начал допытываться о другом ресторане, но о нем я уже не **слыхал**. Он спросил, не хочу ли я съесть **стейк оттуда**. Мне подумалось, что он предлагает смотаться на денек в Атлантик-Сити. В обычной ситуации я был бы только рад, но после его натуралистического описания жирного мяса и всяческих сыров мне вообще не хотелось бы возвращаться в тот город. Кроме того, солнце уже взошло. В знак отрицания я покачал головой. Мужик, настойчиво предлагая мне хотя бы попробовать, с головой залез в свой стол и начал разбрасывать в разные стороны какие-то бумаги.

Сначала я подумал: он ищет или купон, или какую-то другую нужную бумажку, но вдруг, к ужасу своему, понял, что ошибаюсь. На поверхность вылетел очередной порыв бумажного вихря — и вот, свершилось. Передо мной лежал расплзающийся кусок тухлого мяса с сыром, на нем сохранились следы зубов, отдельные участки заплесневели, но ошибиться было невозможно. Угадайте, кто из нас съел это...

Я не был уверен: того парня сгубили агрессивные замашки **хеджинговых** фондов или, наоборот, его выбрали для работы с фондами, поскольку никто о нем не пожалел бы. В любом случае совершенно понятно, что идеалом лучше иметь не этого продавца, а Джорджа Сороса.

В рамках проводящейся перетряски группы производных мы начали проверять списки клиентов — при перемене работы менялись и люди, с которыми вы контактируете. Один из листов оказался никому не нужен; его покрывали имена инвесторов, погоревших на производных в прошлом году. Был там и Роберт Ситрон из округа **Ориндж**, и несколько уже сменивших работу менеджеров фондов. Маршал **Салант** сказал, что, скорее всего, все упомянутые там клиенты живы, но кто знает. Страшила клялся, будто бы нашел там имя О. Дж. Симпсона.

В процессе приведения документов в порядок обнаружилось, что группа производных годами посылала факсы **Макдоннелу** Дугласу, хотя на самом деле адресата звали **Макдоналд**, — из-за опечатки секретарши. Ну, ошиблась девочка.

За несколько недель до выдачи премиальных жизнь моих коллег превратилась в сплошное предвкушение. Разговоры шли только о раздаче слонов. Меня же эта тема не очень интересовала, поскольку я недавно работал в **Morgan Stanley** и на особо крупную премию рассчитывать не мог. Беспокойство же старожилов было совершенно неприкрытым.

За день до светлого мига я уже не мог слышать слово «премия» и просто сбежал с работы, намереваясь посетить собачью выставку на **Мэдисон-сквер-гарден**. Вернувшись домой, я нашел на автоответчике сообщение: **Бидьют** Сен просил всех захватить с собой чековые книжки, так как нам не только не полагались премии, но мы должны были вернуть часть уже выплаченной зарплаты. Я искренне надеялся, что это окажется шуткой.

Утро дня раздачи премий выдалось суматошным. На работе мне вручили футболку с напечатанным на ней девизом фирмы в моей интерпретации: «Первосортный бизнес второсортными **методами**». Я постарался спрятать майку подальше от всяческих начальников, не будучи уверенным, что у них развито чувство юмора. Непрерывно звонили «охотники за головами», выпытывая, довольны ли мы премиями. Я звонки игнорировал.

Менеджеры вызывали сотрудников ГПП, одного за другим, в кабинет, где и сообщали размеры вожденной суммы. Вышедший оттуда Страшила был потрясен и только мычал. Наконец, ему удалось почти членораздельно выразить свою мысль: худший год для Уолл-стрит.

В этот день он ушел с работы пораньше и поехал в Спрингфилд, что в Массачусетсе: там проходило собрание коллекционеров армейских касок, и ему хотелось утешиться, добавив еще один экземпляр к бережно хранимым двум сотням таких же.

Другой продавец решил организовать фонд для скупки **дорогуших** домов в Гринвиче (Коннектикут). По его словам, после настолько нищенских премий дома там будут продаваться за бесценок кварталами.

Один **обычно** невозмутимый трейдер из группы производных, ураганом вылетевший из кабинета начальства, пожаловался, что он принес фирме 50 миллионов, а фирма его просто кинула, и немедленно приказал младшему продавцу обзвонить туристические агентства и составить ему программу тура, после чего рявкнул: «Несколько недель меня не будет». Кстати, трейдер этот оставался загадкой для всех. На первый взгляд, кроткий, придурковатый, не хватавший звезд с неба очкарик, он был способен рискнуть сотнями миллионов долларов, а иногда поздними вечерами его замечали беседующим на торговой площадке с **шикарными** шестифутовыми блондинками. Надеюсь, больше я его не увижу.

Еще один продавец, бывший ранее на дружеской ноге с **Бидьютом** Сенном настолько, что они даже вместе посещали курсы йоги, вопил так, что крик его доносился и до нас: «Слушайте, вы! Я на такие гроши не согласен! Из кабинета я уйду, только получив не меньше полумиллиона!»

Но все равно, мужчинам на таких мероприятиях везло **обычно** больше, чем женщинам. Одной сотруднице, например, сообщили: «В нашем бизнесе есть только два типа женщин — стервы и овцы. Так вот, вы относитесь к последним».

И вот, наконец, в страшную комнату зашел я. Маршал **Салант** по ошибке огласил размер премии коллеги,

но быстро исправился, назвав примерно ту сумму, которая мне и была обещана, а после этого стал упрашивать меня не говорить другому сотруднику, что я знаю, сколько полагается ему.

В First Boston дела обстояли еще хуже. Несколько моих однокашников или ушли сами, или были уволены. Один из них учительствовал в Бронксе, другой искал работу, некоторые развелись. Я слышал, что один заматеревший в боях продавец вообще не получил премии. Глава трейдеров, специализирующихся на облигациях Brady, позвонил мне, чтобы сообщить, что он уже бывший глава трейдеров, укрепив тем самым мое мнение — в First Boston не возвращаться. Я выразил ему соболезнования. Он поинтересовался вакансиями в Morgan Stanley. Кто бы мог представить: он будет просить работу у парня, которого два года назад гонял за обедами в **Макдоналдс**. Я не злопамятен, и мужик тот мне в общем нравился, так что я помянул его имя в банке.

Мои коллеги рассвирепели: **кто-кто**, а наша группа премии заработала. За последний год мы сделали около 400 миллионов долларов, а что получили? Некоторые менеджеры жаловались: им сократили премиальные в 2 раза. Один продавец, который недавно отклонил предложение другого банка, обещавшего ему 1,6 миллиона за два года, назвал свой отказ наиглупейшим решением в жизни. Даже управленцам среднего звена премии сократили процентов на 30. По торговой площадке группы производных эхом отдавались разговоры с «охотниками за головами»: «Нет, я этой нищенской премией не доволен».

Тем временем мексиканский рынок все еще продолжал рушиться. 16 февраля за доллар давали уже 6,1 песо. Прибыль от других проданных нами мексиканских производных составила от 10 до 71% от первоначальной суммы. Как я уже говорил, если доходность облигаций растет, их цена падает. В нашем случае цена все падала, а дно пропасти было еще далеко.

Соединенные Штаты согласились предоставить Мексике заем на 20 миллиардов долларов, предназначенный

для поддержания курса песо и выплаты других долгов. Своим решением администрация Клинтона спасла Уолл-стрит вообще и рискованные **сделки** моей группы в частности. Тем не менее администрации пришлось долго и нудно объяснять, почему это пойдет на пользу **остальным** американцам, а в то же время секретарь Казначейства Роберт Рубин пытался доказать, что ставки 50% и выше — благо для Мексики.

Так **же**, как и почти **все** мои сослуживцы, я начал подыскивать новую работу. С одной стороны, мне хотелось остаться в Morgan Stanley, но с другой — я был против того, чтобы меня задвинули в пыльный угол. Если уж почили в бозе производные возникающих рынков, стоит попробовать свои силы в другой напряженной работе, и я начал прощупывать почву для перехода в отдел «мусорных» бумаг. Трудившийся там продавец предупредил меня: за прошлый год отдел, торгуя облигациями новых рынков, потерял около 80 миллионов долларов. **Опросив** еще несколько человек, я получил усредненную сумму потерь, равнявшуюся приблизительно 50 миллионам. Вопрос о переходе отпал сам собой.

А если не туда, то куда же? Так уж сложились обстоятельства, что, не говоря по-испански **и** почти ничего не зная о Латинской Америке, я стал экспертом по производным возникающих рынков. Быть может, я найду что-нибудь еще и утру всем нос, но именно в этой области равных мне мало.

Группа морально разлагалась, а я, поставив под вопрос целесообразность нашей работы на торговой площадке Morgan Stanley, занял пост главного скептика и, по совместительству, циника. Рабочее место действительно вызывало неприятные, а если быть до конца откровенным, — отвратные ассоциации, будило грабительские инстинкты. Однако, несмотря на плохой в целом год, мы все еще на коне. Но какой ценой? Стоит ли овчинка выделки? Вопрос эпохи. До недавнего времени ответ был: да, да, да. Сегодня я в этом уже не так уверен.

Я расспросил других продавцов, разделяют ли они мои смешанные чувства, и был удивлен, обнаружив понима-

ние. Тем не менее они считали, что за деньги можно и поработать, а любовь к деньгам — не порок. Интересы ради я провел опрос сотрудников на тему: на какую работу они променяли бы торговую площадку Morgan Stanley, если бы ничего не потеряли в зарплате. Ответы ошеломили.

Предпочли бы вы за ту же зарплату работать на Morgan Stanley или стать сезонным рабочим на **лонг-айлендской** железной дороге? Преимущество железной дороги не оспаривалось никем. Что лучше: работать в **Макдоналдсе** или в Morgan Stanley? — За те же деньги — без всякого сомнения, в Макдоналдсе. Стричь газоны? — Почему нет? Чистить конюшни? — Это лучше, чем нежно любимая фирма. Пойти на панель? — Где тут можно записаться в профсоюз проституток? Копать канавы? — Дело хорошее! Ремонтировать канализацию? — С удовольствием.

Единственной работой, которой продавцы не стали бы заниматься за те же деньги, оказалась корпоративная юридическая практика в Нью-Йорке. Два лета я отработал в нью-йоркской юридической фирме и разделял общее мнение. Ну почему нельзя сколотить миллион, выгребая навоз?!

24 февраля «обломки» команды **RAV** разъехались в отпуск. Я остался на работе, желая понять: куда податься? Быть может, весной откроются новые пути.

## Глава 10

### *МХ*

Наиболее возбуждающая разновидность весенней лихорадки, особенно если вы живете в Токио, — «производная лихорадка». Заботы и чаяния американского подростка, дожидającegoся весенних каникул, — ничто по сравнению с заботами и чаяниями японского продавца ценных бумаг, вожделеющего доходной сделки с производными. К счастью, каждый год, как раз перед цветением сакуры, расцветает японский рынок производных, и продавцы сливаются с покупателями в любовном экстазе.

Поначалу складывалось впечатление, что 1995 год станет исключением из правила. Зима для множества бизнесменов Страны восходящего солнца оказалась холодной, заставившей почти полностью позабыть о многих радостях жизни. В январе и феврале продавцы пытались добиться благосклонности клиентов серенадами о производных — мягкими, но настойчивыми беседами о привлекательности сделок новых типов. Успех можно было оценить как скромный. В Японии финансовый год заканчивается 31 марта, и клиенты, как правило, успевают переболеть «производной лихорадкой» в феврале, стремясь

в последнюю минуту снять сливки и компенсировать понесенные в течение года потери. Некоторые инвесторы просто и безыскусно играют по-крупному, рассчитывая, что выигрыш покроет их утраты. Другие используют бухгалтерские уловки, желая оформить прошлогодние убытки как свеженькие и скрыть тем самым старые грехи. Годы идут, и лишь одно остается неизменным: некомпетентность японских инвесторов в займах и инвестициях, а значит, и потребность в сокрытии потерь.

Но в нынешнем году создалось впечатление, будто инвесторы взялись за ум; по крайней мере, до нас вести о крупных просчетах в области инвестиций не долетали. Потери на рынке недвижимости — вспомним хотя бы Рокфеллеровский центр — остались в далеком прошлом. Время потерь в индустрии развлечений — тут можно припомнить не совсем удачные вложения Sony в Universal Studios — еще не настало. В феврале 1995 года японцам и в самом деле удавалось зарабатывать. Невероятно, но факт. Вдруг оказалось, что прятать ничего не надо, и японские бизнесмены, вежливо улыбаясь, пропускали предложения продавцов производных мимо ушей.

Ситуация изменилась в понедельник 27 февраля, когда было объявлено о крахе достопочтенного британского банка Barings P.L.C., услугами которого пользовалась королева Англии. После 233 лет работы с крупнейшими британскими компаниями, богатейшими гражданами, членами королевской семьи — и такое! Старейший банк в Лондоне, купивший в свое время Луизиану, — пшик и все. На первый взгляд может показаться странным, что уход Barings из жизни ударил по интересам японских покупателей производных. Правда, я эту взаимосвязь уловил моментально.

Во-первых, давайте разберемся, почему Barings рухнул? Припомните историю его банкротства. За несколько дней двадцативосьмилетний трейдер Николас (Ник) Уильям Лисон, торгующий производными в Сингапуре, сделал настолько невероятные долги, что банк просто не смог их вернуть. Лисон смылся из города, а когда Barings узнал о потерях — было уже поздно.

Лисон не был типичным банковским терминатором. Карьеру свою он начал во внутренней службе банка, наиболее консервативной по отношению к риску, где работал с картотекой сделок. К 1995 году Лисона перевели в отдел фьючерсных сделок в Сингапуре, где он применял практически безопасную «арбитражную» стратегию в сделках с японскими акциями. Вместо того чтобы играть на повышение или понижение, Лисон покупал и продавал фьючерсы на эти акции, используя вилку цен, существовавшую между различными биржами.

Давайте вспомним, фьючерс — это предназначенное для продажи на бирже обязательство купить или продать что-либо в определенное время по заранее установленной цене. Лисон торговал фьючерсными контрактами на входящие в Nikkei-225 бумаги, то есть обязательствами купить акции 225 крупнейших японских компаний на условиях, изложенных несколькими строками выше. Наш герой обнаружил: контрактами этими можно торговать на биржах как Сингапура, так и Осаки. Если цена на фьючерсы в Сингапуре была ниже, то он покупал их там, а в Осаке в то же самое время продавал, имея не сопряженный с риском арбитражный доход. *Покупай дешево, продавай дорого.* Стратегия себя оправдывала при условии одновременности покупок и продаж. Риск в этом случае сводился к минимуму. И действительно, старомодные сделки Лисона приносили твердый безопасный доход, и Barings в полной мере ценил своего сотрудника.

Примерно 26 января Лисон отошел от консервативной стратегии и стал настоящим игроком. Вместо простой комбинации покупок и продаж он начал играть на повышение и на понижение японского рынка. Чтобы осуществить свои мечтания, ему потребовались деньги для начального или же гарантийного платежа, который был относительно невелик. Работающий с японскими акциями трейдер мог, например, заключать сделки на 100 миллионов иен с гарантийным платежом всего в несколько миллионов.

Сделки Лисона не представляли собой ничего сложного. Сначала он играл на повышение японских акций. Почти сразу же после заключения сделки акции падали в

цене. Поскольку он увеличивал объем вложенных средств, акции теряли в цене еще больше. Лисон заключал новую сделку — и так до тех пор, пока общая вложенная сумма не составила семи миллиардов долларов. Второй этап заключался в следующем: Лисон начал игру на повышение японских процентных ставок или, что то же самое, на понижение японских ценных бумаг, поскольку, как вы помните, процентные ставки и цены на биржевые бумаги находятся в обратной зависимости. И опять почти немедленно Лисон стал терять деньги, и опять он увеличил вложенные суммы. В этот раз он довел объем сделок до 22 миллиардов долларов.

Бурная деятельность нашего финансового гения длилась всего несколько недель. В конце февраля он остался без гарантийного взноса, что вынудило его прекратить швырять деньги на ветер, несмотря на все трудолюбие и наличие еще нескольких выдающихся неопробованных идей в запасе. В Morgan Stanley ходило саркастическое выражение: «ограничение потерь объемом вложений». В случае Лисона убытки ограничивались объемом капитала Barings: ну не мог Лисон потерять денег больше, чем было у его банка, то есть наше зубоскальство обрело реальное теоретическое обоснование и прошло необходимую проверку практикой. Несмотря на неблестящие результаты биржевой активности Лисона, все могло бы быть гораздо хуже. Из 30 миллиардов долларов, которыми он рисковал, потерял он на тот момент всего-то около одного.

В пятницу 24 февраля, когда я все еще размышлял о своих перспективах в Morgan Stanley, руководство Barings подсчитывало, в какую сумму обошлась банку резвость сотрудника. К своему ужасу они обнаружили, что убытки, которые они оценили в 750 миллионов долларов, превышают чистую стоимость всего банка. Сами Бэринги в последние десятилетия в британских банковских кругах не пользовались репутацией умудренных финансистов. Но тут даже они поняли: дело плохо — и немедленно связались с Банком Англии (Bank of England).

Управляющий Банком Англии Эдди Джордж прервал из-за кризиса отпуск и, вместо того чтобы кататься на

лыжах, созвал совещание. Воскресным утром самые влиятельные британские банкиры были замечены входящими в дверь без вывески на **Треднидл-стрит**, в самом центре Лондона, где находилось главное управление Банка Англии. Банк предпринял исключительные меры безопасности, и участникам консилиума приходилось преодолевать на своем пути несколько охранных барьеров. Слишком многое зависело от этой встречи.

Битва за спасение Barings P.L.C. продолжалась до поздней ночи. Требовалось найти кого-нибудь, кто согласился бы принять на себя обязательства Лисона на фьючерсные контракты покупок и продаж на миллиарды долларов.

Контракты и обусловленные ими обязательства были исключительно рискованными. Представьте, что вы делаете ставку на снижение цены «корвета», желая купить миллион машин по 40 тысяч долларов. Если, вопреки вашим ожиданиям, цена возрастет до 41 тысячи, **ваши** потери составят около одного миллиарда — столько же, сколько в случае Лисона. Это уже само по себе достаточно плохо, но что, если цена продолжит расти? Обязательства окажутся почти невыполнимыми.

Ни один банк не выказал желания возложить на свои плечи такой риск. По некоторым сообщениям даже Morgan Stanley получил предложение о покупке Barings, но интереса к этому не проявил. Банк Англии старался убедить нескольких банкиров взять на себя обязательства Barings сообщая, но для обсуждения условий сделки с участием многих сторон не хватало времени. Из числа возможных спасителей оставался только сам Банк Англии, но и он решил в драку не ввязываться. Обязательства Лисона по производным были настолько велики и неопределенны, что степень риска их принятия оценке не поддавалась. Как высказался один из управленцев, «Банк Англии не может позволить себе подписать незаполненный чек». Встреча закончилась безрезультатно, настроение участников было мрачным. Обозреватели называли тот день «днем позора британского банковского бизнеса» и «днем начала игры по новым правилам». Банку Barings был вынесен смертный приговор.

А где же тем временем был Ник Лисон? В его сингапурской квартире обнаружили следы спешных сборов. Никто не взял подложенные под дверь газеты, на балконе все еще сушилось белье. Даже семья не знала, где сейчас Ник и его жена Лиза. Одна сплетня отправила их в Куала-Лумпур, другая — на яхте по Тихому океану.

Правительственные чиновники в Сингапуре сходили с ума. Их страна пользовалась репутацией места чистого и безопасного, а Лисон выставил ее помойкой мировой финансовой системы. Что теперь подумают о Сингапуре инвесторы? Правительство восприняло как пощечину не только биржевые фокусы Лисона, оскорбительным стало и его бегство. Чиновники клялись, что он будет найден, а после **этого** — наказан так, чтобы другим неповадно было. В Сингапуре шутки с законом кончаются плохо. Преследуется даже загрязнение окружающей среды жвачкой: будете в местном ресторанчике — проведите рукой по обратной стороне столешницы или по стульям. Наконец, Лисона задержали в Европе и немедленно выдали Сингапuru, где наш биржевой игрок и предстал перед судом по обвинению в мошенничестве. Суд был, в общем, формальностью, и Лисон получил шесть лет тюрьмы.

Основываясь на доступной мне информации, я жалел бедного Ника и сочувствовал его несчастьям. На собеседовании в Bankers Trust я усвоил, как легко потерять миллиард долларов, а по **опыту**, вынесенному из поездки в Лас-Вегас, знал, что это такое — проигрывать раз за разом, имея на руках хорошие карты. Ник — сын штукатура, упорным трудом прорвавшийся в бизнес с производными. Образование и опыт его были весьма скромными, связей — никаких. Поддержка семьи? Что могла сделать для него семья штукатура? Мы ровесники; некоторые утверждали даже, что между нами есть внешнее сходство. Один из моих друзей, родом из Канзаса, увидев газетный заголовок на полстраницы «Двадцативосьмилетний трейдер уничтожил банк» и взглянув на фотографию виновника, начал в панике звонить мне, беспокоясь за мою судьбу. Бедный Ник Лисон, надо же так вляпаться!

Помните ли вы, где были или что делали, когда узнали о крахе Barings? Если вы — продавец производных, то несомненно. Для нас произошедшее и последовавшая за ним охота на человека по всему миру — не только трагедия, не только публичное злорадство Джорджа Сороса, сбившего курс акций на японской фондовой бирже и заработавшего на Лисоне несколько сотен миллионов. Быть может, для вас не совсем очевидна связь между Barings и весенней «производной лихорадкой», но нам, продавцам производных, никогда не забыть крах Barings. Вывод из этой истории напрашивался сам: 1995 год станет превосходным для бизнеса с производными бумагами в Токио.

Скорее всего, тем из вас, кто не продавал производные, когда рухнул Barings, и кто не понял мгновенно, как с этим событием связан доход от японских производных, будет интересно узнать, какие мысли и чувства одолевали меня в понедельник 27 февраля после знакомства с последними новостями. Вот что было у меня в голове и на сердце: во-первых, непродолжительное неискреннее сожаление по поводу краха банка, числящего среди своих клиентов королеву; во-вторых, прикидки, **что** я могу продать Barings, если он в таком состоянии; в-третьих, раздумья о том, не замешан ли в сделках Лисона кто-нибудь из Morgan Stanley; в-четвертых, страх того, что любимая фирма, даже будучи невиновной, могла одолжить несчастному Barings деньги, и тогда банкротство чужого банка больно ударит по моему; и наконец, спокойствие, воцарившееся во мне, когда я узнал, кто действительно был кредитором Barings.

Кем же были те невезучие заимодатели, которым уже никогда не увидеть своих миллионов? Конечно же, японцы. Вот вам и связь с весенней «производной лихорадкой».

Для многих продавцов производных и японских инвесторов Barings успел стать крайне притягательным, и его крах инициировал неконтролируемую цепную реакцию. Когда, наконец, сделки Лисона были распутаны, они оказались настолько масштабными, что вызвали на токийской фондовой бирже спад до уровня четырнадцатимесячной давности. За этим для множества японских

компаний — держателей японских акций в **марте**, как раз перед окончанием финансового года, последовали гигантские потери. И, что еще важнее, многие финансовые институты Страны восходящего солнца, особенно банки, безвозвратно расстались с миллионами долларов, ранее предоставленными ими Barings в качестве кредитов. Таким образом, благодаря пропавшим займам и биржевому спаду создалась ситуация, оптимальная для продавцов производных.

Двойной удар подействовал на японские институты не хуже галлона саке, и теперь они ринулись покупать производные, чтобы компенсировать свои потери или хотя бы замаскировать их. Только производные могли стать волшебной палочкой, превращающей плохой год в хороший. Столкнувшись с такой ситуацией, японские покупатели вдруг обнаружили: продавцы-то — ребята что надо. Эти внезапные перемены стали наиболее убедительным из всех, о которых я знал, свидетельством того, что все в мире взаимосвязано. Так же как взмах крыла бабочки способен вызвать ураган за тысячи миль от воздушного невесомого создания, крах почтенного британского банка может послужить причиной финансового землетрясения в Токио. Произошедшее на далеком континенте банкротство инициировало множество коротких бурных связей между продавцами и японскими покупателями, имевшими, правда, ограниченный список кандидатов «на доступ к телу».

Теперь перед Morgan Stanley встал вопрос: как использовать нового партнера, причем время на раздумья было весьма ограничено. Японские институты алкали финансовых инструментов, способных принести сотни миллионов долларов дохода за несколько недель. Мои шефы часто повторяли: «Мы любим отчаявшихся клиентов, они нас возбуждают. Эх, знал бы ты, сколько денег мы на них сделали». Вот такими отчаявшимися и стали японские покупатели. И сейчас группа производных была готова продать им самое святое из всего, что у нее было, совершить наиприбыльнейшую сделку в истории Morgan Stanley.

