

ROGER LOWENSTEIN

WHEN GENIUS FAILED

THE RISE AND FALL OF
LONG-TERM CAPITAL MANAGEMENT

FOURTH ESTATE
LONDON

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](http://kniga.biz.ua)

РОДЖЕР ЛОВЕНСТАЙН

КОГДА ГЕНИЙ ТЕРПИТ ПОРАЖЕНИЕ

ВЗЛЕТ И ПАДЕНИЕ КОМПАНИИ
LONG-TERM CAPITAL MANAGEMENT,
ИЛИ КАК ОДИН НЕБОЛЬШОЙ БАНК
СОЗДАЛ ДЫРУ В ТРИЛЛИОН ДОЛЛАРОВ



МОСКВА
ИЗДАТЕЛЬСТВО «ОЛИМП—БИЗНЕС»
2017

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](http://kniga.biz.ua)

УДК 336.761
ББК 65.262.1
Л686

Ловенстайн, Роджер

Л686 Когда гений терпит поражение. Взлет и падение компании Long-Term Capital Management, или Как один небольшой банк создал дыру в триллион долларов / Пер. с англ. — М.: Издательство «Олимп-Бизнес», 2017. — 416 с.: ил.

ISBN 978-5-9693-0171-9

Вместе с «Покером лжецов» Майкла Льюиса (М.: Издательство «Олимп-Бизнес», — 2017) эта книга составляет своеобразную дилогию. Одни найдут в ней документальную историю взлета и падения компании LTCM, описание и анализ ее деятельности. Другие усмотрят интерпретацию вечного сюжета о конфликте разума и азарта, о несовпадении благих намерений одних с алчными интересами других. Перед нами увлекательный рассказ о попытке группы ученых и нобелевских лауреатов применить закон больших чисел на рынке облигаций, но вместе с тем — притча о человеческих страстях и пороках. Один нюанс этой истории будет особенно любопытен российскому читателю: августовский дефолт 1998 года в России, оказавшийся непредсказуемым и непостижимым даже для лауреатов Нобелевской премии.

Книга предназначена для широкого круга читателей.

УДК 336.761
ББК 65.262.1

Все права защищены. Воспроизведение всей книги или ее части в любом виде воспрещается без письменного разрешения издателя.

© Roger Lowenstein, 2001
All rights reserved.
© Перевод на русский язык,
издание, оформление.

ISBN 978-5-9693-0171-9 Издательство «Олимп-Бизнес», 2010, 2017

[>>>](http://kniga.biz.ua)

Оглавление

От издательства	VI
От автора	XI
Введение	XV

Часть I

Взлет компании Long-Term Capital Management

Глава 1 ■ Меривезер	3
Глава 2 ■ Хедж-фонд	35
Глава 3 ■ На гребне волны	61
Глава 4 ■ Дорогие инвесторы!	95
Глава 5 ■ В угаре борьбы	125
Глава 6 ■ Нобелевская премия	150

Часть II

Падение компании Long-Term Capital Management

Глава 7 ■ «Центральный банк волатильности»	193
Глава 8 ■ Обвал	225
Глава 9 ■ Человеческий фактор	252
Глава 10 ■ В Федеральной резервной системе	289
Эпилог	341
Примечания	368

От издательства

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

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

В истории Long-Term Capital Management несколько пластов, и каждый из них важен и интересен. Автору удалось вплести в ткань повествования объяснение сложных финансовых операций, психологические портреты главных действующих лиц, описание обычаев и нравов Уолл-стрит, мотивы поведения людей, управляющих ведущими финансовыми институтами мира. Книга позволяет многое узнать об особенностях современного финансового рынка, его инструментах, психологии участников, их ошибках, условиях, способствующих таким ошибкам, стратегиях работы. Читатели найдут в ней полезные наблюдения и отрезвляющие предупреждения, например о том, что проверенные временем истины порой оказываются несостоятельными (так, яйца, разложенные по разным корзинам, могут разбиваться одновременно), что даже самые изощренные математические модели не заслуживают абсолютного, слепого доверия, а методы, успешно применяемые в одних сегментах финансового рынка, дают фатальные сбои в других.

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

Падение Long-Term Capital Management стало результатом крайне маловероятного стечения обстоятельств, усугубленного чисто человеческими ошибками. Руководители хедж-фонда не просто упустили момент для радикального пересмотра стратегии, но проявили неспособность к такому пересмотру. Причины этой неспособности лежали не в интеллектуальной, а в психологической сфере. Блестящие интеллектуалы из Long-Term

Capital Management совершили весьма распространенную среди трейдеров ошибку: они не смогли преодолеть психологическую привязанность к фондовым позициям, которые были для них глубоко личными. Особенности сложившихся в компании отношений довершили дело.