Я очень хорошо **помню**, когда впервые узнал об этой особой сделке. Тогда мы с Королевой работали в Нью-Йорке над сделкой с **FP Trust**, и я спросил ее о токийском бизнесе с производными. В течение нескольких месяцев до этого она не проявляла желания детально обсуждать со мной тайные операции в Токио, но в тот день сочла, что я готов к беседе. Не торопясь, шаг за шагом, описывала она некоторые нюансы сделки (правда, многие подробности я узнал гораздо позже, уже после расставания с фирмой). Смысл **состоял** в получении мгновенных фиктивных прибылей. Сделкой можно было замаскировать любые финансовые потери.

Королева рассказывала и рассказывала об этой сделке, а мои глаза раскрывались все шире и шире. За свою карьеру я успел повидать подозрительные сделки, некоторые наши операции я осуждал на людях. В частности, я говорил не одному и не двум своим начальникам, что многие продаваемые нами бумаги — всего лишь обманки. Разве можно назвать **PERLS**, облигации **PLUS** и **FP Trust** кристально чистыми? Но по мере того как Королева рассказывала, они начинали казаться мне образцом добродетели. По крайней мере, насколько я знаю, ни **Morgan Stanley**, ни его клиенты не делали с теми бумагами ничего противозаконного. Теперь же мне говорили о намерении японских клиентов **Morgan Stanley** проверить ничем не прикрытое мошенничество.

Я понимаю: обвинение серьезное. В защиту **Morgan Stanley** можно сказать, что фирма имеет право ткнуть перстом в сторону Японии и рявкнуть: «Это они во всем виноваты». Позже я узнал, что **ГПП** тщательно собрала со всех клиентов письменные подтверждения истинности сделок и отсутствия со стороны **Morgan Stanley** противозаконных действий. Одна из десяти заповедей бизнеса с производными гласила: «прикрывай задницу», и **Morgan Stanley** свято ее чтит. Тем не менее сделки допускали совершенно не прикрытое жульничество со стороны **японских** инвесторов, и если бы любимая фирма когда-нибудь была бы вынуждена давать объяснения по этому поводу в суде, то даже все письменные **подтвержде-**

**ния** клиентов оказались бы плохим прикрытием для ее задницы.

По словам Королевы, сомнительная возня началась с наступлением 1992 года, сразу после того как некоторые японские клиенты понесли значительные убытки. **И**хочень беспокоил надвигающийся конец финансового года, и они обратились к Morgan Stanley с вопросом: как можно быстро заработать, чтобы скрыть потери? Японским компаниям хотелось узнать, не смогут ли творчески подходящие к делу бухгалтеры, воспользовавшись волшебством производных, превратить плохой год в хороший. Принятые в Японии бухгалтерские стандарты были весьма либеральны, и как японские банки, так и трастовые компании знали: если им каким-то образом удастся показывать сделки с фиктивной прибылью, то уж **скрыть** убытки на годы, а то и десятилетия они как-нибудь сумеют.

Сомневаюсь, что подобное предложение получил только Morgan Stanley. Ходили слухи о том, что немало американских банков уже всюду проворачивали сделки, приносящие японским инвесторам фиктивную прибыль, и, как мне кажется, многие из этих слухов были оправданы. **Я** знаю один американский банк, пытавшийся перебить сделку у Morgan Stanley, но мы победили.

Японские фирмы, торгующие ценными бумагами, здорово обогнули американских коллег по части финансового мошенничества. Чуть ли не все подвизавшиеся в этой области японские фирмы считали своим долгом выплачивать японским клиентам не совсем верную сумму вознаграждения для возмещения убытков от неудачных сделок, **а** весь бизнес с ценными бумагами в Японии строился на жульничестве. Некоторые фирмы были даже связаны с организованной преступностью, и по крайней мере одна из них до сих пор за такие шалости находится под следствием. В Соединенных Штатах мошенничество в области финансов наказуемо, причем иногда — по уголовной статье. В Японии же это явление рядное и до очень недавнего времени — безопасное.

Тем не менее крупнейшие японские инвесторы, независимо от степени своего отчаяния, не желали больше

участвовать в финансовом мошенничестве под прикрытием японских фирм, торгующих ценными бумагами, в частности, потому что вероятность **быть** схваченными за руку компетентными органами в этом случае возрастала. Инвесторы хотели найти в американских банках авторитетных и надежных партнеров взамен полностью скомпрометировавших себя земляков.

Еще одной, пожалуй более важной, причиной, по которой японские инвесторы обратили взоры на Америку, стала необходимость секретности. Инвесторы хотели быть уверенными в том, что тот, кто поможет им создать фиктивные прибыли, не собирается информировать об этом регулирующие органы. Министерство финансов Японии (МФЯ) могло в любое время проверить японскую фирму, а вот на Америку его юрисдикция не распространялась. МФЯ достаточно жестко вскрывало финансовые злоупотребления независимо от того, приобретали ли они огласку на рынке. Отнюдь не все американские банки заслуживали хоть какого-то доверия, а уж токийские отделения — и подавно. Если вам требовалось проверить сложную сделку и к тому же сохранить ее в тайне, то в токийском банковском сообществе было только одно место, куда можно обратиться, — Morgan Stanley.

Многих моих коллег нервировала роль нашей фирмы в подобных операциях, но, несмотря ни на что, по сравнению с японскими компаниями, торгующими ценными бумагами, американские инвестиционные банки были просто святыми. В то время как связи между японскими компаниями и организованной преступностью хорошо известны, солидные инвестиционные банки США в связях такого рода никто и никогда не уличал. И я, конечно же, ни разу не слышал о **контактах** наших сотрудников с токийскими «братками».

Американские инвестиционные банки были не только надежнее, они отличались также более высоким уровнем компетентности и творческим подходом к деятельности. Для создания и доведения до ума механизма получения фиктивной прибыли, годами используемого

японскими инвесторами лишь с незначительными отклонениями, требовался банк калибра **Morgan Stanley**.

Вот до предела упрощенная схема такой сделки. Допустим, вы купили горшок золота за 100 долларов. Половина содержимого горшка — настоящее золото стоимостью 90 долларов, а половина — золото фальшивое, и цена ему — десятка. Если завтра стоимость и настоящего, и фальшивого золота останется неизменной, а настоящее вы продадите за 90 долларов, то получите ли вы прибыль? Нет, ведь настоящее золото стоит 90 долларов, а вы его за эти деньги и продали. Верно?

Нет, неверно. По крайней мере, в Токио. Давайте еще раз. Вы купили горшок золота и **«усреднили»** цену его содержимого до 50 долларов за каждую половину. На следующий день вы продали настоящее золото за 90 долларов и, готово дело, записали себе прибыль в 40 долларов. Каким образом? Настоящее золото вам обошлось не в 90 долларов, а в 50 — ведь цена-то средняя, и, продав его на следующий день за 90 долларов, вы «заработали» 40. Другими словами, реальной прибыли нет, а по токийским стандартам — считай, есть. Разрешите напомнить: схема отработана на множестве сделок.

Казалось бы, получив на настоящем золоте прибыль в 40 долларов, вам в конце концов даже по токийским правилам придется признать, что вы понесли убыток в 40 долларов на золоте фальшивом. Правильно, но ключевые слова в этой фразе — «в конце концов». Если вам удастся не растрепать всем и каждому, что фальшивое золото принесло всего лишь 10 долларов, в то время как его «усредненная» цена — 50, то потери не всплывут очень и очень долго. В Японии «очень долго» примерно равняется протяженности трудовой биографии. Кого заботит, что фальшивое золото будет пылиться в вашем письменном столе, до тех пор пока вы не уйдете на пенсию? А станете пенсионером — блестящий хлам окажется проблемой для кого-то другого.

Признаться, я был очарован этой схемой — финансовой алхимией на наивысшем этапе развития. Но в только что сказанном кроется небольшая заковыка: отличить на-

стоящее золото от фальшивого очень легко. Регулирующие органы даже в Японии обладают достаточным опытом, для того чтобы схватить за руку инвестора, решившегося на столь простой фокус, поскольку они в состоянии раскопать, что цена каждой половины содержимого горшка не «в среднем» 50 долларов, а 90 и 10 долларов соответственно. Другими словами, они могут сказать: «А половина горшка-то наполнена фальшивым золотом!»

Значит, инвестору требуется построить более запутанный лабиринт, выход из которого — все там же, но контролирующие органы найти его не смогут. Вот именно в качестве **инженера-лабиринтостроителя** японцы и пригласили Morgan Stanley с производными наперевес.

Как и перед множеством других сделок с производными, сотрудники спорили, кто даст кредит на реализацию столь сложной идеи, позволяющей японским институтам показать миллиарды долларов в качестве квазидохода. Ясное дело, я под эту махинацию кредита не просил, и даже не хотел. Работать в этом направлении начали еще до моего появления в фирме, так что я чист, как ангел. Но кто бы ни разрабатывал все детали, традиции были соблюдены: бумаги наградили душераздирающей аббревиатурой.

Я уже упоминал патологическую страсть Morgan Stanley к аббревиатурам, обостряющуюся в период эмиссии производных. Бумагам, о которых ведется речь, присвоили имя AMIT — полный кошмар, как и любая другая аббревиатура. Когда-то давно буквосочетание AMIT означало American Mortgage Investment Trust (Американский траст ипотечных инвестиций). Первая (first) серия тех бумаг получила название FAMIT (Первый американский траст ипотечных инвестиций). Название понравилось. По аналогии бумаги второй (second) серии стали именоваться SAMIT, третьей (third) — TAMIT. И даже тогда все было бы хорошо, следовало только вовремя остановиться. Столь блестящая идея приказала долго жить, потому что название бумаг четвертой (fourth) серии оказывалось таким же, как и первой. С точки зрения доходности сделка с AMIT стала лучшей за все время су-

ществования Morgan Stanley, с точки зрения выбора названия — катастрофой. Бумаги четвертой и пятой (fifth) серий не могли быть тезками бумаг серии первой, а шестой (sixth) и седьмой (seventh) — тезками второй. Восьмую (eighth) серию следовало бы назвать **EAMIT**, но произнести это буквосочетание никто не брался. Систему похоронили с почестями. В конце концов, работающие в фирме великие называтели капитулировали, и бумаги стали именоваться либо просто **AMIT** с добавлением номера, либо совершенно по-другому.

Об **AMIT** не только во всем Morgan Stanley, но и в ГПП знали единицы. Первая серия завершилась 14 февраля 1992 года. Стомиллионная сделка принесла практически без труда почти два миллиона долларов дохода. Множество клиентов жаждали быстрых и легких денег, и конец года группа встретила закрытием 14 **AMIT**, хотя, быть может, несколько порядковых номеров и пропустили.

**Следующий** год прошел еще лучше. Менее чем за месяц, в самом конце 1993 финансового года, фирма закрыла сделки с **AMIT** на несколько сотен миллионов долларов, в том числе пять из **них** — с сериями от 21 до 26 — в один день, 11 марта. Сделка с еще одним членом семейства **AMIT** — бумагами Santos Securities Trust, названными так в честь бразильской футбольной команды «Сантос», за которую играл Пеле (японцы оказались фанатичными болельщиками), была закрыта 15 июля 1993 года. Объем сделки составил 241 миллион долларов, а гонорар — четыре миллиона.

В 1994 году спрос на **AMIT** несколько снизился. Вместо них ГПП продавала японским клиентам производные возникающих рынков, в том числе PLUS. И вот, в конце февраля 1995 года, после краха Barings, вновь настало время **AMIT**.

Пришла пора объяснить читателю некоторые связанные с **AMIT** нюансы — объяснить так, как их понимаю я. Ну, прежде всего, в группе производных бумаги эти называли **Shamit** (позор) или **Scamit** (жульничество). Принципиального различия между этими бумагами и смешиванием настоящего и фальшивого золота вы не найдете,

хотя человек, к банковским играм непривычный, в это, быть может, и не поверит. Кстати, вот вам одна из причин популярности **АМІТ**: очень уж ловко была спрятана их истинная природа. Когда мне рассказали о сделке в общих выражениях, я тоже в ней не разобрался. Понимание пришло потом, с узнаванием подробностей, уже гораздо позже моего ухода из фирмы. Итак, соберитесь. Понять что-нибудь в схеме сделок довольно сложно. Но неужели вы думаете, что одно из крупнейших мошенничеств за всю историю существования инвестиционных банков может быть простым?

Давайте начнем с самой крупной и самой гнусной сделки с **АМІТ**. Сделка эта стала матерью не только всех остальных **АМІТ**, но и вообще всех производных. Не знаю, была ли это наиболее доходная разовая сделка за всю историю Уолл-стрит, но за все 60 лет существования **Morgan Stanley** — несомненно.

Я не преувеличиваю. Услышав эту историю впервые, я просто в нее не поверил. Но шло время, а сделка эта оставалась рекордсменом в номинации «минимальные затраты труда при извлечении дохода в бизнесе с ценными бумагами». Участвовавшие в ней **АМІТ** получили какое-то другое название, но все окрестили их просто **МХ**. Дело в том, что та операция воплощала новый агрессивный подход **Morgan Stanley** к бизнесу, и параллели с любимой игрушкой Рейгана — ракетой **МХ** (не к ночи будь помянута!) — напрашивались сами собой.

Облигации **МХ** были гораздо масштабнее своей тезки — девяностодвухфутовой здоровенной тупой железяки, да и бумажную версию **МХ** тупой не назовешь. **МХ** в исполнении **Morgan Stanley** предназначались для молниеносного точечного удара. Запущенные в Нью-Йорке, долговые бумаги должны были пролететь несколько тысяч миль до Токио и попасть в балансы крупнейших японских финансовых институтов. После того как был дан положительный ответ на вопрос о возможности сделки, подготовка к запуску заняла лишь несколько часов напряженной работы. Удачно стартовавшие **МХ** не подвер-

гли Morgan Stanley неоправданному риску. Победа была одержана даже не за **недели**, а за дни.

Новые сделки с МХ проходили в Morgan Stanley строжайший технический контроль. Давайте сравним: в середине 1980-х годов при запуске 17 ракет без ядерных боеголовок из Калифорнии на расстояние 6000 миль все попадания вписались в круг диаметром 300 ярдов. Неплохо. Но гении на службе Morgan Stanley не имели права даже на такой разброс параметров. Результаты первоначальных испытаний обнадеживали, но гуру производных продолжали точнейшую и тончайшую настройку. Оружие должно было стать совершенным.

В Morgan Stanley о новых производных знала лишь горстка людей, проект окутывала атмосфера секретности. МХ стали плодом совместных усилий ГПП и отдела ипотечных сделок, но и там в тайну тайн были посвящены лишь несколько человек. Тысячи других сотрудников фирмы, работавших за соседними столами с посвященными, даже не подозревали, что на расстоянии вытянутой руки создается оружие массового поражения. По крайней мере, одного продавца из числа работавших над сделкой предупредили: проболтается хотя бы сотруднику Morgan Stanley — будет немедленно уволен. Понятие чрезмерной осторожности к этому проекту было неприемлемо.

Сделка с МХ представляла собой типичную сделку с облигациями AMIT. Хотите верьте, хотите нет, но рудой, из которой добывали материал для нее, служила ипотека, то есть залог жилья. Да, именно так: определенная часть тех реально выплаченных японским инвесторам миллиардов долларов в ходе различных сделок Morgan Stanley с AMIT, вполне возможно, была вашими платежами по закладным.

Для сделок с AMIT использовались ипотечные производные, которые можно разделить на проценты по закладной и основные платежи. Именно осознание возможности разделить платежи на части и стало той искрой, из **которой** разгорелось пламя AMIT. Вспомним: смысл сделки с AMIT кроется в создании двух частей, на первый

взгляд **одинаковых** — но только на первый взгляд. Используем еще раз уже надоевший вам пример с золотом: золото настоящее стоит 90 долларов, фальшивое — 10, но «средняя» цена и того и другого — 50. Таким образом, 90 долларов станут дорогой частью, а 10 — уцененной. Для осуществления сделки с **АМІТ** нужны были обе.

В случае с **МХ**, как и во многих сделках с **АМІТ**, наиболее ценная часть называлась **IOette\***, а наименее ценная — бескупонной облигацией (если вы помните, применительно к ним используются также названия «голая» и **Зеро-облигация**). Бескупонные облигации — это именно то, на чем Джозеф **Джетт**, якобы, потерял 350 миллионов долларов в **Kidder, Peabody and Company**; то, на чем трейдеры **First Boston** за год сделали, будто бы, 50 миллионов; и то, что мы использовали в **FP Trust**. Бескупонная облигация — штука простая. Это всего-навсего разовый платеж, производимый правительством США в будущем в заранее определенный момент.

Понять, что такое **IOette**, сложнее. Это разновидность обеспеченной ипотечной облигации (**collateralized mortgage obligation — СМО**). Когда вы платите по жилищной закладной, чек ваш, как правило, в конце концов поступает в федеральное агентство, такое как «**Фанни Мэй**». Это часть его повседневной работы — получать ипотечные платежи от владельцев жилья и создавать ипотечные пулы. Пулы, в свою очередь, становятся основой различных ипотечных ценных бумаг, в том числе ипотечных производных, например **СМО**. Таким образом выплаченные вами и вашими соседями деньги по закладным концентрируются в этих ценных бумагах и в таком виде расходятся по всему свету. **СМО** — просто разновидность бескупонных жилищных ипотечных облигаций. Они могут приобретать различные формы, из которых **IOette** — одна из самых необычных.

Наиболее часто ипотеку подразделяют на проценты и основную сумму долга. Таким образом, часть «только про-

образовано от сокращения слов «interest only» — «только проценты». — *Примеч. ред.*

центы» (IO) представляет собой лишь выплачиваемые владельцами жилья проценты, а часть «только основная сумма» (principal only — PO) — лишь платежи в счет погашения основной суммы долга. IO и PO — два основных типа СМО, и когда раз в месяц вы платите по закладной, уплаченные вами деньги также можно подразделить на предназначенные для погашения IO и PO. Кроме того, существует множество еще более сложных для понимания производных СМО, например РАС, ТАС, «облигации с плавающей обратной ставкой», Z-облигации.

Самое тяжелое при работе с закладными, и в том числе с СМО, — определить, какая часть основной суммы ипотечного пула будет выплачена к установленной дате. Если ставки на несколько процентов снизятся, то вы можете решить рефинансировать текущую закладную, заранее выплатив основную сумму, а потом оформить закладную опять, но уже под более низкий процент. Но если каждый владелец жилья в пуле заранее выплатит свою закладную, обладатели СМО пойдут по миру. Например, если владелец IO перестанет получать проценты, так как все закладные в пуле уже **предоплачены**, то его IO полностью обесценится.

Прогнозирование выплаты **закладных** — наука нелегкая, и каждый инвестиционный банк тратит многие миллионы долларов на разработку компьютерных моделей для стоимостной оценки производных СМО. Но даже **когда** модель верна, некоторые самые изменчивые СМО способны обесцениться почти мгновенно. «Погорельцев» на СМО можно встретить где угодно — и среди крошечных муниципалитетов, увлекшихся экспериментами с редкими облигациями, и среди весьма компетентных фондов. Достаточно вспомнить 600-миллионный ипотечный фонд под управлением **Askin Capital Management**. Этот институт строил свою политику исходя из стоимости принадлежащих ему СМО, определенной в соответствии с **компьютерной** моделью, а не с рыночной ситуацией. **К сожалению**, компьютерная модель оказалась чуть-чуть неточной, а в работе с нестабильными СМО даже мельчайшая ошибка способна повлечь роковой ис-

ход. Что и произошло. Представьте себе: сегодня фонд владеет 600 миллионами долларов, а завтра — ничем.

Что придает СМО особую опасность, так это обманчиво производимое ими впечатление абсолютной надежности. В заблуждение можно впасть и пойдя, как за путеводной звездой, за высокой оценкой степени их надежности. Компании, занимающиеся присвоением индексов надежности ценным бумагам, уважают СМО, так как платежи по большинству этих бумаг гарантированы федеральным агентством. Standard & Poor's и Moody's Investors Service, например, присваивают большинству таких облигаций наиболее высокий рейтинг из всех возможных. Но тут мы сталкиваемся всего лишь с видимостью надежности. Хотя федеральное агентство и не откажется от своих гарантий, но риски, связанные с СМО, на этом не заканчиваются. Вкладчики могут потерять деньги также по другим причинам, и досрочная выплата основной суммы **долга** — одна из них. Дополнительные же риски никакими **присвоителями** рейтингов не учитываются. Не верите — спросите **Askin Capital Management**.

Поскольку ипотечные платежи непредсказуемы, значительные потери могут нести даже банки, наиболее искушенные в своем бизнесе и активно занимающиеся ипотекой. В 1987 году, например, Merrill Lynch на нескольких сделках потерял 337 миллионов долларов. С определенной долей условности ипотечные производные можно рассматривать как игру с нулевым результатом. Множество проигрышей и выигрышей суммируются, и если цена ипотеки постоянна, то обязательно будут выигравшие и проигравшие.

**IOette** относятся к наиболее нестабильным СМО, что и доказано многочисленными неожиданными потерями на Уолл-стрит. Эти облигации представляют собой редкостный производный гибрид, состоящий в основном из **Ю**, но включающий и крохи **РО**. При создании нового траста мы имеем право смешивать выплаты процентов и основной суммы долга в любой желаемой нами пропорции. **IOette** и есть такая смесь, составленная по определенному рецепту. Как правило, инвестиционный банк

создает **IOette** из ипотечных пулов. Morgan Stanley или любой другой инвестиционный банк просто звонит в Федеральную национальную ипотечную ассоциацию («Фанни Мэй») либо в Федеральную корпорацию жилищного ипотечного кредита (она же — «Фредди Мак») и сообщает, что хотел бы попросить ассоциацию эмитировать новые ипотечные производные. Да зачем далеко ходить? Вы тоже можете эмитировать новые IOette, было бы желание. И деньги.

Допустим, например, что желание есть, от безденежья мы не страдаем и уже уведомили «Фанни Мэй» о своей мечте. «Фанни Мэй» не бесплатно, но все-таки учреждает для нас специальный траст, куда и переводит ипотечный пул. Все, что от нас требуется, — членораздельно объяснить, какой ипотечный пул мы хотели бы взять в качестве основы, во-первых, и как мы планируем разделить его на части, во-вторых. С этого момента деньги, которые владельцы жилья из выбранного нами пула выплачивают «Фанни Мэй» в виде процентов и основной суммы, поступают в наш траст. Управляющий фондом делит платежи на части в соответствии с нашими указаниями и выплачивает владельцам каждой из этих частей причитающиеся им деньги.

Morgan Stanley понял, что эти волшебные IOette — ключ к сделкам с АМІТ, в том числе с МХ. Вы не забыли — обладатели **Ю** (только процентов) получают лишь выплачиваемые владельцами жилья проценты, но не основную сумму долга (**РО**). IOette состоят главным образом из **Ю**, но они незначительно отличаются от классических **Ю** именно тем, что содержат небольшое, просто малое, малюсенькое количество **РО**. Реального влияния это почти не оказывает, **бóльшая** часть стоимости IOette формируется за счет **Ю**, но **РО** все-таки присутствуют, и мы или кто-то другой должны хранить их отдельно.

Из-за содержания небольшого количества **РО** облигации IOette приобретают два очень важных качества. Во-первых, купонные выплаты по ним громадны. Купонная ставка по облигации определяется, как правило, исходя из номинала ценной бумаги. Типичная купонная

**ставка** — около 8%, то есть со сто долларовой облигации вы получаете 8 долларов годовых. Купон — только часть основной суммы облигации.

В случае же **IOette** основная сумма **100** долларов могла приносить в виде процентов **1000** долларов в год, если не больше, и так на протяжении **30** лет. Поскольку в **IOette** содержится лишь небольшая часть основной выплаты, процентные платежи по облигациям огромны в сравнении с номиналом части **PO**, который служит также номиналом **IO**. Таким образом, купонные ставки по **IOette** могут составлять *несколько тысяч* процентов. Теоретически они вообще ничем не ограничены, хотя меня и предупреждали: писать на купонах слишком много нулей нельзя, так как компьютеры **Федерального резервного банка** могут **засбоить**.

Вторым важным качеством **IOette** стала их очень высокая (в сравнении с номиналом) цена. Если **IOette** номинальной стоимостью **100** долларов приносила **1000** долларов в год в течение **30** лет, то всего вы получали **30** тысяч. Но если весь пул выплачивался до установленного срока, то проценты, конечно, капали уже не так долго. Тем не менее вне зависимости от досрочных платежей стоили **IOette** почти всегда дороже номинала — как правило, гораздо дороже. Стоимость **IOette** номиналом **100** долларов могла составлять **1000** долларов или даже больше. Цена ее в действительности была арбитражной и основывалась на номинале **PO**, выбранных для **IOette**, но все-таки это была цена.

Именно два только что описанных качества и сделали **IOette** великолепным кандидатом на роль золота за **90** долларов из нашего примера с горшком. И опять-таки потому, что цена **IOette** превосходила номинальную стоимость, бумага попадала в разряд дорожающих финансовых инструментов. Да ведь **IOette** — чистое золото! И действительно, в некоторых случаях ипотечное обеспечение называли *золотым обеспечением*.

Как я уже говорил, для организации сделки с **AMIT** нам нужна была как дорогая, так и уцененная часть. Бескупонные, или «голые», облигации стали частью уценен-

ной, ведь стоили они гораздо дешевле номинала. Вы еще не забыли: по бескупонной облигации производится разовый платеж в заранее установленный день, допустим ровно через 30 лет. Именно «голая» облигация — простейший уцененный инструмент, то же самое, что и извечный уцененный **инструмент** — РО, за одним исключением: в случае «голяка» речь идет о правительственных бумагах, а не об ипотечных облигациях. Быть может, вы помните, что в соответствии с федеральной программой Strips некоторые брокеры получили право разделять процентные и основные платежи по правительственным облигациям. Таким образом, вместо того чтобы купить американскую правительственную облигацию, проценты по которой выплачиваются дважды в год, вы можете приобрести «голую» облигацию, предоставляющую право получения разовой выплаты 1000 долларов через 30 лет. Тут мы имеем дело с бескупонной облигацией, поскольку она предусматривает единственный платеж, без промежуточных купонных выплат.

Тысяча долларов, которую вы можете получить когда-нибудь потом, всегда дешевле той же тысячи, но сегодня. Помните, что такое приведенная стоимость? Она зависит от срока получения денег: чем больше времени до погашения, тем дешевле бескупонная облигация. Например, право получить 1000 долларов через 10 лет сегодня стоит около **500 долларов**, а право получить те же 1000 долларов, но через 30 лет — долларов 150. Вот потому-то, что тридцатилетняя бескупонная облигация номиналом **1000 долларов** и стоит сегодня около 150, она и называется уцененным инструментом. Такая облигация напоминает фальшивое золото, поскольку стоимость ее гораздо ниже, чем может показаться по внешнему виду.

В противоположность **IOette** «голяк» купить легко, а сроки погашения уже объявлены. Цены на различные серии ежедневно публикуются в «Wall Street Journal». Каждый же день их продают и покупают, причем помногу. Если бы, **работая** в **Morgan Stanley**, я захотел приобрести немного «голых» облигаций, то мне достаточно было

бы позвонить трейдеру и назвать ему объем и срок погашения. Он, в свою очередь, сообщил бы цену, и я купил бы облигации или отказался от сделки.

Суть сделки с **AMIT** заключалась в том, что инвестор покупал обе **части** — и **IOette**, и «голяк», причем одного и того же номинала. (РО, не пошедшие на создание **IOette**, предполагалось сбыть кому-нибудь еще.) Допустим, инвестор приобретает тех и других бумаг номинальной стоимостью на 10 миллионов долларов каждая. Вы не забыли, что облигация номиналом 10 миллионов долларов не обязательно столько и стоит? В нашем случае стоимость «голых» облигаций номиналом в 10 миллионов может составлять около двух миллионов, тогда как **IOette** того же номинала стоят **200 миллионов** долларов. После того как **Morgan Stanley** заложит в стоимость свое скромное вознаграждение — ну, скажем, три миллиона долларов, — цена пакета бумаг станет около 205 миллионов. Вот этот пакет и есть **AMIT**.

Тем не менее, чтобы сделка прошла гладко, инвестор не должен покупать обе части непосредственно. Вместо этого **Morgan Stanley** для покупки и **IOette**, и «голяка» организует отдельный траст, **бумаги** которого и приобретет наш инвестор. Давайте посмотрим, что из этого получится на примере только что приведенных сумм. Новый траст эмитирует 200 тысяч новых бумаг, представляющих исходные облигации общим номиналом в 20 миллионов долларов: **IOette** номиналом **1000** долларов (всего на **10 миллионов**) и «голые» облигации того же номинала (также на 10 миллионов долларов).

Естественно, различные облигации будут иметь разную реальную стоимость. Обеспеченные **IOette** трастовые бумаги поднимутся в цене до 2000 долларов, а связанные с «голыми» облигациями — упадут до 20 долларов. В среднем же, несмотря ни на что, цена каждой трастовой бумаги составит примерно **1000** долларов, хотя одна половина их окажется значительно дороже другой, поскольку реальная цена **IOette** (настоящего золота) значительно выше реальной цены бескупонных облигаций (золота фальшивого).

Сначала инвестор приобретет все 200 тысяч бумаг нового траста за 205 миллионов долларов по средней цене чуть больше 1000 долларов за штуку, а потом попросит Morgan Stanley взмахнуть волшебной палочкой.

Через несколько дней после покупки обязательств нового траста он уведомит Morgan Stanley, что в его планы входит продажа 100 тысяч бумаг, половины от всего купленного объема. Нужен предлог — пожалуйста: бумаги траста потребовали гигантских вложений, а инвестору понадобились деньги. Убедительно? Не совсем. За несколько дней стоимость ни IOette, ни «голяка» существенно не изменится. Следовательно, вы рассчитываете, что текущая стоимость половины трастовых бумаг составляет около 100 миллионов долларов — примерно столько же, сколько за них заплатили при покупке. Таким образом, инвестор остается при своих. Правильно?

Неправильно. Опять неправильно. Вот тут-то Morgan Stanley и взмахнет своей волшебной производной палочкой. Траст организован таким образом, что если инвестор захочет продать его бумаги, то в соответствии с полученными указаниями управляющий прежде всего начнет избавляться от более ценных IOette, а только потом — от «голых». Допустим, инвестор пожелал продать половину всех трастовых бумаг, 100 тысяч штук, за которые заплатил до этого 100 миллионов долларов. Выполняя приказ, менеджер траста продаст IOette общим номиналом 10 миллионов долларов, а к «голяку» и не притронется. Продаваемые IOette стоят гораздо дороже средней покупной цены всех бумаг траста. Допустим, реальная их цена осталась такой же, как мы и говорили ранее. В этом случае она равна 200 миллионам, которые управляющий получит от их продажи, а потом выплатит инвестору.

Еще раз для тех, кто разобрался не до конца. Во-первых, инвестор покупает 100 тысяч трастовых бумаг за 100 миллионов долларов. Во-вторых, через несколько дней инвестор продает 100 тысяч бумаг траста за 200 миллионов долларов. Прodelав два очень простых действия, инвестор почти мгновенно (несколько дней — не время)

получает прибыль в 100 миллионов долларов. Как вам схема? По-моему, простенько и со вкусом.

Разумеется, у инвестора все еще остаются 100 тысяч бумаг траста, которые он купил за 100 миллионов долларов; правда, реальная цена этих бумажек сегодня — всего около двух миллионов долларов (именно столько стоят оставшиеся в трасте «голые» номиналом в 10 миллионов долларов). Когда через 30 лет бескупонные облигации все-таки погасят, их владельцу придется признать убытки на сумму 90 миллионов долларов с хвостиком. Но через 30 лет это будет уже чьей-то еще проблемой.

Японские инвесторы обожали сделки с АМІТ, с одной стороны, и панически боялись обмана, с другой. Японцы с превеликим удовольствием платили Morgan Stanley гонорары в миллионы долларов за возникновение из небытия сотен миллионов, но придирались к каждой детали сделки. Реальный доход в точности соответствовал ожидаемому, так что подозрений у органов, регулирующих банковскую деятельность, не возникало; инвесторы разрабатывали и совершенствовали методы подсчета прибылей, придумали они в том числе и сокращение четырех последних нулей в числах. ГПП потратила кучу времени на доведение точности подсчетов до абсолюта, поскольку японцы требовали учета каждого цента в 100-миллионной сделке. На отдельных этапах были обнаружены ошибки в несколько долларов; их пришлось исправлять, не считаясь с расходами ни денег, ни времени. Кредо инвесторов — дьявол прячется в мелочах, то есть если детали в порядке, то и сделка законна.

Наиболее часто в сделки с АМІТ вступали японские лизинговые или **трейдинговые** компании, иногда предпочитавшие сохранять инкогнито. Мне так никогда и не удалось установить, кто купил МХ. В регистрационном свидетельстве той сделки имя покупателя отсутствовало, а **из** базы данных ГПП оно было стерто, если когда-нибудь туда и заносилось. Код долговых бумаг МХ предложили в Токио; быть может, идея исходила непосредственно от клиента, но мы этого никогда не узнаем. Работав-

шим над сделкой коллегам имя клиента не сообщалось с той же целью — сохранить его анонимность. Некоторым сослуживцам казалось, что в роли покупателя выступала какая-то близкая к правительственным кругам структура. Ходили слухи о Банке долгосрочных кредитов (Long Term Credit Bank), Промышленном банке Японии (Industrial Bank of Japan), но своего покупатель добился: с уверенностью его имени никто так и не назвал.

Но кем бы покупатель МХ ни был, в конце зимы 1993 года он заболел особо тяжелой формой весенней «производной лихорадки». Следовало как можно быстрее изыскать возможность получения дохода в несколько сотен миллионов долларов, и конечно же, как и большинству участников сделок с AMIT, деньги ему были нужны до 31 марта. Morgan Stanley выразил желание удовлетворить запросы клиента — и удовлетворил. Сделку с МХ закрыли 10 февраля 1993 года, так что до конца финансового года времени оставался вагон.

В случае МХ и IOette, и «голые» облигации использовались в точном соответствии с изученной нами схемой. Взятый в качестве основы для IOette пул ипотечных облигаций, состоящий из 7,5-процентных облигаций «Фанни Мэй», был типичным для большинства сделок с AMIT, а бескупонные облигации Казначейства с датой погашения 15 мая 2017 года — еще более типичными. Их стоимость вы можете каждый день увидеть в финансовых разделах большинства газет.

Сделка с МХ состояла из двух серий AMIT (15-й и 16-й). Что в ней поражало, так это объем — 571 миллион 480 тысяч долларов. Ни одна из сделок Morgan Stanley с производными, а среди них есть и абсолютно законные операции, до такого не доросла. Сделка с МХ полумиллиардным номиналом получила титул «мать всех сделок с производными». С этих бумаг на 571 миллион долларов клиент немедленно выручил прибыль миллионов на 400. Как и в остальных сделках с AMIT, оставшиеся облигации принесут убытки, но инвестор может их не признавать еще 20 лет, если, конечно, японские контролирующие органы не установят его имени.

За свой скромный труд Morgan Stanley должен был получить неплохое вознаграждение. Исходя из гонораров за прочие сделки с **AMIT**, можно утверждать, что разумная благодарность фирме должна составлять от 5 до 10 миллионов долларов. Группа производных получала, как правило, гонорар в размере нескольких процентов, особенно за не столь масштабные сделки. Например, 4% за сделку с **Pre4 Trust** были редкостью, но отнюдь не чем-то неслыханным. Такой же процент, а иногда и больше, обламывался за некоторые сделки с **PERLS**. Но сейчас, с учетом суммы сделки, такая доля просто не лезла бы ни в какие ворота — 23 миллиона долларов. Примерно столько же Morgan Stanley заработал на **RJR Nabisco**, крупнейшей сделке в истории Уолл-стрит.

Какую сумму вам подсказывает фантазия в нашем случае — 5 миллионов, 10, 20? Вы фантазируйте, фантазируйте.

Моментом, определяющим размер вознаграждения Morgan Stanley за сделку с **MX**, стало соглашение, обязывающее компенсировать банку любые потери из тех, что он мог бы понести за то короткое время, на протяжении которого траст владел **IOette**. Помните, траст купил **IOette** и «голые» облигации? Но кто-то ведь должен был хранить **PO**, не пошедшие на создание **IOette**, пока они не были бы вновь объединены и не проданы «Фанни Мэй» как обычные ипотечные облигации. Поскольку **PO** хорошо сочетались с **IOette**, было и легче, и дешевле продать их обратно «Фанни Мэй» в комплекте, а не торговать ими по отдельности на рынке. Естественно, «Фанни Мэй» соглашалась выкупить бумаги только вместе, ведь для воссоздания первоначальной ипотеки ей нужны были как **PO**, так и **IOette**.

Morgan Stanley согласился принять на себя роль владельца лишних **PO** до того момента, как им предстояло воссоединиться с **IOette**, но фирма не желала рисковать тем, что **PO** **упадут** в цене. **PO** — бумаги нестабильные, и риск весьма осязаем. Так что Morgan Stanley подготовил весьма интересное соглашение: банк оставляет у себя воз-

**можную** прибыль, но возможные убытки ему компенсируются. После чего, как я уже говорил, и **PO**, и **IOette** должны быть проданы обратно «Фанни Мэй».

Предполагалось, что **PO** останутся во владении Morgan Stanley всего несколько дней, так что и доходы, и убытки будут невелики даже несмотря на всю нестабильность бумаг. Покупатели **AMIT** относились, как правило, к такому соглашению как к незначительной формальности. Тем не менее Джон Киндред, наш токийский менеджер, отвечавший за множество аналогичных сделок, о формальности этой не забывал никогда. «Никогда» означает: в том числе и сейчас.

Я уже говорил, что датой закрытия сделки с **MX** должно было стать 10 февраля 1993 года. В этот день Morgan Stanley, получив деньги инвестора, учреждал траст и передавал клиенту его бумаги. За детали несли ответственность сотрудники внутренней службы банка. Как правило, они звонили рано утром, чтобы сказать: все готово — и узнать у продавцов группы производных размер гонорара с точностью до доллара. Звонка все ждали с трясущимися руками, так как сумма могла измениться, а деньги не поступали, пока не были готовы последние мелочи. Особенно продавцы **ГПП** нервничали по поводу сделки с **MX**: это была не только самая крупная сделка с **AMIT**, она обещала и самый большой гонорар в истории группы.

Утром никто из внутренней службы в **ГПП** не позвонил. После недолгого ожидания продавцы оставили сообщение для работавшего над этой сделкой сотрудника. К часу дня звонка от него еще не было. Группа производных так и не получила подтверждения закрытия сделки, и продавцы начали беспокоиться по-настоящему. Наконец, сотрудник внутренней службы позвонил и сказал: они ждут информацию о полной готовности от «Фанни Мэй». Через несколько минут раздался звонок из Техасского коммерческого банка (Texas Commerce Bank), управляющего сделкой. Там тоже нервничали. Они предупредили, что примерно через час отключат Fed Wire, коммуникационную сеть, связывающую банки — члены

Федеральной резервной системы, которую планировалось использовать для осуществления сделки. При обычной сделке это никого бы особенно не взволновало, так как все связанные с подготовкой проблемы можно без ущерба для участников решить и на следующий день. При обычной сделке, но не в случае МХ. Японские инвесторы для создания траста **утвердили** только одну конкретную дату — сегодняшнюю, — и если не закрыть сделку именно сегодня, то доход Morgan Stanley окажется под угрозой. Слова «завтра» не существовало.

Morgan Stanley начал выяснять, в чем проблема. Оказалось, что обнаружилось расхождение в инструкции по закрытию сделки в компьютере «Фанни Мэй» и такой же инструкции, но присланной из внутренней службы Morgan Stanley; кто-то в «Фанни Мэй» в последнюю минуту внес в документ изменения. Теперь верной инструкции у них не было, и если они ее не получают прямо сейчас, то поднимется могучий ураган, который всех и сметет. Во-первых, не удастся создать ипотечный траст. На Уолл-стрит в таких случаях говорят «сделка **накрылась**». Без ипотечного траста нельзя создать **IOette**. Без них японский траст не получит подорожавшие ценные бумаги. Без этих ценных бумаг японский траст не сможет эмитировать свои облигации, предназначенные для продажи инвестору. Горшок с золотом растает в голубой дымке.

Один из продавцов группы ценных бумаг нес ответственность за урегулирование деталей сделки с МХ. Теперь все рушилось у него на глазах. Ему срочно была нужна помощь. Продавец начал разыскивать Маршала Саланта, директора-распорядителя ГПП, контролировавшего сделку. Несчастный продавец нашел Саланта на встрече с клиентом в комнате для переговоров. Через стекло было видно, как директор, не обращая внимания на ужимки и прыжки продавца, пытавшегося выманить шефа из комнаты, продолжал вдохновенно рисовать диаграмму. Салант вообще редко обращал внимание на подчиненных, а тут еще и переговоры. Наконец, продавец вломился в комнату и прохрипел: «Маршал, у нас неприятности с МХ».

**Салант** вскочил, и, припомнив молодость и марафонские забеги, как в лучшие годы, рванул в группу производных. На бегу продавец вводил шефа в обстановку. В новой реальности не оставалось места ни новым ипотечным облигациям, ни залоговому обеспечению траста, ни гонорару в миллионы долларов — и все из-за неполадок с Fed Wire. Следовало немедленно что-нибудь предпринять.

Продавец «обрадовал» ипотечных трейдеров, и те поскакали в ипотечный отдел. Обстановка там напоминала пожар в борделе во время наводнения. Трейдерам срочно требовалось закрыть сделку с МХ. Их отдел был паршивой овцой торговой площадки, и на места некоторых трейдеров уже «подыскивали собак» (см. главу 9). МХ могли подарить им жизнь. Ипотечный отдел поровну разделит бы гонорар с ГПП, но о каком гонораре можно говорить, если сделка не состоится.

Салант отлично понимал, что крайним могут сделать именно его. Единственная его попытка принести пользу Morgan Stanley на посту директора-распорядителя могла привести к кризису. Маршал, обычно спокойный, сорвался на крик.

— Да это же охренительно серьезная проблема! Вы что, не поняли? Это охренительно серьезная проблема!

Самый молодой из всех продавцов производных попытался не поддаваться панике.

— Да, я понимаю, проблема охренительно серьезна! Не надо считать мое спокойствие признаком непонимания серьезности ситуации.

Не обращая внимания на молокососа, Салант с крика перешел на визг.

— Это же охренительно серьезная проблема!

К трагическим воплям присоединился хор трейдеров. Когда один из всегда степенных, консервативных ипотечных трейдеров осознал случившееся, он застыл и заорал:

— Не состоится сделка — полетят головы!

Даже после вступившего греческого хора присутствующих «Головы полетят!» и «Это охренительно серьезная проблема!» самый молодой продавец производных не

утратил спокойствия. Fed Wire должны были отключить часа в три дня — меньше чем через час. Значит, задача номер **один** — попытаться убедить Федеральную резервную систему не отключать свою сеть в три. Трейдеры и продавцы начали умолять всех своих знакомых, кто хоть как-то мог помочь, не губить их головушки. Сотрудники Техасского коммерческого банка получили инструкцию делать то же самое.

После этого трейдеры связались с «Фанни Мэй» и объяснили, что та ошиблась. В случае малейшего сопротивления было решено использовать тяжелую артиллерию в лице Ричарда **Фишера**, председателя Morgan Stanley, но настолько жесткие методы борьбы не понадобились. «Фанни Мэй» признала свои упущения и пообещала немедленно исправить инструкцию. «Техасцы» позвонили, чтобы сказать: Fed Wire не отключат еще час.

Трейдеры чуть-чуть успокоились. В полной тишине они смотрели на телефон в ожидании звонка.

Телефон заголосил в 16.30. Звонили из внутренней службы Morgan Stanley. Там только что получили сообщение о закрытии сделки. Присутствующие вновь задышали. Раздались победные вопли. Благодаря командной игре Morgan Stanley спас ситуацию. Несмотря на интенсивный огонь врага, солдаты ГПП выжили.

В разгар веселья какой-то продавец заявил, что не стоит трепаться на каждом углу о происшедшем. Все присутствующие безусловно согласились. Персоналу фирмы не следовало знать, что многомиллионный гонорар висел на волоске.

Когда через несколько часов в Токио начался рабочий день и японские продавцы заступили на трудовую вахту, о панике **они** ничего не **узнали**. На вопрос о ходе сделки сотрудники группы производных ответили, что, не считая мелких неурядиц, все в полном порядке. Зашедший в кабинет клиент узнал о своем владении трастовыми облигациями, но ничего другого он и не ожидал.

Но и для трейдеров, и для продавцов поездка по американским горкам сделки только начиналась. Настало время повеселиться.

Несмотря на то что покупатель и получил облигации траста строго по расписанию, он, вместо того чтобы продать часть бумаг через несколько дней, решил отложить свое деяние на несколько недель. И все это время траст владел как IOette, так и «голяком».

Тем временем Morgan Stanley все еще обладал неиспользованными РО на несколько сотен миллионов долларов, жаждущими воссоединения с IOette. Хотя отдел ипотеки, имея на руках соглашение о покрытии убытков, и так не проявлял признаков беспокойства, этот документ вдруг стал гораздо более важным, чем представлялось, — ведь сроки-то увеличились. Памятуя о соглашении, можно сказать: положение трейдеров стало просто завидным. Если бы РО начали расти, отдел получил бы доход. Если бы РО стали падать, клиент возместил бы все убытки. В любом случае Morgan Stanley планировал, после того как траст избавится, наконец, от IOette, вновь слить их с РО и продать обратно «Фанни Мэй».

РО должны были расти, потому что на рынке облигаций наблюдался подъем. Поскольку РО представляли выплаты основной суммы, они повышались быстрее при уменьшении процентных ставок и росте цен на облигации, и вот почему: РО были проданы со скидкой, и если процентные ставки уменьшались, то люди начинали рефинансировать свои закладные. В этом случае вы получали основную сумму долга (полный номинал), а значит, и прибыль сверх «уцененной» продажной стоимости РО немедленно, а не через много лет. Давайте разберем происходящее на предельно простом примере. За РО номиналом 100 долларов и со сроком погашения 20 лет вы заплатили 15 долларов, а рынок оживился настолько, что 100 долларов вернутся к вам не через 20 лет, а немедленно. Эта способность к росту, получению немедленного дохода при падении процентных ставок называется **конвективность**, а как вы помните из предыдущих глав, **конвективность** — это хорошо.

За несколько недель владения Morgan Stanley РО рынок ценных бумаг оживился, по словам одного продавца, «как извращенец, завидев малолетку». РО поднялись

невероятно. Скорее всего, клиент, принимая решение об отсрочке продажи трастовых облигаций, не понимал, насколько РО нестабильны. Они шли все выше и выше. К тому времени как клиент все-таки решился продать свои бумаги для получения примерно 400 миллионов долларов, **Morgan Stanley** уже поимел свой скромный интерес на принадлежащих ему РО.

**Руководство** банка удивило меня в хорошем смысле слова. Но теперь Morgan Stanley встал перед тяжким выбором. На MX, включая гонорар и доход от РО, фирма сделала около 75 (вы не ошиблись, семидесяти пяти) миллионов долларов. Искключительно благодаря конвективности? Ну конечно же, и гонорар был чрезвычайно высок, — но все равно, клиент просто озверевает, если узнает. А он узнает? Руководство банка собралось для обсуждения одного вопроса: делиться ли с клиентом дополнительными доходами.

В соглашении с покупателем ясно сказано, что Morgan Stanley забирает все дополнительные доходы себе. Но не получится ли, что банк злоупотребит доверием клиента, если заберет все деньги и даже не известит другую сторону об их количестве? Вместе с тем, если покупателю сообщат о дополнительных доходах, то придется объяснять, откуда что взялось. Скорее всего, клиент просто не понял смысла соглашения по РО, и может считать, что Morgan Stanley злоупотребил его доверием гораздо раньше, когда не просветил его по поводу мощного скрытого потенциала этих бумаг.

Далее, если менеджеры примут решение в духе «надо делиться», то как именно надо делиться, сколько дать клиенту? Как будет определена доля, которой достоин покупатель облигаций, и как это ему объяснить? Скользкая ситуация. Обсуждался очень сложный вопрос деловой этики, а я уже писал, что руководство считало выражение «деловая этика» чем-то вроде «сапог всмятку».

К какому же решению пришли? К наиболее этичному из всех возможных в сложившихся обстоятельствах. Делиться не стали вообще. Зачем зря головы ломать? Клиент и так остался доволен свалившимися с неба 400 мил-

**лионами.** Зачем ему еще 30? Да и не узнает он о них никогда!

В конце концов, общий доход Morgan Stanley со сделки составил 74,6 миллиона долларов, которые были поделены поровну между **ГПП** и отделом ипотеки. После других сделок вспыхивали ожесточенные битвы по поводу дележа добычи, но сейчас жирный кусок оказался достаточно велик, чтобы насытить всех. Гонорар группы производных за сделку с МХ был определен в 37 миллионов 320 тысяч долларов.