Разумеется, назвать историю Long-Term Capital Management трагедией нельзя. Однако в конфликте, составляющем нерв повествования, есть отблеск трагического — ключевые действующие лица, уверенные в том, что они могут обыграть рынок, пошли на столкновение со стихией и... потерпели поражение. Как показывает история Long-Term Capital Management, современный финансовый рынок далеко не эффективен, весьма уязвим и не всегда способен к автоматической самокоррекции. Во всяком случае, только вмешательство Федеральной резервной системы, принудившей частные банки к сотрудничеству и ставшей координатором совместных усилий, устранило вызванную кризисом Long-Term Capital Management угрозу «расплавления» рынков.

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

Прошлое может являться прологом, но какое
именно прошлое?

Генри Хью

От автора

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

Моими другими важными источниками были интервью, которые я получил в крупных инвестиционных банках Уолл-стрит. В их число входили и шесть банков, сыгравших решающую роль в зарождении и конечном спасении Long-Term. Без помощи сотрудников Bear Stearns, Goldman Sachs, J. P. Morgan,

Merrill Lynch, Salomon Smith Barney и Union Bank of Switzerland эта книга никогда не была бы написана.

Кроме того, у меня были щедрые наставники в экономике: Питер Бернстайн, Юджин Фама, Джон Джилстер, Брюс Джекобс, Кристофер Мэй и Марк Рубинштейн помогли мне понять тот мир опционов, хеджирования, графиков нормального распределения и «жирных хвостов», в котором вела свой бизнес компания Long-Term.

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

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



Я глубоко благодарен Викену Берберизну, моему помощнику, который оказался не только бесстрашным собирателем фактов, но и изобретательным и проницательным исследователем. Нил Барски, Джеффри Танненбаум и Луис Ловенстайн — два дорогих моему сердцу друга и идеальный отец, без устали читавшие сырую рукопись этой книги. Они дали мне бесценные и крайне необходимые советы. Каждая страница моей книги хранит рукотворные следы их вдохновенной работы. Мелани Джексон, мой агент, и Энн Годофф, мой редактор, составляющие столь же безупречную команду, как и «Montana-to-Rice»*, искусно вели этот проект от начала до конца. Уверенность в успехе, неоднократно ими демонстрировавшаяся, скрашивала многие часы, которые без их участия были бы часами одиночества. Источником постоянного вдохновения были и трое моих детей — Мэтт, Зак и Олли. В период работы над книгой мне оказывали помощь (профессиональную и личную) и многие другие люди, и я безгранично благодарен всем им.

* Футбольная команда. — *Примеч. ред.*

Введение

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

забраны металлическими решетками, а у главного подъезда, выходящего на Либерти-стрит, расположился ряд черных охранных сооружений из литого железа.

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

Источник беспокойства казался столь далеким и незначительным, столь смехотворным, что его можно было счесть несущественным. Но разве не так всегда и приходят большие беды? Груз чая, выброшенный в море, убийство эрцгерцога — и совершенно неожиданно оказывается, что запал уже горит. Затем разражается кризис, и мир становится другим. В данном случае роль запала сыграла компания Long-Term Capital Management, частное инвестиционное партнерство со штаб-квартирой в Гринвиче, штат Коннектикут, фешенебельном пригороде, расположенном милях в 40 от Уолл-стрит. Long-Term

Capital Management (LTСМ; LT) управляла деньгами всего лишь сотни инвесторов; в ней работали менее 200 человек. И, уж будьте уверены, менее одного процента американцев когда-либо что-либо слышали о ней. Собственно говоря, всего лишь пять лет назад LTСМ еще просто не существовало.

Но в среду 23 сентября 1998 года, во второй половине дня LTСМ не казалась мелкой компанией. В связи с разразившимся в LTСМ кризисом Макдоноу вызвал (или, используя сдержанный стиль, принятый в Федеральной резервной системе, пригласил) руководителей всех крупных банков Уолл-стрит. Впервые под старинными портретами зала заседаний Федеральной резервной системы, расположенного на десятом этаже, собрались руководители Bankers Trust, Bear Stearns, Chase Manhattan, Goldman Sachs, J.P.Morgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley Dean Witter и Salomon Smith Barney, и собрались не для того чтобы выручить из беды какое-нибудь государство Латинской Америки, а чтобы спасти одну из американских финансовых компаний. Они, а также представители крупных европейских банков объединились под руководством председателя Нью-Йоркской фондовой биржи. Непривычные к такому наплыву людей служащие Федерального резервного банка Нью-Йорка не смогли найти достаточного количества кожаных кресел, и старшим директорам пришлось ютиться на складных металлических стульях.