Руководство **ГПП** постаралось избежать широкой огласки этой информации. Никогда и никому в группе производных сумма гонорара официально объявлена не была. В соответствии с принятой для любой сделки **ГПП** стандартной процедурой следует заполнить специальную форму, внося в нее общий доход от сделки и его распределение по различным группам фирмы. Директор-распорядитель, как правило, сообщает обреченному на заполнение сотруднику все необходимые данные. Для формы по сделке с МХ последовали другие указания: не заполнять. Те, кто обладал достаточно полной информацией о сделке, не проявляли склонности обсуждать, сколько фирма на ней поимела. Даже простое упоминание суммы гонорара могло стать основанием для немедленного увольнения.

Сделка почти не потребовала затрат сил и времени — ну, в общей сложности недели **две**. **Большая** часть работы была выполнена кучкой посвященных за несколько дней. Главное же событие сделки — паника — вообще длилось около часа. И за все это фирма положила в карман 75 миллионов долларов.

Один из рядовых сотрудников группы производных, бывший в курсе истории с МХ, подсчитал ее воздействие на квартальную прибыль фирмы. Оказалось — значительное воздействие. За счет сделки с МХ фирма превзошла ожидания аналитиков, причем почти точно на сумму прибыли, которую получила от своего «стратегического оружия». Возможно, аналитики и располагали некоей конфиденциальной информацией о деловой ак-

тивности **Morgan Stanley**, но никто из них и подумать не смел, что банк наварит 75 миллионов на единственной сделке менее чем за три месяца, за что они и были удостоены жизнерадостного ржания сотрудников ГПП.

Сделки с **AMIT** зарекомендовали себя наиболее эффективным из всех возможных средств создания фиктивных прибылей для японских инвесторов. Успех этих бумаг не укрылся и от руководства **Morgan Stanley**. 24 марта 1993 года Боб Скотт, в то время — старший директор фирмы по инвестиционным операциям, направил участникам сделки с МХ в Нью-Йорке и Токио письмо, в котором выражал благодарность за тревожнения, перенесенные в связи с нестабильностью рынка. Скотт писал: «Очевидно, пик нервной напряженности пришелся на март, когда начался подъем на рынке казначейских **сертификатов**». В своем послании он также поздравлял работников с успехом. Хотя в **Morgan Stanley** сделка с МХ и осталась тайной для большинства сотрудников, но, конечно же, не для высшего руководства. Вот еще одна фраза из письма: «В итоге сделка оказалась наиболее прибыльной за всю историю фирмы».

Надо сказать, что Скотт не преувеличивал.

## Глава 11

# *Саёнара\**

Я был в восторге и от сделки с МХ, и от неправдоподобно некомпетентного подхода к финансовой деятельности, принятого в Токио. Япония казалась мне раем для продавца производных. И напротив, в Нью-Йорке бизнес шел вяло, работа на новых рынках стала рутинной. Я начал заниматься некоторыми токийскими сделками. Наш офис в Японии не так давно закрыл несколько крупных сделок, каждая из которых принесла Morgan Stanley примерно по миллиону долларов, что вселяло в меня надежду на успех фирмы на этом фронте и в будущем.

Возглавлял наш токийский офис Джон **Киндред**, деятельный и напористый менеджер, с круглым лицом, легко краснеющим от волнения в предвкушении удачной сделки. У **Киндреда** нюх на прибыли был как у хорошей ищейки, а хватка — как у бульдога, так что если он встречал хоть в малейшей степени заинтересованного клиента, тот почти не имел шансов уйти просто так. Подчиненные не отставали от начальника, и каждый из них приносил фирме больше денег, чем его коллега в Нью-Йорке.

Весна в Morgan Stanley — время кадровых перестановок, и я надеялся на перевод в Токио. Каждый год после выплаты премиальных руководство перетасовывало сотрудников в **соответствии** со своими представлениями об их сильных и слабых сторонах. Я хорошо знал ритуал. Свое будущее можно было предсказать по географической карте. Если вас ожидали светлые дни, то вы либо получали повышение в нью-йоркском офисе, либо переезжали в Лондон или Токио. Если же вам не стоило ждать от жизни ничего хорошего, то оказывались вы в бруклинском офисе и приводили в порядок архив. Но коли перемены отсутствовали, ждать можно было чего угодно. Желание **Саланта** убрать меня с новых рынков производных я истолковал как начало конца, надеясь, что меня по крайней мере оставят на своем месте и дадут тем самым шанс заключить хорошую сделку.

Наступивший год не отличался от предыдущих. После выплаты премиальных менеджеры начали вызывать сотрудников и обсуждать с ними перемещения. Форма беседы разнообразием не отличалась: «Мистер имярек, в новом году нам хотелось бы внести в расстановку кадров некоторые изменения». Фраза эта ни к **чему** не обязывала. Она могла означать как повышение, так и предложение выметаться, и поскорее. Потом следовало молчание, в течение которого менеджер пытался прочесть по вашему лицу реакцию на свои слова. Иногда затянувшаяся пауза вызывала в продавцах настоящий ужас, но если вы показывали, что испугались, то лишь усугубляли положение. И вот, по истечении страшной минуты менеджер спрашивал, как бы вы отнеслись к предложению поработать там-то и там-то, — обычно упоминалась именно та конкретная область бизнеса, куда вас планировали определить. Очень неприятно было бы услышать: «Не заняться ли вам муниципальными **облигациями?**», а уж если вас спрашивали: «Не хотели бы вы поработать в нашем бруклинском **офисе?**», — то вы могли считать свою **карьеру** оконченной.

Так сложилось, что вся моя трудовая биография на Уолл-стрит была связана с возникающими **рынками**, и

после недавнего обвала мексиканской валюты мне пришлось задуматься о выборе новой сферы деятельности. Я перебрал несколько вариантов, в том числе переход в другой отдел фирмы, но с руководством свои планы еще не обсуждал, надеясь, что мне дадут немного времени, перед тем как повисить или задвинуть в угол. Это позволило бы мне попытаться взять дело в свои руки и решить, куда идти. А вдруг меня оставят в покое и вообще не вызовут?

Не повезло. Маршал **Салант** пригласил меня в кабинет, где кроме него сидели еще два менеджера. Один из них прикрыл дверь, показал мне на кресло и приступил к исполнению ритуала. «Фрэнк, в новом году нам хотелось бы внести в расстановку кадров некоторые изменения». И воцарилась тишина. Лицо мое оставалось бесстрастным. Зная, что эмоции демонстрировать нельзя, я сидел и ждал продолжения. За время нашего молчания я припомнил всю свою короткую карьеру, пытаюсь понять, в чем была моя ошибка и была ли она вообще. По-моему, я уверенно шел вперед, из всех отчетов следовало, что и клиенты, и сослуживцы считают меня компетентным продавцом. Я постарался подготовить себя к возможному потрясению от слова «Бруклин» и решил немедленно уйти, если услышу про муниципальные облигации.

Когда же один из менеджеров продолжил: «Итак, что бы ты сказал о работе в нашем токийском **офисе?**», — я сначала удивился, а потом подумал: «Жизнь прекрасна». Вопрос продемонстрировал хорошее отношение ко мне. Если в инвестиционном банке вас ценят, то продвигают поближе к деньгам. В 1995 году для группы производных самым денежным местом был Токио. Очевидно, начальство сочло меня способным **впаривать** японским клиентам высокоприбыльные производные бумаги.

Перед моим ответом также последовала пауза. Каким-то образом я ухитрился заставлять людей давать мне работу, для которой был недостаточно компетентен. First Boston предложил мне продавать американским инвесторам производные новых рынков, сейчас Morgan Stanley

хотел бы попробовать меня на продаже еще более экзотических бумаг японцам. По-японски я не знал ни слова. Я не то что никогда не беседовал с японскими клиентами, я их и в глаза-то не видел. О финансовой и законодательной системе Страны восходящего солнца я не имел ни малейшего понятия. Ну ладно, рисковать так рисковать. Я подавил как желание напомнить о своей недостаточной квалификации, так и восторженный вопль: «Это — моя мечта!» Для начала в любом случае надо осмотреться в Токио хотя бы месяц. Я доверительно ответил: «По-моему, Токио — просто склад денег».

Мне дали день на раздумье. Боссы планировали направить меня в Токио временно — на усиление местной ГПП. Конечно, было весьма лестно, что выбрали не кого-то, а меня. Предполагаемая работа казалась очень интересной, но не тяжелой. Наш токийский офис задыхался под грузом клиентов, охваченных «производной лихорадкой». Их балансовые отчеты благоухали как сакура в цвету. Руководство хотело быть уверенным в том, что в Японии хватит садовников для сбора урожая, и, хотя в Токио не было недостатка в опытных специалистах, решило направить туда и сезонных рабочих.

Интересовала меня столица Японии не только по непосредственным деловым соображениям. В Токио меня ждал последний недостающий фрагмент мозаики, из которой я составлял картину бизнеса Morgan Stanley с производными. Я знал правила игры с производными достаточно хорошо, в Нью-Йорке чувствовал себя как рыба в воде, был знаком со многими лондонцами, но Япония все еще оставалась для меня загадкой.

Я никогда не приближался к Токио менее чем на пять тысяч миль, но как раз это работе помешать не могло: ведь продавал же я производные множества стран — Аргентины, Бразилии, Мексики и Филиппин, — ни разу там не побывав и не покидая Соединенных Штатов. За всю свою жизнь я не выезжал из Америки больше чем на несколько дней, если не считать недельную поездку моего школьного оркестра в Германию. Тогда я играл на кларнете пьяным гостям пивного праздника — **Окtober-**

феста. Если бы меня попросили показать на карте Токио или даже Японию, я не уверен, что не опозорился бы. Мои знания об этой стране черпались из **мультяшек**, фильмов ужасов про **Годзиллу** и студенческого доклада моего друга, которому я помогал подбирать материалы про **ниндзя**. А теперь я был в двух шагах от продажи производных в Токио. Жизнь прекрасна и полна неожиданно-стей! На следующее утро я сказал, что к поездке готов.

Меня обрадовало, что не придется отказываться от удобств. Если Morgan Stanley посылает человека в Токио, то голодать его там не заставит. Я уже успел наслушаться о дикой для американцев дороговизне жизни в Японии. Но некоторым находящимся в долгосрочной командировке сотрудникам выплачивалась компенсация на аренду жилья в размере 10 миллионов иен (100 тысяч долларов) в год. Один трейдер получал на это 10 тысяч долларов в месяц. Поездка нравилась мне все больше и больше.

Впервые я понял, во что обойдется путешествие, увидев билет на самолет в салон первого класса: он стоил 7500 долларов. На заданный секретарше ГПП вопрос, нет ли у нее каких-нибудь памяток для сотрудников, содержащих советы, где и что можно есть, как проводить свободное время и тому подобное, та рассмеялась. Один из коллег сказал, что мне потребуется примерно миллион иен в неделю. По-моему, чуточку дороговато. К роскошествам я не привык и рассчитывал уложиться в несколько сотен тысяч. На три недели для меня был резервирован двухкомнатный номер на последнем этаже Императорского отеля, одного из самых дорогих в мире, откуда я мог любоваться красивейшей панорамой: окна мои выходили на токийскую резиденцию императора.

Хотя я и был воодушевлен поездкой, семья моего ликования не разделяла. Родители волновались: еще бы, ведь Япония — место странное, от родного Канзаса ехать и ехать. Я убеждал их, что отправляюсь в одну из наиболее безопасных стран в мире и мне там ничего не угрожает, но мои попытки успехом не увенчались. Родители остались при своем мнении — что-то нехорошее все равно произойдет.

Коллеги прощались с энтузиазмом. У меня появилось предчувствие долгой разлуки: имея авиабилет с открытой обратной датой, я легко мог продлить пребывание в отеле. Один из сослуживцев сказал, что, по слухам, меня отправляют в Токио на постоянную работу, и посоветовал как следует провести последние выходные в Нью-Йорке (рейс у меня был в понедельник 20 марта). Страшила настоятельно рекомендовал посетить музей самурайских мечей, но намекнул: не надо бежать туда в первый же день, времени у меня будет более чем достаточно. Я и сам знал нескольких продавцов, которые так и не вернулись из Японии. Словом, пакуя чемодан, я держал в голове и долгосрочный вариант.

Когда я наконец уселся в роскошное широкое кресло в салоне первого класса и свободно вытянул ноги, мои последние опасения улетучились. За несколькими порциями черной икры последовало полдюжины порций водки, а на все это в желудок упал **стейк**. Я был доволен жизнью. Откинув спинку сиденья, я достал толстую книгу. Полет проходил без промежуточных посадок, и у меня в запасе было 14 часов отдыха, еды, питья и чтения. Родители явно ошибались. Да и что плохого со мной может случиться?

Чего я не знал, так это того, что, пока я нахожусь в **нирване**, в Токио в час пик в метро несколько окончательно спятивших членов японской секты открыли контейнеры с зарином — боевым нервно-паралитическим газом, разработанным фашистами. Почти мгновенно на трех линиях поезда метро, до предела забитые людьми, заполнились ядовитыми испарениями. Двенадцать человек погибли, и более пяти тысяч пострадали. Неподалеку от американского посольства на станции **Камиячо** лежали без сознания люди в деловых костюмах. Охваченная паникой толпа пыталась выбраться из ядовитой западни, в которую превратилась подземка. Газ вызывал рвоту, носовое кровотечение, затруднение дыхания, а у кого-то и смерть. Жертв **развезли** по более чем 80 токийским больницам и клиникам. После того как пассажиров вывели на свежий воздух, а подземку закрыли, около двух с половиной ты-

сяч полицейских, прочесав пригороды, нашли и обезвредили причастных к газовой атаке сектантов.

Тем временем я продолжал полет в шикарных условиях, и через несколько часов путешествия спиртного во мне было более чем достаточно. Чуть позже я узнал, что, подлетая к городу, только что пережившему наиболее страшную атаку террористов в истории человечества, просил стюардессу открыть еще одну бутылку портвейна. А потом мне рассказали, что вся моя канзасская родня паниковала не меньше пассажиров токийского метро. Но, к счастью, с высоты 35 тысяч футов не было слышно причитаний: «Говорила же я, сиди дома». Вскоре я признал, что родители имели право на беспокойство. Если бы я вылетел предыдущим рейсом, то вдыхал бы не аромат дорогого вина, а зарин.

К тому времени как я вышел из самолета и сел в экспресс **Нарида**, соединяющий аэропорт с городом, никаких следов произошедшего уже не осталось. С момента атаки прошло несколько часов, и поначалу я ничего странного не заметил, кроме, пожалуй, **того**, что почти все прохожие в центре Токио носили синие хирургические маски. В Нью-Йорке о таком обычае никто не упоминал. Что это — новая мода или боязнь простуды? Мне захотелось купить такую же. За исключением масок и **того**, что японские таксисты открывали перед пассажирами дверь с легким поклоном, жизнь в Токио казалась неотличимой от американской.

Я уже знал несколько японских слов: «Тае ко коо» — так назывался Императорский отель на местном языке. И после того как я сказал это в такси, водитель понял, **что** со мной делать. **Императорский** отель — примадонна среди токийских гостиниц и объект такого же поклонения, как и дворец императора. Состоит отель из двух зданий: семнадцатизэтажного корпуса из стекла и стали, выходящего в парк **Хибийя**, и тридцатиодноэтажного, чуть ли не самого высокого в окрестностях дворца. В отеле более **тысячи** номеров, пятнадцать ресторанов, различные бутики. Среди гостей Императорского отеля — министры, знаменитости, члены королевских семей и тысячи только что

поженившихся японских пар. По пути в свой номер я остановился, чтобы понаблюдать за свадебной церемонией.

История отеля изобилует разнообразными событиями. Он пережил не одно бедствие, в том числе сильнейшее землетрясение 1 сентября 1923 года, от которого так пострадал **Токио**, случившееся на следующий день **после** завершения строительства еще первого, несохранившегося здания. Я слышал восторженные рассказы о гениальности Фрэнка Ллойда Райта, автора проекта отеля, считавшего свое творение одной из величайших удач творческой биографии. Гордился Райт и **сейсмоустойчивостью** своего детища: то землетрясение в центре Токио пережили считанные дома. После Второй мировой войны старый, уже порядком обветшавший отель снесли, чтобы построить на его месте еще более высокий и комфортабельный. Шикарные холлы и бары были заполнены важными людьми, которые вели важные **беседы**. Отель настолько дорожил своей репутацией, что не так давно отказался принять Мадонну и Майкла Джексона, опасаясь побеспокоить остальных гостей выходками необузданных членов их свит.

Перелет и дорога в город утомили меня, и я наслаждался тишиной и покоем. Жил я на 31 этаже, вид из окна номера превосходил все ожидания. Окна выходили на север, и я мог наслаждаться зрелищем обширного комплекса императорского дворца. Хотя дворец и располагается в самом центре Токио, при взгляде на него появляется ощущение загородного поместья: парк не пререзают дороги, около него нет станций метро, над ним не пролетают самолеты. Даже с высоты птичьего полета я не смог разглядеть главного здания — оно было надежно укрыто листвой деревьев. Императорская резиденция располагалась на **северо-западе**, а на северо-востоке горело неоновое пламя реклам Гинзы — района фешенебельных магазинов. Прямо передо мной возвышался **Оти-центр** — и офис Morgan Stanley. Я бросил последний взгляд в окно и рухнул на кровать.

Проснулся я **рано** и **решил** пробежаться по окрестностям дворца. Консьерж предложил воспользоваться принадлежащими отелю тренировочным костюмом и

кроссовками, но моего размера, к сожалению, не нашлось. Оказавшись на свежем воздухе, я заметил, что людей в синих масках стало еще больше. Они были повсюду, и сегодня мне это показалось по-настоящему странным.

Вернувшись в номер, я обнаружил подсунутую под дверь «New York Times» на английском языке и только из газеты узнал о газовой атаке. Если бы я сказал, что испугался не очень сильно, то соврал бы. Почему никто не сообщил мне раньше? Да, путешественнику тяжело оставаться в курсе последних событий, но случившееся со мной — просто смешно. Родители-то оказались правы. Я решил, что в Штаты вернуться мне уже не суждено. Новости заставили меня принять два решения: позвонить домой и сказать, что я жив, во-первых, и ходить на работу пешком, а не давиться в подземке, во-вторых. Спустившись в холл, я спросил консьержа, где можно купить хирургическую маску.

Токийская резиденция Morgan Stanley представляла собой средних размеров здание в **Оти-центре** — районе, в котором располагалось около четырехсот сверкающих мини-небоскребов, прямо на севере от императорского дворца. Morgan Stanley стал одним из первых инвестиционных банков Уолл-стрит, осуществивших вторжение в Японию. Залогом успеха родной фирмы был **Дейвид Филлипе**, этнический японец, родившийся в Стране восходящего солнца, прошедший 13 юношеских лет в США и получивший научную степень в Калифорнийском университете в Беркли. Для неяпонских банков **Филлипс** стал посредником между двумя столь несхожими культурами. Фамилию Филлипс он носил не всегда, еще несколько лет назад его звали Сатоши **Сугияма**, но с таким именем — решил будущий Филлипс — карьеры не сделаешь. В конце 60-х годов он успешно провел переговоры с министерством финансов Японии и добился открытия нового отделения Morgan Stanley. Сочетание в этом финансисте связей в Японии, с одной стороны, и американского имени, с другой, побудили Morgan Stanley в

1970 году пригласить тридцатисемилетнего **Филлипса** на работу в токийское представительство.

Японскому отделению компании сопутствовал неизменный успех, и в 1977 году **Филлипс** получил должность директора-распорядителя. Сей факт должен быть занесен в анналы истории. **Дейвид** Филлипс стал первым и на ближайшие несколько лет единственным представителем меньшинств среди директоров-распорядителей Morgan Stanley. К 1982 году в токийском офисе компании насчитывалось уже 20 сотрудников, в том числе девять специалистов и несколько постоянных японских клиентов. Филлипс все еще оставался единственным цветным директором-распорядителем.

Платили **Филлипсу** хорошо; правда, его зарплата не свидетельствовала о том, что всепроникающее неприятие представителей меньшинств в инвестиционном бизнесе хоть как-то уменьшается. Тем не менее Дейвид служил своеобразным символом «отсутствия дискриминации». Роберт **Гринхилл**, глава инвестиционного направления Morgan Stanley, любил удивлять людей, считавших, что человек с таким именем — белый. Гринхилл часто повторял: «Несколько раз мы с **Дейвидом** беседовали с клиентами, и видели бы вы их отвисшие челюсти». Филлипс отлично знал, как играть в инвестиционный бизнес по неяпонским правилам, и не только благодаря азиатскому лицу и американскому имени. Носил он дорогие костюмы, курил **«Данхилл»**, пил коллекционный виски.

За следующее десятилетие Morgan Stanley нанял для работы в японском представительстве уже несколько сотен человек и к концу 1980-х годов имел в Токио второй по величине офис среди всех американских инвестиционных банков. В это же время наше представительство ухитрилось приобрести дурную славу, а в 1990 году в Токио пожаловал Том Вулф, автор книг «Костер тщеславия» («Bonfire of Vanities») и «Электропрохладительный кислотный тест» («The Electric **Kool-Aid** Acid Test»), и начал интервьюировать некоторых особо правильных японских финансистов, желая, очевидно, набрать материал для следующего шедевра.

Ко времени моего визита офис в Токио стал почти близнецом офиса в Нью-Йорке. **Филлипс** в 1987 году перенес инсульт и через четыре года ушел на пенсию, но его влияние ощущалось до сих пор. Торговая площадка была меньше нью-йоркской, а в остальном все было так же — компьютерные мониторы сверкали, люди кричали, бумаги шуршали. Но тем не менее чувствовались и различия, обусловленные иной культурой. Секретарши были вежливы, многим из них уже перевалило за 25, блондинки встречались не часто. Многие продавцы и трейдеры явно не получали двойки в колледже, а некоторые имели даже ученые степени. Ругань так и висела в воздухе, но английские выражения почти не употреблялись. Накормить меня пытались не слегка заплесневелым сырным стейком, а куском вчерашнего угря.

Как только я переступил порог офиса, то сразу понял: тут все больны весенней лихорадкой. Утреннее собрание группы производных было посвящено высказыванию плодотворных идей сделок; клиенты же на наши предложения откликались своими, еще более экзотическими. Японские компании отчаянно нуждались в доходах и были готовы получать их **любыми** путями, неважно — законными или не **совсем**. Продавцы производили впечатление людей энергичных и сосредоточенных. На обсуждение произошедшего в метро времени ни у кого не было.

Я знал, что несколько последних весен оказались для токийского офиса особенно прибыльными. Япония значила для Morgan Stanley все больше и больше, сотрудники нью-йоркской ГПП сражались за право поработать над токийскими сделками. Нью-Йоркские менеджеры пытались организовать получение кредитов для некоторых японских сделок, и кое-кто в Америке работал по ночам, так как в Японии в это время был день. Тем не менее, несмотря на все потуги, фирма постепенно утрачивала контроль над филиалом. Как я понимаю, это послужило еще одной причиной моей **командировки**: начальству был нужен шпион в непокорной провинции.

До поездки у меня не было случая ознакомиться с особенностями многих продающихся в Токио производных.

Из содержания еженедельных отчетов японского представительства, посвященных продаже производных бумаг, я уяснил, что деньги на производных в Токио делаются большие и что Япония — место заключения самых сомнительных сделок с этими бумагами. Зачастую токийские сделки с экономической точки зрения бессмысленны. Во всем Morgan Stanley, в том числе и в ГПП, лишь несколько человек могли с уверенностью сказать, что происходит в Токио. Я же был там всего ничего и смог копнуть очень и очень неглубоко.

Почти немедленно после приезда я обнаружил, что у американских специалистов по инвестициям в Японии общественная жизнь по завершении продажи производных ограничивается жизнью половой, а точнее — развратом. По ночам токийский район красных фонарей — Роппонги — кишмя кишит гражданами Соединенных Штатов. Создается впечатление, что другие достопримечательности в японской столице отсутствуют. Население города составляет 20 миллионов, а американские банкиры, которых всего-то несколько сотен, совершенно случайно встречаются на традиционном пятакче.

Аборигены постоянно приглашают моих соотечественников **хорошо** провести **время** в одном из неправдоподобно дорогих баров с девочками, но пары таких визитов мне лично хватило за глаза. Сутки мои состояли в основном из работы: я пытался усвоить всю информацию о японских сделках, до которой мог дотянуться, а после возвращения в отель сил хватало только на сон.

Как правило, американцы в Токио тратят титанические усилия на приобщение к экзотической сексуальной культуре, которую, кстати, можно легко разделить на мягкую, очень мягкую эротику и жесткую, очень жесткую **порнуху**. Развлечься без особых изысков с проституткой стоит три доллара, но это никому не интересно. Пригласить девушку, чтобы та налила вам пиво и поговорила за жизнь, стоит уже около трехсот долларов. А удовольствие выпороть девочку-подростка в усыпанном шипами кожаном ошейнике потянет тысяч на тридцать.

Я встречал людей, перепробовавших все три варианта. Уличную проститутку могли снять только продавцы истинно японского обличья, хотя делали они это и для детей других народов. Дело в том, что в Японии люди панически боятся СПИДа, и жрицы любви крайне неохотно предоставляют весьма недорогие ритуальные услуги кому-либо, кроме соотечественников. Американцам был открыт доступ в бары с девочками. Оформлены эти заведения, как правило, не в местном стиле, а сексуальные контакты с обслуживанием довольно редки. Один продавец рассказал, что оставил в таком баре всю зарплату за один раз, а все чего добился — прогулки с двумя официантками.

Больше всего в Токио меня поразила развитая индустрия садомазохизма. По сравнению с японскими борделями Восьмая авеню в Нью-Йорке — просто цитадель пуританства. Мне рассказывали о клиенте фирмы — корейце, который в каждый свой приезд в столицу Японии непременно посещал подпольный клуб, где бил плетью японку-малолетку. Двадцать минут удовольствия обходились ему в миллионы иен, что намного превышало гонопар от заставлявшей его приезжать в Токио сделки.

К некоторым сторонам японской жизни начал привыкать и я, хотя не всегда это проходило безболезненно. Не могу забыть свое знакомство с суши. Я спустился на первый этаж отеля в известный суши-бар «**Suchi Nakata**», где, несмотря на то что я был американцем, то есть не принадлежал к обычной клиентуре с бездонными карманами, встретили меня весьма приветливо. Съел я там шесть ломтиков сырой рыбы, а заплатил 100 долларов. При таких ценах передо мной встал выбор: потерять четверть живого веса или обанкротить фирму; 15 долларов за ломтик черт знает чего — так можно далеко зайти! Следующим утром я решил позавтракать в фешенебельном ресторане «**Eureka**» («Эврика»), соблазнившись, в общем-то, его названием. За английский кекс и чашечку кофе с меня там содрали 25 долларов. Эврика! Что же я сделал-то!

Через **несколько** дней такой жизни мои карманы опустели, и я обратился в фирму за воспомоществованием. В ответ на мою жалобу секретарша, рассмеявшись, ска-

зала, что со мной произошло то же, что и со всеми приезжими. Она принесла мне бланк отчета о расходах токийского офиса Morgan Stanley, на котором в середине страницы крупными буквами была напечатана классическая фраза нищего: «Пожалуйста, заплатите мне». Заполнив отчет, я получил еще несколько десятков тысяч иен, которых также хватило ненадолго.

Если вы недавно были в Токио, то очень легко меня поймете. Город этот неправдоподобно дорогой. Тем же вечером я нашел скромный ресторанчик, где ужин стоил всего 50 долларов. По местным меркам — очень пристойно. Постепенно я начал входить в курс цен. Вот во что мне обошлись заказанные в номер мелочи: пакетик жареной картошки — восемь долларов, порция ванильного мороженого — семь, стакан **грейпфрутового** сока — восемь, чашечка кофе — десять, банан — шесть, несколько порций кока-колы — тоже шесть долларов. Примерно через неделю токийской жизни ужин в «**Prunier**», за который я отдал 100 долларов, чрезмерно дорогим мне уже не казался. Я не озверел даже 1 апреля, когда официант принес мне счет за гамбургер на **4500** иен (около 45 долларов). Я знал, что это не было первоапрельской шуткой.

Меня очень быстро утомила работа над различными странными сделками, бессмысленными с экономической точки зрения для инвесторов и уже неинтересными для меня. Японские компании пользовались производными в двух целях: или чтобы обойти закон, или чтобы создать фиктивные прибыли. После такой работы хотелось принять душ. Я понимал, что появление даже первых признаков нравственности означало мою непригодность к торговле производными. Неужели я теряю хватку? Я попытался загнать рассуждения на тему «что такое хорошо, а что такое плохо» в дальний угол сознания, но успеха не достиг. К постоянной работе в Токио я оказался непригоден, и, осознав это, решил просто хорошо провести оставшееся время командировки.

По следам стад туристов я посетил Хаконе, Фудзи. Я осмотрел кучу токийских парков и музеев, сходил даже на праздник цветения сакуры в парк Уэно.

Не раз я встречался с потенциальными клиентами, но ни один из них так ничего и не купил. Несколько человек **отказались** от предлагаемых мною сделок, сочтя их недостаточно рискованными.

Я стал подумывать, не начать ли принимать ставки на результаты баскетбольного матча **Канзас—Вирджиния**, но решил, что и тут для клиентов риска маловато. По-настоящему рискованным было лишь играть на то, удастся ли мне посмотреть этот матч самому. В Америке уже начался чемпионат, а я поставил несколько тысяч долларов на Канзас и теперь здорово беспокоился за физическую форму родной команды.

Раньше я даже не представлял, насколько трудно посмотреть в Токио трансляцию баскетбольного матча. В любом крохотном городке Среднего Запада у вас на выбор есть десятки тысяч мест для этого. В Токио — только одно: американский спортивный бар, где, если вам повезет, телевизор переключат именно на нужный канал. Вместо трансляции американцы вынуждены довольствоваться видеозаписями, доставляемыми авиапочтой из США. После того как я в своих поисках обзвонил несколько заведений, но успеха не добился, пришлось **шакалить** у **консьержа**: не знает ли он, где я могу посмотреть баскетбол. Консьерж оторопел.

У меня началась депрессия, отягощенная тоской по дому. Несмотря на выходной, я пошел в офис, надеясь узнать счет из информационной компьютерной сети. Офис был пустынен и тих. Каждые пять минут на компьютерном мониторе появлялась строка японских иероглифов и выводился счет в игре **Канзас—Вирджиния**. После того как компьютер выдал окончательный результат: Канзас проиграл, и мои денежки плакали, — я продолжал сидеть в угрюмом молчании. Токио мне нравится перестал.

Теперь, когда я решил, что оставаться в Японии уже не хочу, работа стала истинным наказанием. Я изумленно наблюдал за продавцом, организующим виртуозную опционную сделку, которая по доходности соперничала с **АМІТ**: она наверняка могла принести 99,99% прироста капитала. Не особо интересуясь результатом, я **предло-**

жил нескольким клиентам, желавшим наградить высочайшим рейтингом AAA третьесортные облигации, схему **FR Trust**. Но, уяснив, что у этого рейтинга будет некая оговорка, они отказались. Оговорка могла насторожить местные власти.

Под конец своего пребывания в **Японии** я пережил землетрясение. Находясь в номере отеля, я вдруг почувствовал какую-то вибрацию и услышал грохот сталкивающихся друг с другом вешалок в шкафу. Это было первое землетрясение в моей жизни, и оно здорово меня напугало. Не предзнаменование ли это? Единственное, что хоть как-то успокаивало, — воспоминание о старом отеле, уцелевшем в одном из жесточайших землетрясений в истории. Неужели новый построен хуже? Отель устоял, но мне все равно хотелось домой.

Позже, к своему смятению, я узнал, что старый отель вовсе не был таким непоколебимым, как о нем говорили. На обмане и мошенничестве стояла не только японская банковская система. Меня обманули даже Императорский отель и **Фрэнк Ллойд Райт**.

По моим представлениям, этот архитектор провел в Токио почти четыре года, с 1918 по 1922, проектируя отель и руководя его постройкой. Здание должно было стать **сейсмоустойчивым**. Отель стоял на плавающем фундаменте, которому Райт отвел роль амортизатора, предназначенного гасить колебания почвы, не передавая их стенам. Оказалось же, что большинство серьезных исследователей считают эту историю сказкой, а Райта — либо искренне заблуждавшимся человеком, либо лжецом. Вот слова крупнейшего японского специалиста, изучавшего деятельность Райта, профессора Университета Нихон **Масами Танигавы**: «Молодой американский архитектор, не страдающий от избытка заказов, воспользовался землетрясением как рекламой своего метода строительства **сейсмоустойчивых** зданий. Только и всего».

Хотя старый Императорский **отель** и стал одной из токийских достопримечательностей, архитектурным шедевром он не был. Страдал он и конструктивными дефектами. Сразу после землетрясения 1923 года министр

внутренних дел Японии **Наимушо** инспектировал центральный район столицы, пытаясь установить объем причиненных застройке повреждений. Министр сделал заключение, что многие здания вокруг отеля пострадали гораздо меньше знаменитой новостройки. Я всегда считал тот отель небоскребом и был удивлен, узнав, что на поминал он трехэтажную жабу, ошетинившуюся декоративными вулканическими скалами и терракотовой черепицей. Вот так-то. Всего три этажа, да и те с трудом устояли.

В 1990 году **Ичиро Инумару**, президент и генеральный директор отеля, вспоминал, что после того землетрясения главное здание начало проваливаться в землю. Центральная часть оказалась тяжелее и поэтому просела глубже, чем окружающие ее структуры. Инумару рассказывал, как плотники время от времени подпиливали двери, когда они переставали закрываться из-за просадки здания.

Борьба за спасение первоначального здания завершилась переносом части холла и фасада в архитектурный парк, который большинство профессионалов считает образцом безвкусицы. Этот парк располагается в сельской местности на западе страны, около деревни Мейдзи Мура, среди холмов и озер. Там можно увидеть самые разные объекты эпохи Мейдзи: школы, образчики гражданской архитектуры, тюрьму и даже один из первых японских паровых двигателей. Некоторые архитекторы считают деревню Мейдзи кладбищем, **другие** — мистификацией. Здесь действительно хранится множество величайших японских фальшивок, например тот же Императорский отель. Быть может, когда-нибудь там займут почетное место и АМІТ как часть удивительной и печальной правды о прошлом Японии.

К моменту возвращения в США я успел утратить все иллюзии. Тремя годами раньше, до моего первого собеседования в Bankers Trust, я и слыхом **не** слыхивал о производных, структурированных облигациях, **RAV**; не знал, как обдирать людей до нитки. Некоторые из друзей даже считали меня хорошим парнем. К апрелю 1995 года я стал

в своих глазах самым циничным человеком на Земле. Теперь я считал, что всё вокруг — обман, причем для такого мнения оснований было более чем достаточно. Производные — обман, инвестиционные банки — обман, мексиканская и японская финансовые системы — обман. Даже легенда о Фрэнке Ллоиде Райте и Императорском отеле — и та обман. Душераздирающее зрелище.

В соответствии с принятой мною в последние годы системой ценностей убийства людей во имя денег допускались. Вот почему мои коллеги согласны были перейти практически на любую другую работу за ту же зарплату. Все мои знакомые, проработавшие в инвестиционном банке несколько лет, превращались в подонков. И я стал подонком. То, что мы самые богатые подонки в мире, не опровергает того, что мы подонки. Я это отлично понимал с самого начала работы на Уолл-стрит, но беспокоиться из-за того, что я — подонки, начал только сейчас.

В моей карьере настало сложное время. Некоторым будет трудно меня понять, но после нескольких лет работы на Уолл-стрит уйти уже невозможно. Вас могут уволить, вы можете сменить один инвестиционный банк на другой, вы можете умереть, но вы не в состоянии уйти. Для этого вы слишком много зарабатываете. Задумайтесь: если заработок ваш 500 тысяч долларов в год, а единственный отрицательный момент — это **то**, что вы превращаетесь в подонка, просто ли будет вам поменять работу? **А** если вы зарабатываете миллион? **А** 10 миллионов? Такой вопрос задавали себе многие мои коллеги, и большинство из них ответили: за миллион долларов в год можно превратиться в кого угодно. Когда же вы будете получать свои миллионы года три или четыре подряд и станете законченным подонком, вопрос о смене работы превратится в чисто академический. Назад дороги нет. Вы можете проработать на Уолл-стрит до пенсии, постепенно становясь все более и более богатым подонком.

**Я** **не** пытаюсь проповедовать и неставляю себя ангелом господним. С этической точки зрения в моем уходе с высокооплачиваемой должности из инвестиционного банка ничего выдающегося нет. Я просто хочу объяснить

причины своего скорого ухода. Большинство работающих в финансовой сфере не воспринимают свою деятельность как что-то аморальное. Иначе там нельзя. Я думал, что принадлежу к большинству. Пренебрежение моральными аспектами, конечно, удобно, особенно когда зарплата все растет и растет, но, опомнившись, я понял: нельзя калечить собственную жизнь. Я так больше не могу. У меня нет выбора, пора остановиться.

Вернувшись в Нью-Йорк, я попросил Маршала Саланта о беседе. Вот как проходил наш разговор:

— Маршал, я увольняюсь.

— Что? Куда ты переходишь? Сколько тебе предложили? Чем ты будешь заниматься?

— Никуда я не перехожу. Я просто не хочу работать в инвестиционном банке. Я уезжаю из Нью-Йорка и больше не собираюсь торговать производными. Чем займусь — пока не знаю. Может, стану адвокатом.

**Салант** опешил. До него не сразу дошел смысл моих слов. Он смотрел на меня так, будто я спятил. Через несколько минут мои аргументы все-таки проникли в его мозг или ему по крайней мере так показалось. Салант попросил меня хотя бы не срываться с места и сдать перед уходом дела.

Беглый обзор моих выдающихся проектов, произведенный вдвоем с **Салантом**, заставил вспомнить всю работу в Morgan Stanley: сделки с AMIT; полдюжины сделок в Токио, предназначенных для обхода регулирующих норм; CEDN; Eagle Pier; дополнительные сделки с Pre4 и FP Trust; служащие налоговыми лазейками RAV; мексиканские производные и проект финансирования восстановления бразильских истребителей F-5. Ну, и кому это все надо?

Королеву мое решение потрясло. Она оказалась не в состоянии понять движущие мной причины. Но ведь я был не единственным ее сотрудником, покинувшим группу. Надолго во дворце Королевы не задерживался почти никто. Кто-то ушел заканчивать школу, кто-то уехал в Лондон, кое-кто перевелся в другой отдел, один перешел в Goldman Sachs, двое уехали в Вашингтон (и я

в их числе). Вот так за несколько месяцев рухнула империя **RAV**, и стала она королевой-неудачницей.

**Бидьют** Сен устроил мне настоящий допрос, пытаюсь понять, почему я ухожу из **ГПП**. Те, кто покидал группу до меня, обычно шли на запах более **солидных** зарплат в другие банки. Сначала Сен отказывался поверить в то, что я еще не присмотрел себе новое место. Но, по-моему, он и сам почувствовал мое нежелание заниматься инвестиционным бизнесом, и я решил: скорее всего, он рад моему уходу. Задолго до поездки в Токио мы с ним и еще с одним продавцом обсуждали, кто делает нашу работу за деньги, а кто ради острых ощущений. Сен тогда сказал, что Джон Мак, президент Morgan Stanley, скорее всего, работал бы и бесплатно, из любви к искусству. Бидьют Сен понимал, что у меня такой любви не было.

Страшила заявил, что сожалеет о моем уходе, и мне кажется, он не врал. Его убеждения противоречили мыслям Сена: Страшила был не в состоянии представить иной стимул работы у **нас**, кроме денег. Он тоже имел юридическое образование, и, по его словам, иногда ему хотелось все бросить и превратиться из делателя денег в деревенского адвоката. Вину за мой уход Страшила пытался возложить на себя. Он шутил, что меня потрясли его методы ведения дел, горевал, что оказался для меня плохим наставником, хотя, по-моему, это уже явное искажение истории. Я попытался объяснить отсутствие связи между ним и моим решением. Это была полуправда. Страшила сообщил о своем желании перейти из группы производных в более хлебное место, не покидая, однако, фирму. Я извинился перед ним: ведь я так и не посетил музей самурайских мечей в Токио, а он пообещал пригласить меня на следующее **FIASCO**. Обещанию, очевидно, суждено было остаться неисполненным.

Очередное **FIASCO** проходило в другой стрелковой школе и, по слухам, здорово отличалось от проводившегося в **Санданоне**. Поскольку участников было немного, не имело смысла «взрывать» такую небольшую горстку людей. Возможно, если бизнес с производными утратит в будущем привкус риска, **FIASCO** снова начнет подо-

гревать агрессию продавцов производных бумаг. Но пока этого не произошло, оно останется хорошим напоминанием о том, как несколько дюжин сотрудников ГПП видели «кровь в воде» и сделали миллиард долларов всего за два года.

## Эпилог

Уволившись из Morgan Stanley, я перебрался в Вашингтон, где стал практикующим адвокатом. Моя нынешняя профессия весьма отличается от работы продавца производных. Теперь я могу без лукавства сказать: конюшни чистить не пойду, если, конечно, мне существенно не поднимут зарплату.

Летом 1996 года меня нашел Страшила. Он получил новую работу в группе управления активами Morgan Stanley. Борьба за место была тяжелой, пришлось конкурировать со множеством других претендентов. Основным вопросом в ходе собеседования стал: «Какие качества наиболее важны для продавца?» Интервьюер объяснил, что фирма не так давно провела исследование этой проблемы, и попросил выбрать из *компетентности, интеллекта, способности налаживать связи и честности*. Страшила ответил: «Вне всякого сомнения, главное качество — честность. Наш бизнес основан на доверии. Порядочность — наша торговая **марка**». Ответ принес ему работу.

Чуть позже, тем же летом, женился один из моих бывших коллег, и свадьба превратилась в вечер встреч и воспоминаний продавцов производных. Мы обменивались

историями о наших провалах, о неудачах клиентов, терявших на производных бумагах миллиарды и миллиарды долларов. Каждый из нас отзывался о двухлетнем периоде как о неповторимом источнике незабываемого жизненного опыта. Мы размякли. Присутствовавшая на свадьбе Королева ни разу ни на кого не рявкнула. Позже, уже вечером, она начала извиняться перед бывшими подчиненными за свои истерики — и была нами прощена. Все мы целовались и мирились. Если бы тогда с нас писали картину, то назвали бы ее «Тайная вечеря продавцов производных», — правда, потом никого из нас не покарали, не посадили, не оштрафовали и даже не попытались привлечь к суду.

Какие уроки я извлек из опыта торговли производными? Я считаю производные бумаги самой свежей иллюстрацией основной темы в истории финансов: Уолл-стрит морочит всех остальных. Вот уже несколько тысячелетий с момента изобретения денег финансовые посредники за счет лучшей информированности обладают преимуществами и перед кредиторами, и перед заемщиками. Всяческие разновидности банковского бизнеса всегда были и есть делом очень и очень прибыльным, и не в последнюю очередь благодаря мистической способности банкиров век за веком выходить сухими из воды после любого скандала. В этом банкиры похожи на политиков. Точно так же как политические скандалы не закончатся, пока не умрет последний политик, я уверен: финансовые скандалы будут длиться, пока не умрет последний банкир. Признаком же вымирания этой группы я пока не заметил.

Как бы то ни было, сфера финансовых услуг процветает несмотря на недавние скандалы, а банкиры захватывают все новые информационные высоты. Любовь инвестиционных банков к взаимным фондам уже стала притчей во языцех. **Morgan Stanley**, заключив соглашение о слиянии с **Dean Witter**, прекратил продавать изошренные финансовые инструменты страховым компаниям и пенсионным фондам штатов и занялся поисками еще более простодушных клиентов. Не советую попадать в их число. Собственность **Dean Witter** — база данных, в кото-

рую занесено несметное множество мелких американских клиентов, — станет легкой добычей для охотников из Morgan Stanley. Другие банки также произвели подобные слияния или заключили соглашения о сотрудничестве. Эти действия влекут за собой несколько следствий: продавцы производных получают возможность выйти на оперативный простор; вкладывать деньги становится еще опаснее; число жертв производных возрастает. Все это вместе взятое означает, что и без того немалые доходы Morgan Stanley будут и дальше расти.

Я попытался описать методы работы элиты **Уолл-стрит**. Вы узнали, какие люди как и чем торгуют. Morgan Stanley все еще занимает прочное положение среди наиболее престижных инвестиционных банков, а вложение денег в производные остается самой популярной формой инвестиций. И Morgan Stanley, и производные бумаги, вне всякого сомнения, сохраняют доминирующее положение в мировой финансовой системе.

В ходе недавнего исследования около 70% от общего числа опрошенных специалистов по производным признались, что ожидали серьезного обесценивания объекта своей деятельности в 1998 году. Их опасения были вполне обоснованны. Развиваясь, рынок производных бумаг становится все менее стабильным и более опасным, **но** в то же время лоббисты инвестиционных банков со всех сторон насаждают на выбранных нами представителей наших интересов, требуя, чтобы те отменили некоторые правила, ограничивающие разгул производных. В свое оправдание они приводят аргументы об использовании этих финансовых инструментов прежде всего для хеджирования и снижения риска. Их доводы в совокупности со щедрыми взносами в избирательные фонды приносят неплохие плоды. Конгрессу предлагается рассмотреть меры, направленные не на ужесточение, а на либерализацию регулирующего законодательства. Те, кто должен следить за нашей безопасностью, теряют и власть, и деньги, отступая перед натиском финансовых монстров. Сможет ли хоть когда-нибудь сотрудник Комиссии по ценным бумагам и биржам, зарабатывающий 70 тысяч долларов в год,

схватить за руку продавца производных, получающего 700 тысяч?

Зная о нехватке регулирующих норм и нарушении баланса сил, не надо быть ясновидящим, чтобы предсказать наступление в скором будущем еще одной катастрофы по схеме, отработанной в округе **Ориндж**. Мы идем в нужном направлении. Финансовые группировки продолжают отчислять лоббистам и в избирательные фонды конгрессменов десятки миллионов долларов, прося лишь об одном — о смягчении действующих ограничений. Сотни и сотни жертв потеряют на производных миллиарды и миллиарды долларов, испортят репутации, сломают свои жизни и выкинут за ненадобностью чековые книжки. Молодые продавцы пойдут по моим следам, развивая торговлю производными, и станут богатыми настолько, насколько им и не виделось даже в пьяном бреду. Воротины Уолл-стрит продолжают утверждать, что в законодательстве, регулирующем обращение производных, нужды нет, убаюкивая своими речами и конгресс, и потенциальных вкладчиков.

Ну, и что вы скажете теперь, прочтя мою книгу?

Если вас все еще тянет прикупить производные, то лучшее место для этого — Morgan Stanley. Группа производных живет и побеждает. А что ей сделается? Вы можете позвонить туда совершенно бесплатно по телефону (800) 223-2440, добавочный 2594, или заглянуть в новое здание, которое фирма построила в двух шагах от **Таймсквер** по адресу: **Бродвей, 1585**. Только не говорите, кто вас туда послал.

## ***Постскриптум: возвращение***

Не знаю, кому и как в **Morgan Stanley** удалось раздобыть мою книгу еще до публикации, но кто-то и как-то ее добыл, и в начале октября 1997 года бывшие шефы изучали в ней каждое слово.

Тем временем я погрузился в тихую и спокойную жизнь: обучал студентов в Университете Сан-Диего, совершенствовался в гольфе и готовился к нескольким десятилетиям комфортабельного, бесхлопотного существования в теплых краях.

Я ждал, что на мою книгу Morgan Stanley отреагирует резким «без **комментариев**», бывшие коллеги — криками «предатель», жертвы производных — слезами, соплями и, быть может, большей осторожностью в инвестициях. К сожалению, предсказатель из меня никудышный: ведь начиная с 1995 года я постоянно ожидал краха фондового рынка, а с 1989 — победы баскетбольной команды Канзасского университета в чемпионате страны.

И с книгой я тоже ошибся.

Почти немедленно Morgan Stanley начал атаку в прессе. **Бывшие** коллеги, правда, действительно кричали «предатель», но не потому что я выставил весь бизнес как

одно сплошное мошенничество, а из-за разглашения некоторых смачных историй, пусть всего лишь нескольких. Наколовшиеся же на производных взвыли: им плохо, плохо, плохо, но не от осознания мерзости рынка, а от того, что они поздно начали свои игрища. Был у меня и особо удручающий период, когда несколько студентов Ирландской школы бизнеса запросили меня по электронной почте, куда лучше всего устроиться на работу, чтобы торговать производными, а какой-то маньяк, приверженец производных бумаг, написал, что моя книга — лучшая из **всех**, посвященных этой **теме**. Я почувствовал себя Франкенштейном.

Скорее всего, мои горе-читатели никогда бы и не услышали о книге, если бы не удачное для меня решение руководства Morgan Stanley о начале газетной войны, решение, названное Хэлом Люксом, главным редактором «Institutional Investor», бредом с точки зрения пиара.

Бред начался с опубликования в понедельник 6 октября 1997 года следующего заявления фирмы:

Мы официально заявляем, что книга представляет собой очевидную смесь передергиваний и жареных фактов. Наш бизнес основывается на солидности и профессионализме услуг, оказываемых нашим клиентам и покупателям. Мы не предпринимаем ничего, что могло бы поколебать их доверие к нам.