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

LTСМ, компания, занимавшаяся операциями с облигациями, была на грани разорения. Этим фондом руководил Джон

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

На протяжении четырех лет LTCM была предметом зависти дельцов Уолл-стрит. Компания наращивала прибыли более чем на 40% в год, регулярно выплачивая при этом дивиденды, не переживая резких колебаний котировок своих ценных бумаг. Казалось, это был фонд с нулевым уровнем риска. Работавшие в LTCM суперинтеллектуалы, по-видимому, могли свести непредсказуемость мира к строгим, хладнокровно рассчитанным шансам. Формально это было лучшее из того, что только мог предложить современный финансовый рынок.

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

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

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

Джеймс Кейн, жевавший сигару старший исполнительный директор Bear Stearns, дал себе клятву прекратить погашение по сделкам, заключенным LTCM (которая вылетала из бизнеса), в том случае, если сумма имеющихся у фонда денежных средств сократится и станет менее 500 миллионов. В начале года такая вероятность казалась весьма отдаленной, ибо капитал LTCM составлял 4,7 миллиарда долларов. Но за последние пять недель (или с момента российского дефолта) LTCM понесла ошеломляющие убытки — и несла их день за днем. Ее капитал катастрофически уменьшился. По мнению Кейна, LTCM могла не дожить до завтра.

LTCM уже обратилась к Уоррену Баффетту с просьбой о предоставлении кредита. Обращалась она и к Джорджу Соросу, и в Merrill Lynch. LTCM обращалась ко всем банкам, какие только могла вспомнить. Больше обращаться было некуда. Вот почему Макдоноу, подобно крестному отцу, призывающему соперничающие и готовые сцепиться друг с другом кланы на встречу, пригласил банкиров. Если бы каждый банк само-

стоятельно решился избавиться от облигаций, это вызвало бы всемирную панику. Но, действуя согласованно, катастрофы можно избежать. Хотя Макдоноу и не сказал этого, он хотел, чтобы банки инвестировали 4 миллиарда долларов и спасли фонд. Макдоноу хотел, чтобы банки сделали это немедленно — завтра будет поздно.

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

Кроме того, банкиры и сами страдали от сумятицы, возникновению которой способствовала LTCM. Главный управляющий Goldman Sachs Джон Корзайн столкнулся с мятежом партнеров: их ужасали убытки, понесенные Goldman Sachs на последних сделках, и, в отличие от Корзайна, они не желали тратить свои сокращающиеся капиталы на оказание помощи конкуренту. Крупные убытки понес и Сэнфорд Уэйлл, председатель Travelers/Salomon Smith Barney. Уэйлл опасался того, что убытки поставят под угрозу намечавшееся слияние его компании с Citicorp, которое Уэйлл рассматривал как драгоценный камень, венчающий его ослепительную карьеру. Недавно Уэйлл перетряхнул собственное подразделение, занимавшееся арбитражными сделками, — то самое, ставшее много лет назад стартовой площадкой для карьеры Меривезера, — и не горел желанием оказывать финансовую помощь еще одной арбитражной лавочке.

Оглядев собравшихся, Макдоноу осознал, что у каждого из его гостей есть свои неприятности (у кого большие, у кого —

меньшие) и многие из этих неприятностей напрямую связаны с LTCM. Стоимость акций банков резко упала. Как и Макдоноу, банкиры опасались того, что мировая буря, начавшаяся так невинно с девальваций в азиатских странах, затем распространившаяся на Россию, Бразилию, а теперь — и на LTCM, захлестнет и Уолл-стрит.

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

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

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

Комански знал, что главным игроком, к мнению которого прислушаются и остальные, был Кейн, отличавшийся нестандартным мышлением генеральный директор Bear Stearns. Эта компания, занимавшаяся клиринговыми расчетами по сделкам LTCM, представляла всю подноготную хедж-фонда лучше, чем кто-либо еще. Пока другие банкиры нервно ерзали на стуль-

ях, Герберт Эллисон, номер два в команде Комански, спросил Кейна, что тот намеревается делать.

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

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

Часть I

**Взлет компании
Long-Term Capital
Management**