Я до сих пор не знаю, в чью голову пришла столь светлая мысль. После тихой размеренной жизни с молодой женой в университетском районе Сан-Диего, дней, проведенных в покое и созерцании, когда телефон звонил не чаще раза в сутки, вообразите, как я был удивлен начавшейся суматохой.

Телефон просто разрывался от звонков.

Одним из первых позвонил Питер Труэл, финансовый обозреватель «The New York Times». Вообще-то работа финансовых обозревателей его уровня — штука неблагодарная. Эти бедняги ориентируются в изменениях рынков лучше большинства банкиров, образование у них лучше, чем у большинства банкиров, они **предприимчи-**

вее, эрудированнее их и так далее. А вот зарплаты у них по сравнению с заработками деятелей с Уолл-стрит — **кошкины** слезы. Тем не менее иногда судьба преподносит журналистам бесценный подарок: возможность с высоты их моральных принципов плюнуть на макушку фешенебельной фирмы вроде Morgan Stanley. Труэла эта перспектива привела в восторг.

И он ею воспользовался так, что мало не показалось. В его статье цитировалось тусклое выступление Джин Мэри **Макфедден**, представителя Morgan Stanley по связям с общественностью. Она говорила: «Фирма наша — не женский монастырь, но и не такая помойка, как следует из книги». Содержался там и фрагмент из прохладного комментария Монро Р. Сонненборна, главы юридического отдела банка, утверждавшего, что президент фирмы, Джон Мак никогда не говорил: «Пахнет кровью. Значит, пора прикончить еще кого-нибудь», — а фраза эта придумана мною. Позже было признано: слова об убийстве все-таки произносились, но все равно, я их неверно истолковал. **Монти** Сонненборн напирал на то, что если бы Morgan Stanley обирал клиентов так, как это описано в книге, то потерял бы их. Позиция довольно странная, поскольку я как раз удивлялся, почему Morgan Stanley не теряет клиентов, и даже привел несколько недавних весьма показательных эпизодов, но подробнее об этом — позже.

Вскоре в драку ввязались и другие репортеры. Патрик Макгин и Анита Рагхаван из **«Wall Street Journal»** описали предпринимаемые Morgan Stanley усилия по затапыванию вызванного книгой пожара. Кимберли **Силз Макдоналд** в присущем **«New York Post»** несколько старомодном стиле изложила свои мысли о сотрудняках, устраивающих стриптиз и берущих в рот, а также о прочих сексуальных фокусах, озаглавив занявшую газетный лист статью «Непристойное обнажение в общественном месте». **Аманда Гроув** из CNBC соорудила целое интервью, завершающееся документальными съемками меня, пишущего большими буквами **«КРАХ РЫНКА»** на занятиях по рынкам Латинской Америки.

За несколько дней книга приобрела известность на торговых площадках Нью-Йорка, Лондона и Токио и была буквально сметена с прилавков. Уже заказали второе и третье издания. 8 октября 1997 года «FIASCO» заняла третье место по продажам на сайте amazon.com, одном из популярнейших в Интернете книжных магазинов, — отчасти благодаря тому, что склад, на котором хранилось мое детище, находился в Северной Каролине, и при помощи Всемирной Паутины можно было купить книгу быстрее. 8 октября книга еще не поступила в обычные магазины, и мы с издателем только хлопали глазами от удивления.

Да, для тихих университетских кварталов все это было чересчур.

За несколько следующих месяцев я выслушал о производных бумагах такие гадости, о которых никогда и не подозревал. В качестве сотрудника Morgan Stanley я смотрел на группу производных изнутри. Теперь, будучи чужаком, пытающимся зарезать курицу, несущую золотые яйца для всей Уолл-стрит, я полагал, что стану отверженным, изолированным от наиболее пикантных сплетен. Но я ошибался, опять ошибался! Днями напролет десятки более чем причастных к производным покупателей и продавцов рассказывали мне свои страшные истории. Оказалось, что в своей книге я всего лишь слегка цапнул по поверхности.

Не могу удержаться от того, чтобы не поведать наиболее ужасающие истории читателям, а заодно и дополнить книгу рассказами о самых страшных катастрофах с производными, случившихся за несколько последних лет. Не так давно наблюдался пик рождаемости производных, так что в последнее время я аккуратно складываю в стопку их некрологи. К середине 1998 года объем рынка производных составлял 65—80 триллионов долларов, а к тому времени, как вы прочтете эту фразу, он, скорее всего, превысит 100 триллионов и устремится к астрономической сумме — квадриллиону. По-моему, стоит упомянуть известное высказывание сенатора Эверетта Дирксена: «Квадриллион тут, квадриллион там, скоро и о больших деньгах речь пойдет».

Оглядываясь на прошлогодний рынок производных, сказать можно только: «Спасайся кто может! Они возвращаются!»

Финансовый рынок напоминал леденящие душу события из фильма 1986 года **«Полтергейст-II»**. Производные опять превратились в тихий ужас.

Структурированные облигации и долговые свопы, ставшие причиной миллиардных потерь на финансовых рынках в 1994—1995 годах, переживают вторую молодость. Вновь встают из могил призраки, преследовавшие и настигшие **Barings P.L.C.** и округ **Ориндж**, больно укусившие **Procter & Gamble**. Я считаю, что на новом витке спирали прошлое покажется нам детскими забавами.

Производные остаются невидимыми и вездесущими. Бомбы с часовым механизмом, заложенные в самые уязвимые места наших портфелей инвестиций, уже тикают. Понимаем мы это или нет, но большая часть инвесторов уже зависит от производных, как правило, благодаря своим вложениям во взаимные (**Fidelity** — не исключение) и в пенсионные фонды (не исключение и **TIAA/CREF**). Мне стало совсем грустно, когда я узнал, что пенсионный фонд муниципальных работников моего нового дома, сонного Сан-Диего, размером в 3,3 миллиарда долларов ломится от производных бумаг. Я тоже владею производными, правда, опосредованно, через взаимный фонд, но все равно, я опять стал играть на них. Если не верите — позвоните управляющему вашего взаимного фонда или полистайте его проспект. И начинайте потихоньку готовиться к порке.

Но, конечно же, Уолл-стрит выпороть никому не удастся. Для банкиров производные продолжают оставаться высокоприбыльным финансовым инструментом благодаря, в частности, управляющим фондами, для которых покупка производных бумаг означает возможность сокрытия риска от владельцев акций, и покупателям, не до конца понимающим, что именно они приобретают. Производные помогли Уолл-стрит прожить лучший в своей истории год, премии за который возросли на 30%. Продавцы производных испытывают перманентный оргазм.

Многие покупатели тоже радуются. Пока. Их блаженство — плод невежества. Около 70% продавцов производных ожидают в наступающем году серьезные потери.

Мнения по поводу производных бумаг остаются популярными. Джордж Сорос, трейдер-миллиардер, предупреждает: производные способны вызвать нестабильность такого уровня, что под угрозой окажется наше общество. **Мертон** Миллер, миллионер и Нобелевский лауреат, возражает: «Они сделали мир безопасным». Очевидно, как минимум один из них ошибается, но кто именно?

Большинство причастных к рынку людей разделяет мнение Миллера. Они считают: производные служат благородным целям, позволяя более эффективно (или эффективно) осуществлять хеджирование или спекуляции. Меньшинство же склоняется к взглядам Сороса (и моим), будучи уверенными в том, что производные несут в себе скрытый разрушительный потенциал, всю меру которого представить себе невозможно.

Но, какую бы сторону вы не приняли, двух вещей отрицать нельзя: во-первых, производные сыграли важную роль в недавних рыночных безумиях, **паниках** и крахах. Во-вторых, никто, даже двое только что упомянутых вождей и учителей, не в состоянии объяснить почему.

Разрешите попробовать подробнее осветить некоторые последние события. Давайте назовем эту попытку: «Полтергейст-II. Производные возвращаются».

## Азиатский дождь смерти

Большая часть недавних игр с производными происходила в Азии, где объем рынка производных бумаг по приблизительным оценкам составляет десятки триллионов долларов. А точно оценить его никто не в состоянии. Участники рынка обеспокоены, а лица, контролирующие деятельность пенсионного фонда Гонконга, предложили даже запретить использование производных бумаг. Япония и азиатские **«тигры»** — Корея, Индонезия, Малайзия, Филиппины, Сингапур, Тайвань и Таиланд — очень мило резвились до лета 1997 года. 2 июля 1997 года

Таиланду, денежная единица которого, бат, была привязана к корзине иностранных валют, составленной с учетом объема торговли с различными странами, пришлось отменить ранее популярную систему. За день курс бата по отношению к доллару снизился более чем на 17%. Чем вам не крушение мексиканского песо 20 декабря 1994 года? Тот же апокалипсис.

Помните, как я, еще ничего не понимающий в производных, наблюдал за зверюгами-продавцами из First Boston? А аппетитные, толстенные структурированные облигации в тайских батах (см. главу 3)? Они и ничем от них не отличающиеся бумаги с правом погашения в иностранной валюте были эмитированы высокорейтинговыми корпорациями и государственными компаниями, например General Electric Credit Corporation и Federal Home **Loan Banks**. Облигации выглядели безопасными и приносили исключительно высокие купонные проценты. Но если бы вам настолько не повезло, что 2 июля 1997 года вы встретили бы, будучи владельцем структурированных облигаций в тайских батах, то эти толстенные аппетитные бумажки вызвали бы у вас отнюдь не легкое расстройство пищеварения. Тут началась бы такая «финансовая дизентерия», что никакими лекарствами не спасешься, — ведь облигации проскочили бы по кишкам балансового отчета быстрее, чем тухлая собачья еда.

Остальные азиатские «тигры» прыгнули в пропасть вслед за Таиландом. Азиатские банки жировали совсем как их сытенные мексиканские коллеги в начале 1990-х годов, играли на **собственных** рынках и со своими валютами, использовали свопы с акциями, свопы общей доходности, опционы, фьючерсы, форвардные контракты и еще более сложные производные. Но недолго музыка играла. За несколько месяцев стоимость иностранных инвестиций в Восточную Азию, исчисляемая в твердой валюте, **уменьшилась** вдвое, а возможно, и эта оценка чересчур оптимистична.

Структурированные облигации и свопы — вот наиболее вероятная причина неприятностей с «финансовым

пищеварением» у Азии. Круги по воде, вызванные девальвацией бата, быстро распространились за пределы внутреннего рынка. Еще бы: если взмах крыльев бабочки в Таиланде способен изменить погоду в США, то что же должно произойти от девальвации валюты! Множество частных вкладчиков, финансовых директоров и даже распорядителей **хеджинговых** фондов по всему миру набили себе солидные шишки.

Большая часть производных, об острые углы которых так неудачно приложились все вышеперечисленные, принадлежала к числу внебиржевых. Это означает, например, что азиатские банки имели партнеров — чаще всего американские или европейские банки, — ожидавших выплаты свопа, ну совсем как я ожидал бы выплаты выигранной мною десятки, если бы поставил на падение азиатского рынка. Иными словами, азиатские банки и компании не потеряли деньги на бирже; их кровные просто перешли в другие руки — в руки других компаний, в первую очередь западных банков. Но вся прелесть ситуации заключалась в том, что если бы азиатские банки обанкротились, то их партнеры вообще ничего бы не получили.

Внебиржевой характер сделок с производными создал небывалые возможности для потерь. Например, лица, регулирующие банковскую **деятельность**, предупреждали, что американские банки рискуют в Корее более чем 20 миллиардами долларов. Одна корейская инвестиционная фирма, SK Securities Company, начала с J. P. Morgan игру, надеясь на рост тайского бата относительно японской иены, а когда бат рухнул, задолжала американцам около 300 миллионов долларов. Другие банки, в том числе Citicorp, Chase Manhattan, Bankers Trust, также рисковали в Азии многими миллиардами. Риск неспособности либо нежелания партнера вернуть долг, называется *кредитным*. Кредитный риск не составляет проблемы для партнеров до тех пор, пока *фактически* не наступает так называемое кредитное событие, но вот тогда он превращается в огромную проблему для всех. Кредитный риск производных послужил основной причиной нежной за-

боты США о спасении Азии (и ее финансовых партнеров) от финансовой катастрофы.

Одним из наиболее тяжело пострадавших от «финансового несварения желудков» азиатских стран стал Виктор **Нидерхоффер**, знаменитый ас сквоша и производных, выдающийся руководитель **хеджингового** фонда. Ситуация, в которой он оказался, иллюстрирует взаимосвязанность современных финансовых рынков и удивительную скорость инвестирования в производные.

В июне 1997 года Нидерхоффер был владыкой мира. Его превосходная автобиография, «The Education of a Speculator» («Обучение биржевика») продавалась хорошо, он управлял инвестициями объемом более чем 100 миллионов долларов, причем в эту сумму входила большая часть его собственного немалого состояния. Он был популярен и уважаем одновременно. Нидерхоффер установил невероятный рекорд, добившись доходности 30% в течение 15 лет и 35% в 1996 году.

К сожалению, и на старуху бывает проруха. Нидерхоффер сделал крупную ставку на бат. И после взмаха крыльев тайской бабочки его фонд «похудел» на 50 миллионов долларов, то есть вдвое.

Потерявший 50 миллионов трейдер начинает действовать по традиционной схеме игрока в карты. Скорее всего, она знакома и вам. Допустим, вы играете в «блэк джек» со ставкой 100 долларов за партию, полагая, что если и проиграете, то потеря таких денег стреляться вас не заставит. Вы проигрываете и делаете ставку еще раз, поскольку, с одной стороны, потеря и 200 долларов вас не разорит, а с другой — ведь можно отыграться. Эту партию вы тоже проигрываете. Потом вы проигрываете еще раз, еще и еще. Очень скоро обнаруживается: вы потеряли уже 500 долларов, а этих денег жалко по-настоящему. Ваши действия? Встанете и уйдете? Конечно, нет! Наоборот, вы поднимаете ставку, стараясь отыграть свои доллары. Правда, ничего нового я вам сейчас не **сообщил**? Вы смотрите в пространство, а у вас в голове звучит жалобный голос: «Если отыграюсь, в жизни больше **капты в пуки не возьму**»

А теперь к числу 500 подпишите пять нулей. Ну и какие сейчас интонации у вашего внутреннего голоса? Если эти 50 миллионов долларов принадлежат вам до цента, то довольно удручающие, а если это, выражаясь словами судьи Луиса **Брандиса**, «чужие деньги»<sup>\*</sup>? В таком случае попытка отыграться выглядит вполне логичной. Почему бы не пойти ва-банк, хотя бы один раз, если речь идет о чужих деньгах? Если вы выиграете, то снова окажетесь на коне, а о временных потерях никто и не вспомнит. А если вы проиграете, то какая разница, сколько именно? Даже после потери первых 50 миллионов вряд ли стоит рассчитывать, что кто-нибудь вас пригласит на семейное торжество.

Так что **Нидерхоффер**, как и его предшественники — Лисон из Barings, Джозеф **Джетт** из **Kidder, Peabody and Company**, Ясуо Хаманака из Sumimoto, **Тошихиди Игучи** из Daiwa, — начал отыгрываться, а значит, и рисковать еще больше, надеясь вернуть потерянные на бате деньги. Писатели прошлых столетий назвали бы его в этот период трудовой биографии жуликоватым трейдером.

В сентябре он сумел вернуть часть потерянного в Таиланде, но убытки были все еще **велики**. В октябре Нидерхоффер пошел ва-банк, продав опцион «пут» на фьючерсный индекс Standard & Poor's 500. Отважный поступок! Этот контракт позволяет делать ставку на величину индекса, выводимого на основании курса акций 500 крупнейших компаний. Опцион «пут» на индекс **S & P 500** продается так же просто, как и опционы на любые другие инструменты.

Вспомните, что говорилось про опционы в главе 1. Опцион «пут» представляет собой право продать лежащий в его основе финансовый инструмент или индекс в заранее установленное время по заранее оговоренной цене. В переводе на человеческий язык, если вы покупаете опцион «пут», то должны заплатить 1000 долларов сегодня за право продать «корвет» за 40 тысяч в следующем месяце.

<sup>\*</sup> Автор имеет в виду название известной книги Луиса Брандиса «Other People's Money». — *Примеч. ред.*

це. Если цена на машину упадет, вы сможете заработать. Допустим, цена опустилась до 30 тысяч долларов. В этом случае вы заработаете 10 тысяч за вычетом уже заплаченной вами тысячи.

В то время как покупатель опциона «пут» ждет падения цены, продавец хочет, чтобы цена осталась той же или возросла, но ни в коем случае не снизилась. Чем больше опускается цена, тем больше продавец должен заплатить покупателю. Так, если цена «корвета» понизилась до 30 тысяч **долларов**, а мы продали опцион «**пут**» на 100 машин, то потери составят 900 тысяч долларов (из 1 миллиона вычитаем полученную нами премию). К продавцам опционов «пут» неприменима фраза из фольклора Morgan Stanley «ограничение потерь объемом вложений». В нашем случае потерять можно даже не все, а больше чем все, а значит, и объем потерь ограничен исключительно воображением продавца, во-первых, и тем, что цена редко опускается ниже нуля, во-вторых.

**Нидерхоффер** имел хорошие шансы до выходных, пришедшихся на 25 и 26 октября. Вообще-то октябрь — месяц не особо насыщенный событиями, выход в свет моей **книги** — исключение, лишь подчеркивающее правило. Нидерхоффер ждал и надеялся на прекращение падения цены на опцион, поскольку это дало бы ему возможность сохранить премию и вернуть почти все потери. Вы еще не запутались? Ему нужна была та же цена или еще более высокая, но ни в коем, повторяю, ни в коем случае не более низкая.

В понедельник 27 октября 1997 года американский фондовый рынок рухнул на 554 пункта, или на 7%. Индекс S & P, опустившись на 64,67 пункта, составил 876,97. Произошло это все почти точно через 10 лет после обвала фондового рынка в «черный понедельник» 19 октября 1987 года. В принципе, падение на 7% крахом рынка назвать нельзя, это вам не события десятилетней давности, но **Нидерхофферу** изменение ситуации нанесло смертельный удар. К полудню его позиции затрещали. К среде у него вообще не осталось денег. Более 100 миллионов долларов, вложенных инвесторами, канули в небытие.

А кем же были вкладчики того фонда? Хотите — верьте, хотите — нет, в их числе оказался и пенсионный фонд муниципальных работников моего родного Сан-Диего размером в 3,3 миллиарда долларов, накрывшийся в ходе блестяще проведенной операции продажи опциона. Молодец, Сан-Диего! Так держать!

## Встреча асов или значение гласности

Я встретил **Нидерхоффера** 9 февраля 1998 года в нью-йоркском отеле «St. Regis» на второй ежегодной конференции по производным бумагам, спонсируемой журналом «Derivatives Strategy», одним из множества новых изданий, посвященных этой тематике, но единственным из них, публикующим комиксы.

Участвовать в конференции могли лишь приглашенные, в число которых вошло большинство из личностей, известных в мире производных. Среди них был и я. Нидерхоффер выступал с речью на банкете, мне же поручили вести дискуссию, посвященную злоупотреблениям дилеров на рынке. Интересно, почему именно мне? Уж наверное не потому, что мое имя в тех кругах пользовалось широкой популярностью. По этому признаку пригласили Нобелевских лауреатов Роберта С. Мертон из Гарвардской школы бизнеса и Мирона С. Скоулза, уроженца Канады, заслуженного профессора Стэнфордской школы бизнеса в отставке. Я надеялся, что удостоился этого, поскольку должен же кто-нибудь плевать ядом в других специалистов. Ну что же, не возражаю.

**Нидерхоффер** произнес блестящую речь, собранную в единое целое из частиц его опыта в сферах философии и финансов. После банкета я пожелал ему успеха в деле защиты от судебных исков, а он надписал мою книгу: «Фрэнк Партной, рок толкнул меня в ваш лагерь. С наилучшими пожеланиями, Виктор Нидерхоффер». Я всегда буду дорожить экземпляром с автографом упавшей с неба производных звезды.

Странное ощущение оставила встреча с Мертоном и Скоулзом. Теперь, когда я и сам стал профессором, мои

симпатии на стороне бедных блестящих мыслителей, а отнюдь не богатых глуповатых дельцов. Мертон и Скоулз взяли лучшее от обеих категорий: они — богатые блестящие мыслители, богатые не только благодаря миллиону долларов Нобелевской премии, присужденной за их работы в области производных 15 октября 1997 года, несколько дней спустя после заявления Morgan Stanley о «передергиваниях и жареных фактах». С одной стороны, они вывели формулу опционного ценообразования **Блэка—Скоулза** — дифференциальное уравнение, ставшее важной составной частью современного экономического и финансового знания. С другой стороны, они поймали удачу за хвост, будучи консультантами и руководителями **Long-Term Capital Management**, шестимиллиардного коннектикутского хеджингового фонда, инвестирующего средства, как правило, в ценные бумаги и производные с фиксированным доходом. Надеюсь, что успех не лишил их способности возмущаться тем, как двадцатилетние молокососы опошили профессию своей жадной денег. Я завистливо разглядывал шикарные профессорские костюмы и прикидывал уровень доходности собственного капитала **профессорского** фонда. Надеюсь, их это не слишком нервировало.

Чуть позже, в сентябре 1998 года, Мертон и Скоулз потеряли свои и не только свои деньги, а Long-Term Capital Management оказался в двух шагах от банкротства. Как только Федеральная резервная система узнала о вложении фондом нескольких миллиардов заемных средств в производные на 1,25 триллиона долларов, она сделала единственно возможную вещь: купила пирожных, пропылесосила шикарный конференц-зал на десятом этаже и «пригласила» крупнейших банкиров планеты прийти хеджинговому фонду на выручку. Банкиры с радостью предоставили для этого 3 миллиарда 650 миллионов долларов своих вкладчиков. Почему бы и нет? В Long-Term Capital **Management** много кто инвестировал.

Мертон, Скоулз и прочие звезды деликатно избегали затрагивать в беседах тему недавних потерь **Нидерхоффера**. Вообще, большинство участников рынка производных

старается уйти от обсуждения крупных убытков всеми доступными способами. Быть может, вы слышали об отвращении к риску и отвращении к потерям. Я назвал бы этот феномен *отвращением к огласке потерь*. Допустим, вы проиграли на бегах 1000 долларов, а друзьям и жене говорите, что «чуток потеряли». К сожалению, такая политика ведет к незнанию нами большинства случаев проигршей. Большая часть финансовых потерь объемом менее 100 миллионов долларов так никогда достоянием гласности и не становится, а должна бы, особенно если погорельцы пытаются отыграться на фондовом рынке и увеличивают ставки. В нашем примере друзей, скорее всего, не интересует, проигрались ли вы по-крупному, но, возможно, они заинтересуются, когда вы попросите у них в долг.

Завеса молчания окутывает и недавние потери в Азии. Если крупная американская компания теряет на производных миллионы, то существуют причины, имеющие надежное юридическое обоснование, по которым необходимость в обнародовании убытков отсутствует. Если, скажем, IBM теряет на производных 100 миллионов долларов, то она не обязана информировать инвесторов, поскольку в сопоставлении с прибылями компании утраты незначительны. А если такой же суммы лишается меньшая компания, то промолчать о потерях можно по другим причинам. Тот, кто виноват в убытках, заинтересован в молчании, а потерявшие деньги инвесторы не желают кричать о своих ошибках.

Хотя причины отвращения к огласке потерь едины по всей планете, в Азии они особенно выражены. Лесли Рал, консультант по производным Capital Markets Risk Advisers, предупреждает: «Если говорить о Юго-Восточной Азии, то мы видим, скорее всего, лишь верхушку айсберга».

Помимо всем известных недавних потерь на производных в том же регионе и в то же время было множество других эпизодов, не таких масштабных и получивших в связи с этим меньшую огласку. Никто и не почесался, когда Промышленный банк Японии потерял 10 миллиардов иен (около 88 миллионов долларов) на **производ-**

ных, которыми торговало его лондонское представительство. Два миллиарда долларов, потерянных **Sumimoto**, в конце концов, в докладе Комиссии по торговле товарными фьючерсами, сделанном в мае 1998 года, вылились в каких-то **150** миллионов, но история эта погребена в безднах финансовой документации. Гонконгский **Peregrine Investments Holdings, Ltd.**, один из крупнейших азиатских инвестиционных банков, не считая японские, конечно, признал утрату 37 миллионов долларов на операциях с акциями и производными в связи с падением азиатского рынка, но вот потерю за весь год более одного миллиарда — отрицал. Основываясь на бывшей в открытом доступе информации, швейцарская **Zurich Group** согласилась заплатить 200 миллионов долларов, чтобы стать крупнейшим акционером **Peregrine**, но, когда выяснился общий объем потерь, **Zurich Group** изменила свое решение, и 12 января 1998 года **Peregrine** обанкротился. Насколько я знаю, моя любовь, моя гордость, моя тетка **FP Trust** до сих пор, несмотря на все филиппинские неприятности, производит купонные выплаты, хотя детальной информацией я, конечно же, не располагаю. Срок погашения **этих** бумаг — 1 июля 2009 года — отмечен в моем календаре, и я с нетерпением жду новых историй, которые тогда родятся.

## В Японии тоже не все гладко

Для тех, кто еще не знает: **Yamaichi**, четвертая по величине японская брокерская фирма, совершенно внезапно обанкротилась в конце 1997 года, не выдержав тяжести так называемых «внебалансовых» потерь. Еще две фирмы из Страны восходящего солнца — **Hokkaido Takushoku Bank Ltd.** и **Sanyo Securities** — приказали долго жить в ноябре того же года. Урожайный выдался месяц.

**Yamaichi** организовала собственный отдел производных в конце 1996 года. Через год она разродилась двумя объявлениями: первым — о потере двух миллиардов долларов — и вторым — о банкротстве. **Merrill Lynch**, как коршун на цыпленка, набросился на остатки фирмы,

желая переманить лучших брокеров и торговцев производными. Четвертая по величине японская брокерская фирма скончалась быстрее, чем вы успели бы произнести слово «внебалансовый».

Меня очень заинтересовало: а что именно, собственно говоря, понимается под этим красивым названием — «внебалансовый»? Кроме того, я ждал ответа и на второй мой обычный вопрос: какова во всем этом роль производных? Задать-то я свои вопросы задал, и не один раз, но вот ответа так и не получил. Ну ладно, подождем.

Тем не менее мне удалось разгадать причины потерь на производных других японских фирм, отнюдь не стремившихся придать своим ошибкам всемирную известность. Я имею в виду **Yakult Honsha Co. Ltd.** Эта компания занималась производством йогуртов и представляла собой комбинацию Avon (компания — производителя косметики, торгующей с помощью «коробейников») и **ТСВУ** — американского продавца йогуртов. Как и Avon, Yakult Honsha Co. Ltd. мобилизовала целую когорту бабулек, продававших ее продукцию, стучась в каждую дверь, хотя были и различия: бабушки от Yakult носили зеленые, а не розовые пиджаки и катили перед собой тележки-холодильники, а не волокли чемоданчики с косметикой. Как и ТСВУ, Yakult торговала полезными для здоровья напитками, произведенными из ферментированного молока, но вот фирменный напиток Yakult не шел, на мой вкус, ни в какое сравнение с напитками от ТСВУ. Классический йогурт Yakult — бледно-розовый с легкой кислинкой, насыщенный живыми бактериями и, говорят, очень полезный для пищеварения (физического, а не финансового). Основные правила бизнеса Yakult: низкие цены, высокое качество продуктов, большие объемы **продаж** — доказали свою эффективность. Спрос на напитки фирмы в Японии и за ее пределами не падал уже более 60 лет.

Тем не менее в начале 1980-х годов Yakult решила добавить в свой **рецепт** хитроумный финансовый ингредиент, но он (рецепт) от этого лучше не стал. Благодаря японскому экономическому буму, взлету рынка до небес

и все возрастающим объемам продаж своего пойла, **Yakult** начала просто купаться в деньгах. Фирма вознамерилась расширить круг деятельности, учредив фонд **Tokken Trust**. В то время многие японские компании организовывали собственные фонды, предназначенные для инвестирования в различные финансовые инструменты. **Tokken Trust** стал очень удобной штукой, поскольку фирма не была обязана декларировать прибыли, получаемые от него, а значит, и платить с них налоги.

На протяжении примерно десяти лет **Tokken Trust** приносил **Yakult** двойную пользу, давая доходы от инвестиций и позволяя не платить с этих доходов налоги. Нужда в обнарождении деятельности отсутствовала. Тем не менее в начале 1990-х годов, после взрыва мыльного пузыря японской экономики и начавшегося падения фондового рынка, компании, организовавшие подобные фонды, получили тяжелые удары. Неожиданно трасты, вместо того чтобы деньги зарабатывать, начали их терять. Поскольку убытки все росли, компании были вынуждены сделать выбор: или они ликвидируют трасты и признают свои потери, или же продолжают наращивать объем рискованных инвестиций и молятся, чтобы новые прибыли компенсировали старые утраты.

**Yakult** предпочла пойти по второму пути и в 1991 году, пытаясь отыгаться, начала использовать производные. Хотя о положении фирмы не знал почти никто, несколько участников рынка производных были в курсе укрытия компанией убытков **Tokken Trust** и удваивания ставки в стремлении вернуть потерянное. Причудливые телодвижения **Yakult** стали известны некоторым трейдерам, так как фирма успела приобрести репутацию большого любителя опционов в Чикаго. По словам одного аналитика, «все мы понимаем, что в какой-то степени это является признанием серьезных потерь». И действительно, в 1996 году компания, не поднимая шума, призналась в утрате на производных «небольшой» суммы — 40 миллионов долларов.

20 марта 1998 года **Yakult** объявила о потере на производных за последние четыре года не менее 810 миллио-

нов долларов, причем конкретные сделки, приведшие к такому прискорбному результату, названы не были. В тот же день в ходе грандиозных торгов акции фирмы упали в цене от 820 до 620 иен. Каким же образом производитель йогуртов ухитрился потерять на производных почти миллиард долларов? Вопрос остался без ответа, а тем временем объем убытков уточнялся. Сначала все 810 миллионов долларов были отнесены на счет потерь от сделок с производными. Потом эта сумма сократилась до 64,7 миллиарда иен, или 500 миллионов долларов. К маю на производные списывали уже 96,6 миллиарда иен, то есть 710 миллионов долларов. Каждый месяц сумма в долларах изменялась миллионов на 100. Каким данным верить, а каким — нет, я просто не понимал. Скорее всего, потери не на производных были обязаны своим появлением инвестициям в старые добрые трасты и ценные бумаги. Насколько же отрадно знать, что лишиться денег можно и старомодными способами. Но допустим, что верна самая благоприятная для приверженцев производных оценка. Тогда наш вопрос принимает следующий вид: каким же образом производитель йогуртов ухитрился потерять на производных полмиллиарда долларов?

Держатели акций **Yakult** считали, что вкладывают свои деньги в производство напитков из ферментированного молока, точно так же как и держатели акций **Procter & Gamble** полагали, что они являются владельцами компании, производящей мыло. И те и другие ошибались, и те и другие, к полному своему изумлению обнаружили: компании зарабатывают на жизнь играми на иностранных валютных рынках. При этом держатели акций японской компании оказались даже в худшем положении, нежели их американские коллеги. В среднем владельцы акций **Yakult** потеряли половину вложенных средств, причем от последовавших судебных разбирательств толку не было. **Procter & Gamble**, напротив, удалось прийти к соглашению с **Bankers Trust** о возмещении более чем 150 миллионов долларов, в то время как обычно в подобных ситуациях инвестиционные банки выплачивали от 40 до 70% от суммы потерь. (Безотносительно к истории с **Procter &**

Gamble: в записи разговора двух продавцов ВТ есть интересная фраза: «Это же русская рулетка. Я отлично понимаю, что каждый раз, заключая сделку, нажимаю на спусковой крючок, и однажды прозвучит **выстрел**».)

У сотрудников **Yakult** тоже не было поводов для радости. Фирма объявила о предстоящем увольнении 300 человек, о снижении зарплат высшим руководителям на 20% и даже, вы не поверите, о задержке выплаты премий директорам. Правда, задержка длилась всего год.

Банкиры, посвященные в дела **Yakult**, говорили, что компания сделала ошибку в игре на сериях экзотических опционов на индекс **Nikkei**. По сведениям из других источников, сделки происходили со свопами на включенные в **Nikkei** акции и валютными свопами. Кто-то сказал, что потери приключились из-за неверно предугаданной динамики процентной ставки. Деталей, очевидно, мы никогда не узнаем, тем не менее, какими бы они ни были, наверное, нелегко объяснить бабушкам в зеленых пиджаках, толкающим маленькие тележки, почему их выгоняют с работы.

По старой японской традиции нашли крайнего — вице-президента компании **Наоки Кумагаи**. Именно он занимался большинством сделок, поскольку, кажется, был единственным, кто в них разбирался. Кумагаи просил руководство компании подождать еще чуть-чуть, так как, по его словам, инвестиции вскоре должны окупиться. Интересно, верил ли он в это и понимал ли, что делает. Как бы то ни было, выгнали его с работы в один миг. Компанию Кумагаи составил председатель **Yakult**. В отличие от двух высокопоставленных чиновников японского министерства финансов, месяцем раньше попавшихся на взятках, бывшие руководители **Yakult** самоубийством жизнь кончать не стали.

Заметки на полях относительно культурного аспекта трагедии: потери на производных не отразились на **Yakult Swallows**, принадлежащей фирме бейсбольной команде, чемпионе страны. О понесенных компанией убытках сообщили как раз перед первой игрой сезона, но председатель бейсбольного клуба **Киото Сакан** уверил игроков

что Yakult их не продаст. Бейсболисты, кстати, имели все основания для беспокойства: лучшие игроки зарабатывали в среднем по 49 миллионов 680 тысяч иен, или по полмиллиона долларов, в год, что несколько превышало прожиточный минимум в Токио. (Правда, наиболее высокооплачиваемым американским бейсболистам деньги эти покажутся семечками. Переведя в иены зарплату Гарри Шеффилда за 1998 год, мы получим более миллиарда иен.)

Если специалисты не ошиблись и признанные Yakult потери — всего лишь верхушка айсберга, то становится понятным скептическое отношение США к японской программе финансового дерегулирования, именуемой «большой взрыв». Yakult, быть может, и переживет недавние убытки, но эта фирма не единственная, кто потерял деньги на производных, обретших в Японии вторую родину наравне с бейсболом, и если не с яблочным пирогом, то по крайней мере с розовым йогуртом. Вы можете удивляться свободе и размаху, царящим на японских финансовых рынках несмотря на всепроникающие фокусы при игре с производными, и вы можете содрогнуться, представив себе, что там начнется после отмены регулирующих правил.

## Назад, на дикий Запад

В Соединенных Штатах финансовое положение различных фирм благодаря производным значительно ухудшилось — как в связи с недавними потерями, так и из-за убытков, понесенных в роковые 1994—1995 годы. Наибольшей известностью пользуется сага об округе **Ориндж**, потерявшем в декабре 1994 года более миллиарда долларов и превратившемся с тех пор в неплохую кормушку для адвокатов. Судебные процессы округа приобрели такой размах, что затмили даже описанное Чарльзом Диккенсом в книге «Холодный дом» судебное дело «**Джарндис против Джарндиса**». К середине 1998 года округ вел 15 гражданских процессов против 28 ответчиков, в том числе против 20 фирм с Уолл-стрит.

Мой бывший кормилец, CS First Boston, стал первой компанией, согласившейся удовлетворить претензии округа Ориндж в размере 52,5 миллиона долларов. Кроме того, фирма и два ее бывших сотрудника, обвиненные федеральной властью во введении в заблуждение инвесторов (что выразилось в предложении купить облигации), способствовавшем банкротству, уплатили 870 тысяч долларов. Merrill Lynch в 1997 году согласился выплатить **Оринджу** 30 миллионов долларов, с тем чтобы округ не выдвигал обвинений по статьям уголовного кодекса против банка или его сотрудников. Также Merrill Lynch согласился заплатить 2 миллиона долларов для прекращения расследования Комиссии по ценным бумагам и биржам и еще 1,9 миллиона для отзыва группового иска владельцев ценных бумаг. Столкнувшийся с аналогичным иском CS First Boston отдал 990 тысяч долларов. Округ Ориндж продолжал судебное преследование Morgan Stanley и других фирм, причем в дело были вовлечены федеральные власти. Merrill Lynch окончательно капитулировал в июне 1998 года, оставив в зубах страждущих кусок своего тела размером в 400 миллионов долларов, что было пятой по величине компенсацией за всю историю Уолл-стрит.

Morgan Stanley устал бороться к июлю того же года. Несколько недель после сдачи Merrill Lynch на милость победителя компания еще сопротивлялась и не признавала справедливость притязаний **Оринджа**, но адвокаты Morgan Stanley уже вели закулисные переговоры с целью полюбовного урегулирования дела. Заплаченная фирмой сумма говорит сама за себя: 69,6 миллиона долларов. Мне же остается только восхищаться отделом Morgan Stanley по связям с общественностью: история не получила широкой огласки. Один из сотрудников отдела сказал: «Мы рады, что все закончилось». Верю.

Роберта **Ситрона**, бывшего казначея округа, приговорили к штрафу в размере 100 тысяч долларов и году тюрьмы за мошенничество, но освободили после отбытия двух третей срока. Заместителя Ситрона, **Мэттью** Раабе, приговорили к трем годам тюрьмы, но в августе 1998 года

была рассмотрена его апелляция. Выздоровление округа **Ориндж** протекает прекрасно.

Завершилось и множество других судебных процессов. Так, например, подразделение Paine Webber Group Inc. согласилось заплатить 500 тысяч долларов за введение в заблуждение инвесторов посредством утаивания сведений о состоянии взаимного фонда фирмы, что привело к значительным потерям на ипотечных производных. Paine Webber приведенную формулировку ни признал, ни опроверг.

Тем не менее для большинства участников рынка производных самое интересное происходило не в зале суда, а на торговых площадках. Morgan Grenfell, по слухам, потерял десятки миллионов долларов на крахе азиатского рынка летом 1997 года. Один из крупнейших банков в мире, PNC, понес убытки на производных на 190 миллионов долларов. Более семидесяти школьных округов Пенсильвании потеряли около 71 миллиона, вложенного ими в 1995 году в Devon Capital Management и Financial Management Sciences. Банк National Westminster переманил из Morgan Stanley некоторых гениев производных, хотя потеря 120 миллионов долларов на изменении процентных ставок показала ненужность этого хода. А швейцарский Union Bank, продав ценные бумаги, лишился нескольких сотен миллионов, а если бы не продал, то потерял бы миллиарды.

Компетентные органы обвинили некоторых трейдеров в использовании опционов для манипулирования биржевыми индексами, в том числе промышленным индексом **Доу—Джонса** и совместным индексом 100 основных компаний Лондонской биржи и «Financial Times». Конгресс, Комиссия по ценным бумагам и биржам и армия хищных бухгалтеров атаковали частично преданные гласности сделки с производными.

Все больше и больше сделок попадали в высшую категорию надежности. Традиционно сделки с обеспеченными облигациями в середине 1990-х годов были весьма крупномасштабными (и, конечно, очень доходными). Тем не менее о высоких гонорах за сделки речь не велась.

Один адвокат из **крупной** фирмы, торгующей производными, объяснил мне это противоречие: «Раскрыть клиента на большие комиссионные допустимо, поскольку прибыль полностью скрыта. А вот продавать производные, которые взрываются у клиента в руках, — нехорошо». Важное жизненное правило: драть втридорога за качественный продукт можно, а гнильем торговать нельзя.

Латиноамериканские рынки производных росли как на дрожжах, хотя и более пристойным образом, нежели в начале 1990-х годов. Мексиканские банки опять резвились со слияниями и приобретениями. Аргентина эмитировала более симпатичные облигации, бразильская валюта приобрела стабильность, отпала нужда в сложных подсчетах уровня инфляции. К маю 1998 года жизнь на рынках опционов и фьючерсов по всей Латинской Америке была ключом.

Гонорары за сделки с производными, конечно же, не снизились. Я действительно лишь слегка затронул тему вознаграждения, только обозначив порядок получаемых сумм. Некоторые трейдеры считают, что, называя Morgan Stanley крупным игроком, я ошибался. Один советник **хеджингового** фонда потешался над гонораром нашей группы за два года: всего-то чуть больше миллиарда долларов. По его словам, моя бывшая фирма была не акулой, а килькой. Вот что заявил этот менеджер в ноябрьском выпуске журнала «Derivatives Strategy» по поводу моего мнения о заработках: «То, что он называет большими деньгами, — вообще не деньги. Он считает ребят, владеющих 50 миллионами, богатыми. В финансовом мире такие деньги не редкость. Зарплатой в 6 миллионов никого не удивишь. **Хеджинговый** фонд платит ее сотрудникам, отслеживающим сделки». Хотите — завидуйте, хотите — нет, но мне кажется, что годовой доход средней американской семьи из четырех человек несколько меньше шести миллионов **долларов**.

Возросли не только гонорары, но и **объем** сделок с производными. После нескольких лет презрения производные вернули былую репутацию. Крупный чин Chase Manhattan Bank недавно сказал: «Слово „производные“ перестало

быть бранным». По данным Международной ассоциации дилеров свопов и производных (International Swaps and Derivatives Association) объем сделок с классическими процентными и валютными производными возрос в 1997 году примерно на 50%. Объем сделок с долгосрочными кредитными производными увеличился в 1997 году в 4 раза, составив около 200 миллионов долларов, и продолжает расти. Недавние промышленные слияния призваны усилить эффект сложных сделок с производными, причем типично объединение **производных-«тяжеловесов»** с «**легковесами**». Каждый день появляются все более и более экзотические производные: «опционы на взаимные фонды», «фьючерсы на недвижимость», «производные от погоды» (нет, глаза вас не обманули, именно от погоды — в них заинтересованы участники рынка, играющие на изменения климата и их тенденции). Мы снова вступаем во времена реактивного бизнеса.

Если бизнес производных так же масштабен, как и всё в Техасе, то вы можете сделать совершенно верное умозаключение о степени развития там этого промысла. Но и Техас уже слегка не тот. Не так давно у меня состоялось несколько бесед с богатыми техасцами на тему различных проблем, связанных с производными. Мне сообщили о валютной сделке, предлагаемой только истинным христианам (быть может, продавец решил восстановить церковную десятину) и гарантировавшей доходность 9—10% в день. Полагаю, что уповать на такое несколько легкомысленно, даже надеясь на Божью помощь. После того как одна фирма втравила ничего не подозревавших инвесторов в высокорискованную сделку с производными, Техасский совет по ценным бумагам (Texas Securities Board) отсудил у нее 275 тысяч долларов, а деньги использовал на то, чтобы дать элементарное образование в области инвестиций учителям средних школ. Надеюсь, теперь учителя знают достаточно, чтобы держаться подальше от сделок, имеющих шанс на успех, только если Господь сотворит чудо.

На этом я заканчиваю обсуждение американского рынка производных и связанных с ним потерь. Уверен,

осталось еще множество не затронутых мною тем. Я опять копнул лишь слегка, но общее представление о состоянии дел в этой области вы получили.

Комиссия по ценным бумагам и биржам, кажется, тоже осознала ситуацию и предложила меры, направленные на стимулирование обнародования информации о сделках с производными вообще и о сопряженном с ними риске в частности. Однако новые правила все равно оставляют компаниям свободу маневра, достаточную, чтобы избежать распространения конкретных сведений. Когда фирмы пожаловались на то, что им дорого обходится урегулирование претензий, председатель комиссии Артур **Левитт** напомнил результаты исследования, в соответствии с которыми общая сумма компенсаций по всей стране составила 40 миллионов долларов, и отметил, что раньше он работал в благотворительном фонде, потерявшем 30 миллионов на сделках с производными из-за ошибок финансового директора. Теперь, зная о неудаче, постигшей Человека № 1 в **регулирующих** структурах, мы можем спать спокойно.

## И еще чуть-чуть о Morgan Stanley

Теперь, после слияния Morgan Stanley с Dean Witter, мы имеем дело с новорожденным монстром, банком высшей категории по многим и многим **статистическим** показателям. Но на начало 1998 года моя бывшая фирма в рейтингах производных занимала скромное шестое место, здорово отставая от основного конкурента — Goldman Sachs. Почему же лишь шестое место, а не первое, как в целом ряде других номинаций? Репутация **Morgan Stanley** как генератора идей в области производных **неблестяща**. Несколько недавних дел, возбужденных судом против компании, не способствуют восстановлению ее имиджа. Хотя сайт Morgan Stanley и убеждает посетителей в том, что производные — одно из основных направлений деятельности фирмы, Интернет в зале суда — не помощник.

Не знаю, как сейчас, а в марте 1995 года, когда я подумывал об уходе из Morgan Stanley, семь трейдеров, за-

нимающихся производными, помышляли, скорее всего, о манипулировании десятью открытыми рынками акций, в том числе Novell, Tele-Communications Inc., U.S. Healthcare, Dell Computer, Sybase, Inc., для получения дохода со сделок с опционами на бумаги, входящие в индекс **NASDAQ-100**. Во всяком случае, именно такое обвинение Национальная ассоциация дилеров ценных бумаг (NASD) предъявила Morgan Stanley 13 апреля 1998 года. И обошлось это фирме в миллион долларов, а «великолепная семерка» была временно отстранена от работы. Тем не менее непохоже, чтобы Morgan Stanley тяжело переживал неудачу. Оштрафовать инвестиционный банк на миллион долларов — то же самое, что покарать серийного насильника за превышение скорости движения, а кроме того, в апреле 1998 года компания все равно хотела подавать апелляцию.

В числе немногих заинтересовавшихся этой историей журналистов была Лесли Итон, главный репортер в финансовом отделе «The New York Times». Дело против Morgan Stanley казалось исключительно сложным и непонятным, но, прочтя статью Итон и обсудив с ней те события, я изменил точку зрения: действия фирмы укладывались в простейшую схему, а впечатление запутанности могло создаться после публикации невероятно невятного сообщения NASD, в котором произошедшее по-настоящему и не описывалось.

Вот воспроизведенный мною ход событий: Morgan Stanley энергично торговал акциями через NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations — Национальную ассоциацию дилеров ценных бумаг в автоматической системе котировок). NASDAQ — внебиржевая система, централизованный рынок в ней отсутствует. Через NASDAQ продаются акции тысяч компаний, в том числе Microsoft и Rational Software (ими я и сам владею, и другим советую). Есть у NASDAQ и хорошо развитая коммерческая телесеть.

Morgan Stanley покупает и продает акции на NASDAQ. Если фирма продает акции, которыми не владеет, это называется «короткой» продажей. Этот прием приносит

доход при падении акций в цене. Другими словами, если фирма считает снижение курса акций неизбежным, то она прибегает к «короткой» продаже.

И наоборот, фирма может пойти на «короткую» продажу **акций** для хеджирования «длинного» опциона **«колл»**. Вспомните, если фирма владеет опционом **«колл»**, то она имеет право покупки акции в заранее определенное время по заранее установленной цене. Риск потерь на опционе «колл» от падения курса акций можно снизить (или вообще его избежать) посредством «короткой» продажи, которая приносит деньги именно при снижении цены. Иначе говоря, «короткая» сделка частично уравнивает сделку с опционом **«колл»**. Влияние друг на друга двух этих операций описывается ранее упомянутой формулой **Блэка—Скоулза**, которая в общих чертах показывает, сколько акций необходимо пустить в «короткую» продажу для хеджирования опциона «колл» в конкретных условиях.

И наконец, исходя из курсов акций 100 крупнейших компаний, имеющих обращение на NASDAQ, выводится индекс, аналогичный промышленному индексу **Доу—Джонса**. В 1995 году этот индекс определялся на основании результатов первой за день сделки с акциями каждой из **100** компаний. Естественно, индекс стали называть **NASDAQ-100**, и вы можете торговать опционами на него. Если вы купили опцион «колл», то должны заплатить премию за право покупки в определенное время по установленной цене. Другими словами, вы заинтересованы в повышении индекса. Чем выше индекс, тем выше прибыль.

Срок опционов NASDAQ истекает в каждую третью пятницу месяца. На две таких пятницы 1995 года (17 марта и 20 октября) Morgan Stanley обладал двумя позициями: 1) он имел опционы «колл» на NASDAQ, срок которых истекал в эти даты, и 2) он «укоротил» акции пяти компаний NASDAQ. Сделки казались хеджированными, хотя бы частично. Если бы цены на акции пяти компаний NASDAQ упали, фирма потеряла бы деньги на опционах «колл», но заработала бы на «коротких» позициях. И наоборот.

Ответьте-ка на интересный вопрос: можно ли заработать на обеих позициях одновременно? По мнению Morgan Stanley — вполне. Для этого надо сделать следующее:

1. На каждую акцию в пятницу утром предложите цену выше рыночной. Например, если цена на Novell при закрытии биржи в четверг была 50 долларов, в пятницу утром предложите 51. Теперь в качестве цены на Novell принимается **51 доллар**, и именно это число участвует в определении сегодняшней величины индекса NASDAQ. Таким образом, если для каждой акции, цена которой при закрытии биржи в четверг равнялась 50, вы предлагаете **51**, то тем самым вы можете поднять индекс NASDAQ с 50 до 51. Если вы владеете опционами «колл», для вас это означает заработок примерно лишнего доллара на каждом опционе.
2. Не покупайте по искусственно завышенной цене, а немедленно снижайте ее до разумного уровня. Последнее дело — покупать акции по предложенной вами же завышенной цене. Например, если цена на Novell при закрытии биржи в четверг составляла **50 долларов**, а вы не только предложили, но и действительно заплатили 51, *купив* Novell по этой цене, то вы теряете по доллару на каждой акции. Вам этого не надо, так что снимайте предложенную цену, и побыстрее!
3. После того как вы снизили цену своего предложения, подождите падения рыночной цены и закройте короткие позиции по дешевке. Не забывайте: когда вы продаете акции «**вкороткую**», вы торгуете акциями, которыми не владеете. Это означает, что, для того чтобы передать их покупателю и выполнить свои обязательства по продаже, вы должны будете позже купить эти акции. Естественно, вы хотите купить акции или закрыть короткую позицию по минимальной цене из всех возможных. Не закрывайте по **51**. Прежде чем покупать акции, подождите падения Novell до 50, а еще лучше — до 49 долларов.

NASD обвинила Morgan Stanley в только что описанных действиях. Утром в пятницу Morgan Stanley первым предлагал цену на акции каждой компании, причем цена была выше зафиксированной при закрытии днем раньше, а значит, возрастал и индекс NASDAQ. Банк не осуществлял сделок по предложенной им самим цене, а вместо этого снижал цену и закрывал короткие позиции, не выбрасывая деньги на ветер.

Не слишком сложно, правда?

Все сделки, привлечшие внимание NASD, происходили на внутреннем американском рынке. А вот с тем, о чем я расскажу сейчас, ни NASD, ни Комиссия по ценным бумагам и биржам, ни какая-либо еще контора на внутреннем рынке не сталкивается. Сделки, о которых пойдет речь, беспокоят меня гораздо больше, поскольку основная часть их нюансов остается загадкой. Я скажу об этих сделках несколько слов, поскольку даже то, что я знаю, интересно уже само по себе и, быть может, побудит кого-нибудь из моих читателей копнуть поглубже.

Помните компании, использовавшиеся Morgan Stanley для маскировки сделок с производными? В их число входила Корпорация специального назначения (Special Purpose Corporation) и различные трасты, основанные как в США, так и за их пределами. Наиболее прибыльными из упомянутых сделок были «структурированные активы», или **RAV**.

К моему удивлению, Morgan Stanley до сих пор использует самую, пожалуй, необычную и самую глубоко-законспирированную фирму, расположенную на Каймановых островах. Ее история не может не вызвать улыбки. На протяжении своего существования фирма носила различные имена, причем все они обладали оттенком таинственности. Впервые корпорацию зарегистрировали 1 сентября 1998 года, на заре нашей эры производных. Называлась она тогда Zephyr («Зефир») Limited. Через несколько недель ее переименовали в Cyclone («Циклон») Limited. Не понимаю, к чему такая скоростная смена имени, но переход от «нежного ветерка» к «свирепому смерчу» предопределил стиль работы фирмы.

Под названием Cyclone контора просуществовала пять лет, до того момента как **Morgan Stanley** задумал сделку с **RAV**, и 24 марта 1993 года таинственную фирму снова переименовали, гордо назвав ее **RAV International Limited (RAVI)**. По моим сведениям, под этим же именем компания существует и сегодня. Фирма, о которой идет речь, окутана ореолом секретности; **Morgan Stanley** дистанцируется от нее как только можно, хотя и использует ее весьма активно.

Позвольте мне всего-навсего поведать некоторые детали ее деятельности, а вот зачем **RAVI** нужна **Morgan Stanley** — вы уж решите сами. Во-первых, акции **RAVI** для обеспечения благоприятного отношения налоговой инспекции по документу об учреждении доверительной собственности переданы в пользу зарегистрированного на Каймановых островах благотворительного фонда. Активных владельцев акций нет. **RAVI** — не дочерняя фирма и не филиал ни **Morgan Stanley**, ни какой-либо связанной с ней компании, на что в информационных материалах моего бывшего работодателя обращается особое внимание. В конце 1997 года директорами **RAVI** являлись Поль **Даньел** и Джон **Киндред**, принадлежавшие к числу руководителей азиатской ГПП. Директором был и мой бывший шеф **Бидьют** Сен, но он, кажется, оставил свой пост, променяв ГПП на пасторальную жизнь. Вряд ли вы найдете подробную информацию о **RAVI**, поскольку по законам Каймановых островов не требуется предоставление каких-либо отчетов о финансовой деятельности — хоть проверенных аудитом, хоть не проверенных.

Если вы когда-либо вкладывали деньги в эмитированный островной корпорацией финансовый инструмент и вас беспокоила возможность изменения налогового законодательства правительством Каймановых островов, то можно было побереечь нервы. И сказать «спасибо» заранее обо всем побеспокоившемся **Morgan Stanley**. **RAVI** — обладатель охранной грамоты, выданной главой благословенных островов. Составлена эта писулька еще на имя **Cyclone Ltd.** и выглядит примерно так:

**Закон о налоговых льготах (исправленный)**  
**Обязательство предоставления налоговых льгот**

В соответствии с разделом 6 закона о налоговых льготах (исправленного) сим предоставляется следующее обязательство компании [RAV International Limited], являющейся, в соответствии с Регистром компаний, компанией, зарегистрированной в качестве компании, имеющей право на льготы в соответствии с разделом 186 закона о компаниях (исправленного):

1. Ни один закон, принятый в будущем на Островах, облагающий любым налогом прибыли, либо доходы, либо гонорары, не будет применен к упомянутой выше компании, имеющей право на льготы, либо к ее операциям.
2. Ни упомянутый выше налог, ни любой иной налог на природные ресурсы, либо на недвижимость, либо на наследство не будет выплачиваться ни с акций, ни с облигаций, ни с иных ценных бумаг упомянутой выше компании, имеющей право на льготы.

Настоящее обязательство дано на срок **20 лет**, начинающийся с 13 декабря **1988** года.

Сам я из Канзаса, а значит, испытываю особый интерес ко всему, связанному с исключениями из законов. Сенатор Роберт Доул был специалистом в защите интересов селян, пытавшихся вытащить из-под колес закона своих свинок. Но **такую** дружбу с законом биржевых спекулянтов я и вообразить не мог. Представляю губернатору **Каймановых** островов в роли официанта: «Вам закон? Со всем нашим удовольствием! Какой желаете?»

А вот самое интересное: на Кайманах RAVI не только не должна была платить подоходный или еще какой-то налог, у нее не было ни налогового, ни **какого-либо** другого регистрационного номера. Вообще никакого. Фирма являлась самолетом-невидимкой, предназначенным для доставки производных. Информацию о RAVI можно добыть, только обратившись с запросом в Morgan Stanley или откопав регистрационное свидетельство, погребенное в Регистрационной палате в Джорджтауне, на острове Гранд Кайман в Британской Вест-Индии. Конечно, можно попробовать написать письмо и отправить его по юри-

дическому адресу компании: P.O. Box 309 **George Town**, — но сомневаюсь, чтобы вам ответили что-нибудь путное.

Понятия не имею, какого рода сделки с производными проходили через RAVI в последнее время. Если кто-нибудь знает, то, быть может, не сочтет за труд сообщить мне. Но раньше RAVI предназначалась в первую очередь для запутывания следов при продаже производных по всему миру.

Надеюсь, вы поняли: размотать такой клубок невероятно трудно. Компетентные органы тратят больше времени на борьбу друг с другом, а не с изощренным финансовым мошенничеством. Комиссия по ценным бумагам и биржам и органы юстиции увязли в схватке с простейшими нарушениями — незаконными сделками с ценными бумагами с использованием конфиденциальной информации, продажей мафией несуществующих акций и тому подобными. Как же они могут противостоять взрослым дядям, окопавшимся на защищенных особым налоговым законодательством Каймановых островах, не обязанным отчитываться о **сделках** и предоставившим широкой общественности единственную информацию — почтовый ящик.

Быть может, вы надеетесь на утечку информации. Ну что же, читайте книги и интервью, но многие ли расскажут то, что знают, да и сколько они знают? Сомневаюсь, пустят ли меня в ближайшем будущем хоть в одну **уолл-стритскую** фирму. Давайте посмотрим, как Morgan Stanley **поступил** со своим сотрудником, имеющим язык несколько длиннее общепринятых норм. Я говорю не о себе, а о Филипе **Поттере**, еще одном молодом парне.

В воскресенье 19 октября 1997 года, через несколько недель после официального заявления Morgan Stanley по поводу «FIASCO», «The New York Times» опубликовала рассказ о том, как весело живет 25-летний выпускник Йеля, аналитик моей бывшей фирмы. **Поттер** описал свой «скромный» быт: телевизор с диагональю 50 дюймов, часы «Ролекс» за 3500 долларов, сшитые на заказ костюмы по 800 долларов, рубашки (конечно же, с белыми воротничками и французскими манжетами) по 80 и туфли за

200 долларов. **Поттер** не раскрыл ни единого секрета фирмы, не заикнулся ни об одной сделке. Он и слов «**Morgan Stanley**» не произнес. Просто повел себя как дурак.

На следующий день рано поутру президент фирмы Джон Мак, он же **Макки-Нож**, вызвал **Поттера** на ковер. Вызвал для того, чтобы сообщить об увольнении. По крайней мере, именно так описывало события большинство источников. Менее вероятная версия — его выгнали по просьбе непосредственного начальника — Джеффа Зальцмана. Как бы то ни было, работу **Поттер** потерял немедленно. Крепче надо было держаться и за место, и за сотни тысяч премиальных.

Если даже этот ребенок потерял место на следующий день после публикации своих откровений, можете ли вы представить, что бы сделали со мной, если бы на момент выхода книги я все еще продолжал работать в **Morgan Stanley**? Я искренне рад каждой из 3000 миль, отделяющих меня от Уолл-стрит.

## Недостойное поведение

Есть одна область, в которой Morgan Stanley проводит достаточно приемлемую политику по сравнению с другими **уолл-стритскими** фирмами. Область эта — вопросы пола. Десятилетиями на Уолл-стрит процветал и процветает сексизм. О Morgan Stanley этого не скажешь.

Перед тем как обратиться к случаям сексуальных домогательств, произошедших в 1997 и 1998 годах, я не могу удержаться от соблазна поговорить о расовой дискриминации в Morgan Stanley. Дискриминация по расовому признаку — это то, в чем финансовые фирмы особо не замараны. 10 февраля 1998 года Morgan Stanley, заплатив 30 миллионов долларов, урегулировал, наконец, затянувшееся дело о расовой дискриминации по отношению к двум чернокожим сотрудникам. **Афроамериканцы** пожаловались на то, что не были продвинуты в должности, после того как возмутились пришедшим по электронной почте сообщением, содержащим расистские шутки. В этом сообщении, полученном в октябре 1995 года, че-

рез несколько месяцев после моего ухода из фирмы, якобы, были анекдоты, основанные на присущих чернокожим особенностях речи. Самого письма я не видел, но было оно, скорее всего, просто **охренительным**, поскольку число остроумий такого рода осталось неизвестным, что означает — гигантским. Хотя Morgan Stanley и отрицал свою причастность, фирма покарала трех менеджеров, признанных виновными, и предупредила пославших письмо сотрудников о неполном служебном соответствии.

Вернемся, однако, к сексуальным домогательствам. И опять Morgan Stanley ухитрился меня удивить: как выяснилось, все, о чем я писал, — и поедание огурца, и учет внешних данных при приеме на работу, и стриптиз, и проституция, и прочие сексуальные безобразия, — опять оказалось лишь верхушкой айсберга. На вопрос журналистки Шэрон Крам, считает ли ее собеседница атмосферу на Уолл-стрит унижительной и малопригодной для женщин, пятидесятилетняя дама-брокер ответила: «Господи, ну конечно!»

В своем мнении эта брокерша не одинока. Спросите любую из 25 женщин, подавших в связи с сексуальными домогательствами в суд на Smith Barney или любую из 22 тысяч женщин — служащих той же фирмы, удовлетворившихся соглашением с фирмой и денежной компенсацией. Можете задать тот же вопрос 17 сотрудницам Lew **Lieberbaum** & Co., компании, согласившейся в апреле 1998 года выплатить в связи с жалобами на сексуальные домогательства 1,75 миллиона долларов. Или, чего проще, поговорите с любой работающей на Уолл-стрит знакомой. Быть может, она сочтет условия работы менее враждебными, но вот ряд получивших огласку недавних примеров, от которых у вас пройдет мороз по коже.

В Smith Barney женщин называли болонками, суками и шлюхами. Брокеры-мужчины лапали своих сотрудниц, домогались половой близости и угощали их блюдами, приготовленными в форме гениталий. В Merrill Lynch сотрудниц унижали, приглашая на вечеринки стриптизерш; кроме того, женщин наказывали за промахи, в то время как мужчинам, оказавшимся в аналогичной ситуации,

помогали советами. В Lew **Lieberbaum** & Co. женщин принуждали к стриптизу, свистели им вслед и склоняли их к оральному сексу. Один менеджер на собрании отдела, посвященном сексуальным домогательствам, облил секретаршу взбитыми сливками и предложил сотрудникам слизать «следы страсти». (Приведенные подробности на совести Шэрон Крам.) Когда же одна женщина пожаловалась, менеджер достал свой член и предложил ей взять его в рот.

Надеюсь, даже наиболее твердокаменные трейдеры с Уолл-стрит сочтут последний эпизод оскорбительным или, по крайней мере, из ряда вон выходящим, хотя, как мне кажется, продавцы, прочитавшие эти **страницы**, начнут экспериментировать в области блюд, имеющих форму гениталий, и, возможно, даже достигнут вершин кулинарного мастерства.

Меня удивляет распространенность подобных безобразий на торговой площадке. За последние годы тысячи работников с Уолл-стрит прошли обучение правильному поведению в **отношении** лиц противоположного пола. Посмотрим, поможет ли оно.

## Изнасилование в извращенной форме

Последний **вопрос**, Имеет ли «маленький человек» шансы на победу в схватке с монстром калибра Morgan Stanley? Три недавних судебных иска, предъявленных компании, вселяют некоторый оптимизм, но одновременно и показывают, насколько трудно привлечь к ответу **«употребившего»** вас брокера.

Случай первый. Истец, Гарри Н. **Драммонд**, владел обеспеченными ипотечными облигациями (СМО) номиналом в 50 миллионов долларов, теми же самыми, которые послужили Morgan Stanley сырьем в сделках с AMIT и MX. Когда Драммонд захотел продать свои бумаги, он позвонил в Morgan Stanley и предложил их банку. Morgan Stanley согласился заплатить за них 50 миллионов 375 тысяч долларов. Вы подумаете, что на этом все и закончилось, поскольку, основываясь на стандартной деловой

практике, другого вывода сделать нельзя. Частный инвестор и банк договорились о сделке и должны отвечать за слова. Большинство сделок заключается на деловой встрече в виде устной договоренности, и только потом они обрастают подтверждениями в письменном виде и на последней стадии — обменом денег на ценные бумаги.

Однако этим дело не кончилось. Morgan Stanley обнаружил свою ошибку в оценке стоимости облигаций. Эти жуткие ипотечные производные сложны настолько, что, имея с ними дело, даже очень крупная фирма не может быть застрахована от ошибок. Попавшие в подобное положение участники рынка обычно относятся к ошибкам как к издержкам производства, неизбежным при торговле бумагами такого рода.

Вместо того чтобы продемонстрировать приверженность общепринятым нормам, банк решил отказаться от сделки на оговоренных условиях. На следующий день Morgan Stanley через своего посредника сообщил **Драммонду**: фирма согласна заплатить за его облигации не 50 миллионов 375 тысяч долларов, а всего лишь 49 687 500. **Драммонд** же через своего посредника послал многоуважаемую компанию подальше. А как бы поступили вы?

У Драммонда, по сути, обманутого Morgan Stanley, который нарушил слово относительно условий сделки, оставался только один выход — судебное разбирательство. К счастью, он мог позволить себе прибегнуть к услугам лучшей американской юридической фирмы — Arnold & Porter. Многие ли клиенты Morgan Stanley имеют такую возможность? Судебное разбирательство, как и большинство дел, в которых замешаны крупные фирмы, растянулось надолго, но все-таки через три года, 20 мая 1997 года, судья южного округа Нью-Йорка Дэнни Чин вынес приговор.

Morgan Stanley, естественно, проиграл. Судья решил, что банк, отказавшись приобрести облигации по оговоренной цене, пренебрег договорными обязательствами и должен выплатить **Драммонду** 650 тысяч долларов в возмещение ущерба и 9% в возмещение процентов и судебных издержек.

Случай второй, обошедшийся компании гораздо дороже. 29 января 1998 года в Суде королевской скамьи (коммерческий суд Британии) судья **Лонгмор** вынес вердикт по делу **Альфио** Паглиши Косентино против Morgan Stanley. Стороны повздорили по поводу неэффективных инвестиций в PERLS. Эти бумаги, описанные в главе 2, можно смело назвать «волком в овечьей шкуре». Бывшее мое начальство особенно любило **впаривать** их самым наивным клиентам. Предваряя решение суда, Morgan Stanley охарактеризовал PERLS как продукт выдающегося опыта фирмы в сложных сделках по продаже производных. Судья Лонгмор признал, что Morgan Stanley, безусловно, опередил конкурентов в структурировании и продаже PERLS. К сожалению, в судебных процессах опыт фирмы не был настолько же выдающимся. Выяснилось, что мистер Паглиши не вполне понимал суть этих бумаг, а Morgan Stanley не удосужился дать ему надлежащие объяснения.

Если вкратце передать обильно украшенную цитатами и объяснениями цветистую речь судьи, то Лонгмор счел аргументы фирмы беспомощными и выразил удивление, как «банкиры международного уровня» унизились до того, чтобы их приводить. Решение суда: «PERLS для мистера Паглиши приемлемой формой инвестиций не являлись» — оказалось для фирмы тяжелым ударом.

Хотя Morgan Stanley и потерял на этом деле всего несколько миллионов долларов, он был унижен решением судьи, а кроме того, политика банка была определена как далекая от совершенства. Надеюсь, компании, охарактеризовавшей мою книгу как «очевидную смесь передергиваний и жареных фактов», будет достаточно тяжело опровергнуть детальное, доказательное заключение опытного и уважаемого юриста. Этот эпизод может стать для Morgan Stanley весьма дорогостоящим прецедентом, спровоцировав поток жалоб от других инвесторов.

Случай третий. Тяжба с Джимом **Роскиндом**. Роскинд, сотрудник Netscape, известного разработчика программного обеспечения, решил продать принадлежащие ему акции фирмы. Будучи исключительно преуспевающим и толковым программистом, он не мог похвастаться опы-

том в финансовой сфере, о чем и свидетельствует выбор брокера. Акции Роскинда стоили относительно немного, речь шла не о миллионах или миллиардах, а всего лишь о тысячах долларов. Morgan Stanley имел с Netscape тесные связи, представлял акции компании на рынке в 1995 году и пообещал обслуживать сотрудников Netscape, не взимая комиссионных. Вот почему программист и остановился на моем бывшем работодателе.

Испытание, выпавшее на долю Роскинда, может в любой момент достаться и вам, или, что еще хуже, вы через все это уже прошли. Перед открытием биржи 8 февраля 1996 года клиент поручил Morgan Stanley продать акции Netscape. Цена при открытии равнялась 68 долларам за акцию и оставалась таковой 15 минут, но за этот промежуток времени акции проданы не были. Их цена стала падать. И только когда с момента начала торгов прошло уже 77 минут, а цена за акцию опустилась до 65,5 доллара, Morgan Stanley соизволил выполнить поручение Роскинда. Клиент задал фирме очень простой вопрос: почему он должен получить не 68 долларов, а 65,5?

Morgan Stanley попытался не обращать на Роскинда внимания, но он постоянно напоминал о себе телефонными звонками, письмами и даже достал «Equity Trade Journal», содержащий результаты всех сделок компании в тот злосчастный день. Еще раньше программист нашел в Интернете цены на акции Netscape. Потратив на установление истины несколько месяцев, Роскинд узнал: Morgan Stanley продал акции по более высокой цене (допустим, по 66 долларов), а потом купил по более низкой (допустим, по 65,5). Налицо был откровенный обман.

Роскинд связался с NASD, а та опять дала моей бывшей компании по рукам. От Morgan Stanley потребовали заплатить несчастных 35 тысяч долларов (адвокат такие деньги зарабатывает меньше чем за 100 часов) и компенсировать недополученную прибыль. 10 февраля 1998 года банк согласился раскошелиться, но случившееся ни признал, ни опроверг.

Роскинд имел степень доктора наук Массачусетского технологического института и бульдожью хватку в пре-

следовании врага. В интервью «The New York Times» он сказал: «Я не хочу, чтобы **Morgan Stanley** обошелся так с кем-нибудь еще». **Роскинд** посоветовал **уолл-стритским** фирмам публиковать информацию о сделках, чтобы простые люди могли видеть, кинул их брокер или нет. Технические возможности для этого существуют, а денег много не потребуется. Единственное препятствие — убедить в целесообразности публикации конгресс или Комиссию по ценным бумагам и биржам.

Победа **Роскинда** может обернуться для **Morgan Stanley** крупными неприятностями из-за стремления программиста помочь и другим инвесторам. Тем не менее не стоило бы делать обобщения на основании трех описанных случаев, и хотя вкладчики получили надежду, проблема самозащиты от злоупотреблений брокеров с повестки дня не снята. Если профессионалы обманывают дилетантов даже в таких элементарных сделках, а единственный способ борьбы — суд, то что же ожидает простых людей при попытке добиться честной игры на финансовых рынках? А теперь вспомним, **что** имеют на вооружении крупные фирмы: изощренные компьютерные модели, технологии структурирования производных, секретные компании на Каймановых островах для производства ценных бумаг-гибридов. Можно ли выстоять **в** борьбе со всем этим?

Но, если разобраться, чего еще мы заслуживаем? Мы играем в азартные игры, вероятность выигрыша в **которых** — 50%. Мы ходим в казино, где шансы на победу еще меньше. Игорный бизнес, легальный и нелегальный, растет так же быстро, как и финансовые рынки. Лас-Вегас — Мекка американских туристов. Атлантик-Сити пользуется лишь ненамного меньшей популярностью. Какая разница между этими городами и финансовыми рынками? Наша культура настолько пропитана страстью к игре, что мы признаем за инвестором не больше прав, чем за играющими в «одноруких бандитов»: право равнать за рычаг, право выбрать другой игровой автомат и право покинуть казино. **А** как же право на честную игру?

*Сан-Диего, июнь 1998 года*

**Издательство «Олимп—Бизнес»**  
**117071, Москва, ул. Орджоникидзе, д. 13/2, 15-й этаж.**  
**Тел./факс (095) 795-39-96, 795-39-95**  
**e-mail: [olbuss@ropiinet.ru](mailto:olbuss@ropiinet.ru), <http://www.olbuss.ru>**

## **Как приобрести наши книги**

- г. Москва. Издательство «Олимп—Бизнес»,**  
а также центральные и специализированные  
книжные магазины
- г. Санкт-Петербург. ООО «Петербург-Экспресс»,** отдел развития услуг,  
тел. (812) 320-67-01, 320-67-02, факс (812) 320-67-03,  
e-mail: [abc@pe.spb.ru](mailto:abc@pe.spb.ru)
- г. Екатеринбург. ООО «Урал-Пресс»,** тел. (3432) 75-62-74
- г. Нижний Новгород. ЗАО «Деловая книга НН»,** тел. (8312) 19-22-50;  
**Издательство «ДЕКОМ», книжный магазин «Дирижабль»,**  
тел. (8312) 34-03-05
- г. Новосибирск. ООО «Топ-Книга»,** тел. (3832) 36-10-26
- Украина, г. Киев. ООО «Эльга»,** тел. (044) 243-59-39;  
**ДП «Саммит-Книга»,** тел. (044) 463-68-17, 416-81-09, 416-84-96,  
e-mail: [books@sambook.com.ua](mailto:books@sambook.com.ua), [blanks@sambook.com.ua](mailto:blanks@sambook.com.ua)

*Фрэнк Партной*

**FIASCO**

**Исповедь трейдера с Уолл-стрит**

Редактор *Е. Бережнова*  
Корректор *Н. Журавлева*  
Компьютерная верстка *Д. Юрятич*  
Оформление *П. Воробьев*

ЛР № 064715 от 10.06.2001.  
Сдано в набор 02.07.2001. Подписано в печать 05.09.2001.  
Формат 84 х 108 1/32- Бумага офсетная № 1.  
Гарнитура «Тайме». Печать офсетная.  
Печл. 11,0. Уч.-издл. 16,4. Заказ № 1828

Издательство «Олимп—Бизнес».  
117071, Москва, ул. Орджоникидзе, д. 13/2, 15-й этаж  
ОАО «Типография "Новости"».  
107005, Москва, ул. Ф. Энгельса, 46